



## Raport de analiza – sectorul de utilitati la Bursa de Valori Bucuresti

### Sumar:

- Intr-un an de criza cum a fost 2020, un sector defensiv cum este cel de utilitati a avut de castigat comparativ cu domeniile afectate de pandemie. La BVB, sectorul este reprezentat de patru emitenti importanti, dintre care trei acopera tot fluxul operational din sub-sectorul de energie electrica: productie (Nuclearelectrica), transport (Transelectrica), distributie si furnizare (Electrica). Al patrulea este transportatorul national de gaze naturale, Transgaz.
- Structura pietei romanesti de energie electrica si gaze este una atipica, existand companii specializate pe niste nise, in locul gigantilor energetici integrati pe care ii vedem in alte tari.
- Evolutia bursiera a sectorului pe parcursul anului trecut a reflectat caracterul sau defensiv, cu un bonus dat de interesul ridicat al fondurilor de investitii si de pensii pentru emitentii mari de la BVB. Evolutia actiunilor din sector a depasit-o atat pe cea a indicilor locali, cat si pe cea a indicilor sectoriali externi.
- Rezultatele financiare au fost la randul lor peste media pietei, insa nu intotdeauna sursa cresterilor de profit a fost una recurenta. Ies in evidenta din acest punct de vedere Electrica si Transelectrica.
- Transgaz a facut nota discordanta atat in privinta evolutiei bursiere, cat si a rezultatelor financiare. Ambele au fost sub media pietei si mult sub media sectorului.
- Rentabilitatea celor patru companii este apropiata, insa modelul de business difera, existand diferente importante in privinta marjelor de profit, vitezei de rotatie a activelor si dimensiunii activelor imobilizate.
- Comparativ cu emitentii din sectorul european de utilitati se poate spune ca emitentii analizati sunt in general subevaluati, insa numarul mic de companii cu acelasi obiect de activitate face ca aceasta concluzie sa aiba limitari.

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

## Sectorul de utilitati la BVB

Sectorul de utilitati este unul dintre cele mai bine reprezentate la Bursa de Valori Bucuresti, cu patru dintre cele mai mari companii listate, acestea avand o pondere de 19,3% in indicele BET-BK, a doua dupa sectorul financiar, si 13,92% in indicele BET. Fiind vorba de companii puternic reglementate, sectorul este unul defensiv, avand un potential limitat de castig in perioade de boom economic, dar si de pierdere in perioade mai proaste. Acest lucru s-a vazut dupa izbucnirea pandemiei COVID, companiile de utilitati listate la BVB avand in medie evolutii bursiere net superioare mediei celorlalte domenii.

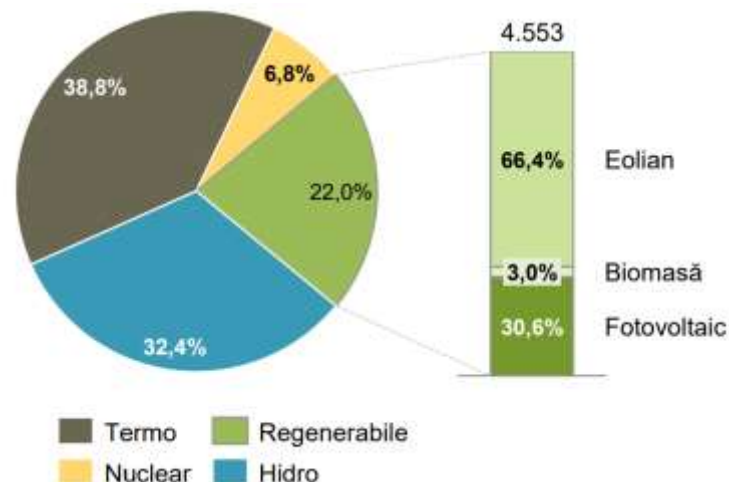
Desi este printre sectoarele bine reprezentate la Bursa din Bucuresti, reprezentativitatea societatilor listate pentru economie in general este una limitata, acoperind o parte destul de mica din totalul pietei de energie electrica si gaze naturale. Nuclearelectrica si Electrica au cote de piata in jur de 20%, cu un plus pentru Electrica pe partea de distributie a energiei electrice, acolo unde nu exista concurenta, la fel ca pe piata de furnizare. Piata de distributie si furnizare de gaze naturale nu este reprezentata deloc la BVB, iar cele doua societati de transport, Transelectrica si Transgaz, sunt destul de mici in ansamblul pietei.

Organizarea sectorului de utilitati din Romania este una atipica fata de situatia din vestul Europei si chiar dintr-o parte a tarilor din regiune. Pe piata de energie electrica exista companii separate de productie, distributie si furnizare, respectiv transport, iar productia este separata in functie de sursa. In alte tari situatia este diferita, existand giganti energetici cu activitate integrata pe verticala, de la productia din mai multe surse pana la distributie si furnizarea catre clientii finali, de obicei atat pe piata de energie electrica, cat si pe cea de distributie si furnizare de gaze naturale. Este cazul catorva dintre multinationalele occidentale prezente si pe piata din Romania, cum ar fi Enel, Engie sau E.ON, dar si al cehilor de la CEZ, o companie provenita tot dintr-un sistem comunist, la fel ca si cel din Romania.

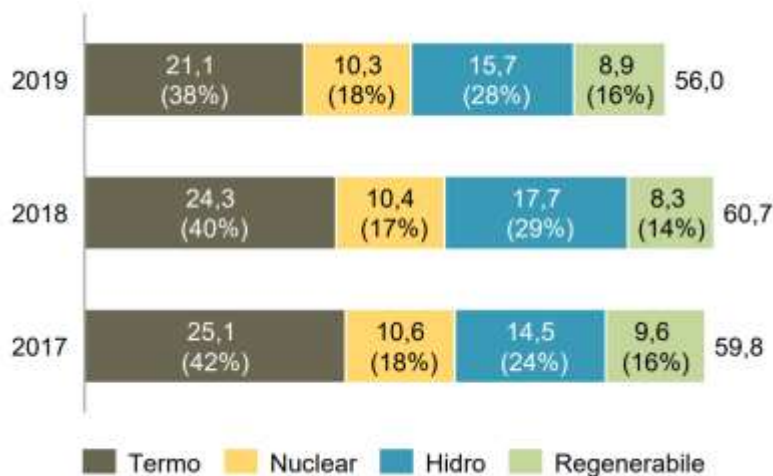
Fragmentarea pietei ar putea aduce avantajul unei concurente mai intense intre actorii din piata, daca acestia nu ar fi in realitate in proprietatea aceleiasi entitati, Statul Roman, cel puțin in zona de productie a energiei electrice. Trei producatori mari de energie detinuti majoritar sau integral de Stat, acoperind circa doua treimi din piata, au active, angajati si conduceri

### Puterea instalata vs. productia efectiva de energie electrica

#### Puterea instalata (MW)



#### Mixul de productie (TWh)



Sursa: Transelectrica

care fac acelasi lucru, desi competitia dintre ei nu poate fi decat de fatada, avand acelasi proprietar. Mai mult, impartirea lor dupa surse de productie a energiei electrice creeaza nevoia pentru un sistem complicat de echilibrare a pietei, in asa fel incat scaderile de productie determinate de diverse particularitati ale unuia din producatori sa fie acoperite de ceilalti, fara ca acest lucru sa duca la haos.

Separarea segmentului de distributie si a celui de furnizare, insotita mai apoi de liberalizarea pietei pe partea de furnizare, chiar a adus o competitie mai mare intre actorii din piata, existand acum posibilitatea de a avea acces la clienti noi, blocati anterior in reseaua unui singur furnizor, dar si posibilitatea ca noi entitati sa intre pe piata. Partea proasta a acestui aranjament este ca incurajeaza asumarea unor riscuri mai mari, fapt care a facut ca intre 2017 si 2019 sa vedem in fiecare an insolvente in domeniu, atunci cand preturile au avut cate o crestere mai mare.

In sectorul gazelor naturale situatia este asemanatoare pe partea de distributie si furnizare, cu doua companii mari care opereaza reseaua de distributie si cu mai multi furnizori, cei mai mari fiind chiar cele doua companii care asigura si distributia, E.ON si Engie. Niciun furnizor sau distribuitor de gaze nu este listat la BVB, motivul principal fiind ca intregul sector a fost privatizat catre cei doi investitori strategici, iar companiile de utilitati listate au fost aduse la Bursa, fara exceptie, de Guvern.

In sectorul de productie a gazelor naturale situatia este mai simpla, cu zacamintele de gaze impartite aproximativ egal intre Romgaz si OMV Petrom, ambele listate la Bursa. Fiind vorba de un sector cu posibilitati mai mari de tranzactionare la nivel international, reglementarea este mai putin stricta, iar pretul tine cont in mare masura de cel de pe pietele internationale. In plus, pentru ca productia de gaze naturale este de obicei mai mica decat consumul, mai apare si un al treilea jucator, Gazprom, de la care trebuie acoperit deficitul intre productia interna de gaze si consum. Productia de gaze nu se incadreaza in sectorul de utilitati, ci in cel energetic, asa ca nu va face obiectul acestui raport.

Ultimul segment al pietei, cel de transport, are si cele mai multe companii reprezentate la cota Bursei de Valori Bucuresti, adica doua: Transelectrica si Transgaz. Daca la productie, distributie si furnizare avem o situatie atipica fata de restul Europei, transportul de energie electrica si gaze naturale ne aduce in zona majoritatii celorlalte tari, acolo unde exista, la fel ca si in Romania, companii specializate in acest domeniu. Mai mult, acesta este singurul segment al pietei de utilitati unde cele mai multe astfel de companii sunt detinute de state, si nu de privati. Exista si aici diferente de abordare, cu cateva tari in care transportul de energie electrica si gaze sunt realizate de aceeasi companie si cu alte cateva in care transportul este realizat de companii care fac si distributie sau productie. Suntem, insa, din nou atipici, de data aceasta intr-un mod pozitiv, prin faptul ca aceste companii sunt listate la Bursa, o situatie pe care o mai vedem doar in Italia, Belgia, Lituania si Bulgaria (in cazul transportatorului de gaze).

Listarea la Bursa a celor patru companii de utilitati le-a adus beneficii mari, cel mai important fiind transformarea lor dintr-un fel de agentii guvernamentale in companii reale, preocupate de obtinerea de profit. Merita o discutie separata cati bani a adus efectiv listarea la bursa in cazul fiecarei companii si cum s-au schimbat lucurile dupa ce au facut acest pas. Chiar si asa insa, faptul ca sunt in continuare detinute de Stat, acesta fiind intamplator, in toate topurile, studiile si statisticile, si unul dintre cele mai corupte din Europa, face ca potentialul real al acestor companii sa ramana peste realizarile lor efective. Ele au in continuare probleme cu politizarea managementului si cu interesele electorale de moment, chiar daca intr-o masura mai mica decat in trecut sau decat la companiile de stat nelistate.

## Emitentii principali din sector

### Nuclearelectrica (SNN)

Nuclearelectrica ocupa locul al doilea in topul producatorilor de energie electrica din Romania, cu o capacitate de 11 TWh/an si cu o cota de piata de circa 20%, dupa Hidroelectrica, cu aproape 30% din piata. Este singurul producator de energie nucleara din tara, avand ca principal obiect de activitate operarea centralei nucleare de la Cernavoda, inaugurata in anul 1996.

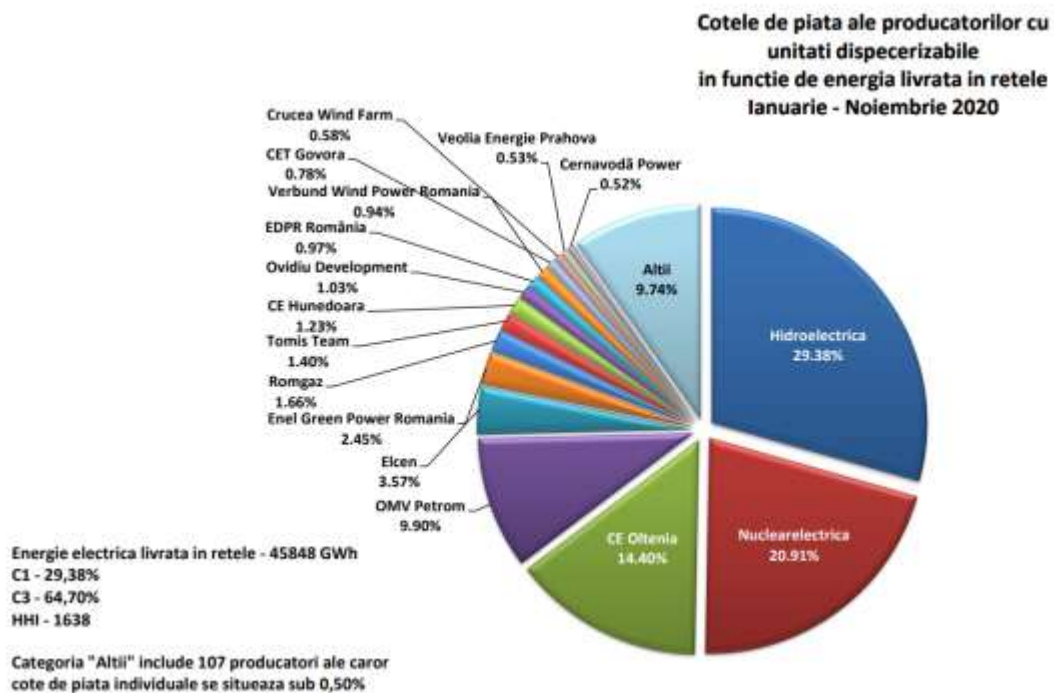
Proiectul centralei nucleare a fost lansat in anul 1976, iar constructia structurii a inceput in anul 1982. Initial au fost proiectate 5 unitati, in cele din urma fiind date in folosinta doar doua, Unitatea 1 in 1996 si Unitatea 2 in 2007. Structurile pentru unitatile 3 si 4 sunt construite in proportie de 52%, respectiv 30%, iar in prezent sunt in conservare, in asteptarea unui parteneriat cu un investitor care sa asigure finantarea proiectului. Constructia Unitatii 5 a fost abandonata definitiv.

Balansul incercat de regimul comunist intre URSS si Occident a facut ca solutia tehnica aleasa sa fie una mai putin folosita la nivel international, si anume tehnologia canadiana CANDU-6 (Canada Deuterium Uranium), bazata pe utilizarea de apa grea pentru racire. Unul dintre avantajele acestei tehnologii este posibilitatea de a utiliza mai multe tipuri de combustibil nuclear, spre deosebire de centralele clasice, care folosesc doar uraniu imbogatit. De

asemenea, modul de functionare are si cateva avantaje legate de securitate, date tocmai de caracteristicile combustibilului folosit si de tipul de racire. In lipsa costurilor pentru imbogatirea uraniului, costul total cu combustibilul este mai mic decat la centralele clasice, insa constructia propriu-zisa trebuie sa fie mai mare, ducand mai sus investitia initiala.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Ministerul Economiei	248.850.476	82,50%
Fondul Proprietatea	15.043.266	4,99%
Administratori de fond (prin unul sau mai multe fonduri)		
NN Investment Partners	1.796.529	0,60%
BT Asset Management	858.229	0,29%
Raiffeisen Asset Management	558.045	0,19%
The Vanguard Group	188.738	0,06%
Persoane fizice	13.060.810	4,33%
<b>Free float total</b>	<b>52.793.418</b>	<b>17,50%</b>

Sursa: Equity RT, BVV



Sursa: ANRE

Nuclearelectrica a fost infiintata in anul 1998, fiind desprinsa din fostul RENEL. Ulterior, o parte din actiuni au fost transferate catre Fondul Proprietatea la infiintarea acestuia, iar in urma listarii la Bursa din 2013 Statul a ramas cu 82,5% din actiuni, pe care le detine si in prezent.

Una dintre particularitatile procesului de productie a energiei electrice din surse nucleare este ca nu depinde de factori externi, prin urmare nu fluctueaza in mod semnificativ de la un an la altul. Acesta este de obicei un avantaj, inasa se poate transforma si intr-un dezavantaj atunci cand cererea de pe piata scade, neputand fi reglate in niciun fel costurile. O alta particularitate este lipsa emisiilor de dioxid de carbon, specifice productiei din surse precum gazele naturale sau carbunele. Impreuna, predictibilitatea si impactul redus asupra mediului fac din energia nucleara un element important al strategiei energetice a Romaniei pe termen mediu si lung, cu un efect pozitiv si pentru investitorii care detin actiuni SNN.

La capitolul minusuri, riscurile pe care le presupune operarea unei facilitati nucleare, scoase in evidenta de dezastrul nuclear de la Fukushima, din 2011, au facut ca mai multe tari sa planifice renuntarea partiala sau completa la energia nucleara, cel mai important caz fiind cel al Germaniei. E posibil ca in viitor sa apara o astfel de tendinta si in randul investitorilor instititionali, mai ales pe masura ce vor fi disponibile mai multe surse de energie verde, cum ar fi centralele eoliene sau cele solare. In aceste conditii energia nucleara ar putea fi marginalizata la nivel international, cu efecte asupra profitabilitatii si pretului actiunilor.

Un alt aspect negativ este dat de investitiile masive necesare pentru operationalizarea unui reactor nuclear, mai ales in conditiile in care durata sa de viata este limitata. Doar re tehnologizarea Unitatii 1 a centralei nucleare de la Cernavoda are costuri totale estimate la circa 7 mld. RON, in conditiile in care capitalizarea totala a companiei este de doar 6 mld. RON, si asta dupa o crestere fulminanta a pretului actiunii in ultimii ani. Potrivit estimarilor companiei, costurile de re tehnologizare sunt la circa 40% din cele necesare pentru construirea unui reactor nou, ceea ce inseamna ca pentru a construi o noua Nuclearelectrica actionarii ar trebui sa aduca de acasa cam 35 mld. RON, de aproape 6 ori mai mult decat valoarea de piata actuala.

Planurile SNN prevad ca finantarea necesara pentru re tehnologizare va proveni partial din fonduri proprii, dar in principal din credite cu garantii de stat. Cel mai probabil aceste credite vor putea fi obtinute, inasa costurile lor vor avea un impact important asupra profitabilitatii companiei. La un total al creditelor de 5 mld. RON, o dobanda de doar 2% pe an ar insemna 100 mil. RON, o cincime din profitul net aferent anului 2019.

In octombrie 2020 Romania a semnat un acord interguvernamental cu SUA, in care apar intre altele finantarea re tehnologizarii Unitatii 1 si construirea Unitatilor 3 si 4 ale centralei de la Cernavoda, inasa deocamdata nu se cunosc detalii legate de implementarea efectiva a acordului si impactul pe care l-ar putea avea asupra Nuclearelectrica si actionarilor sai. Cel mai probabil Unitatile 3 si 4 vor avea un impact financiar limitat pentru actionarii actuali, ele nefiind construite din banii Nuclearelectrica si urmand sa fie aproape sigur in proprietatea unei entitati separate, compania putand avea de castigat doar din operarea noilor reactoare.

In cursul lunii ianuarie Unitatea 1 a fost programata pentru oprire controlata in urma unei defectiuni, aceasta oprire fiind amanata de pe 15 pana pe 22 ianuarie din cauza temperaturilor scazute, care necesitau prezenta Unitatii in sistemul energetic national.

Recent, Fondul Proprietatea a vandut aproape jumatate din actiunile SNN pe care le detinea, ajungand de la o participatie de 9,72% la 4,99%. E de asteptat ca in viitorul apropiat sa vanda si restul actiunilor, iar faptul ca a scazut sub pragul de 5%



elimina obligativitatea de a raporta vanzarile ulterioare de actiuni. Impactul asupra pretului va fi probabil unul marginal, in schimb e de asteptat sa vedem un impact pozitiv asupra lichiditatii titlurilor SNN, un emitent cu un free float destul de mic, de altfel. Vanzarea tuturor actiunilor detinute de FP ar dubla numarul de actiuni tranzactionabile pe piata, daca nu cumva ajung la alti investitori institutionali pe termen lung.

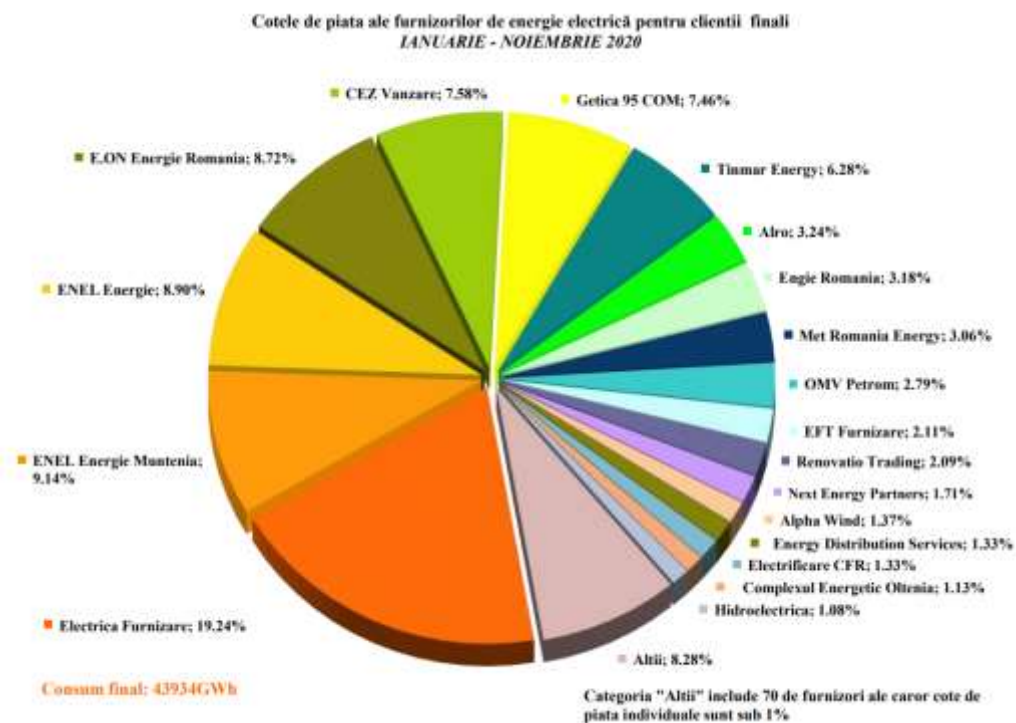
## Electrica (EL)

Electrica SA este cea mai mare companie de distributie si furnizare a energiei electrice din Romania, cu o cota de piata de 19,24% pe piata de furnizare a energiei electrice in perioada ianuarie – noiembrie 2020, potrivit datelor ANRE. Compania a fost infiintata in anul 2000, provenind din dezmembrarea Companiei Nationale de Electricitate (CONEL), care la randul sau rezultase din dezmembrarea RENEL cu doi ani in urma. Initial, Electrica SA acoperea distributia si furnizarea de energie electrica pentru intreaga tara, prin intermediul a 8 filiale: Transilvania Nord, Transilvania Sud, Muntenia Nord, Muntenia Sud, Moldova, Oltenia, Dobrogea si Banat.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Ministerul Economiei	169.046.299	49,79%
Paval Holding SRL	25.861.912	7,62%
Dedeman SRL	2.725.193	0,80%
Banca Europeana pentru Reconstructie si Dezvoltare	17.355.272	5,11%
Administratori de fond (prin unul sau mai multe fonduri)		
NN Pensii	19.756.146	5,82%
Allianz-Tiriac Pensii Private	17.603.396	5,18%
BNY Mellon Asset Management	3.824.592	1,13%
Norges Bank Investment Management	2.311.468	0,68%
<b>Free float total</b>	<b>177.397.298</b>	<b>51,21%</b>

Sursa: Equity RT, BVB

Cinci dintre aceste filiale au fost privatizate intre anii 2005 si 2008, Muntenia Sud, Dobrogea si Banat catre Enel, Moldova catre E.ON, iar Oltenia catre CEZ. Spre finalul perioadei de boom economic privatizarile au fost lasate in planul secund, Guvernul avand evaluari aberante pentru companiile pe care a incercat sa le privatizeze (vezi cazul CEC). In acelasi timp s-a impamantenit teoria ca e mai bine ca Statul sa detina companii si sa se bucure de profitul acestora, decat sa le vanda catre privati. Prin urmare, cele trei filiale neprivatizate pana in 2008 au ramas in proprietatea Electrica SA (sparte in cate doua companii fiecare, una pentru distributie si una pentru furnizare), cu cate un pachet minoritar detinut la fiecare de Fondul Proprietatea.

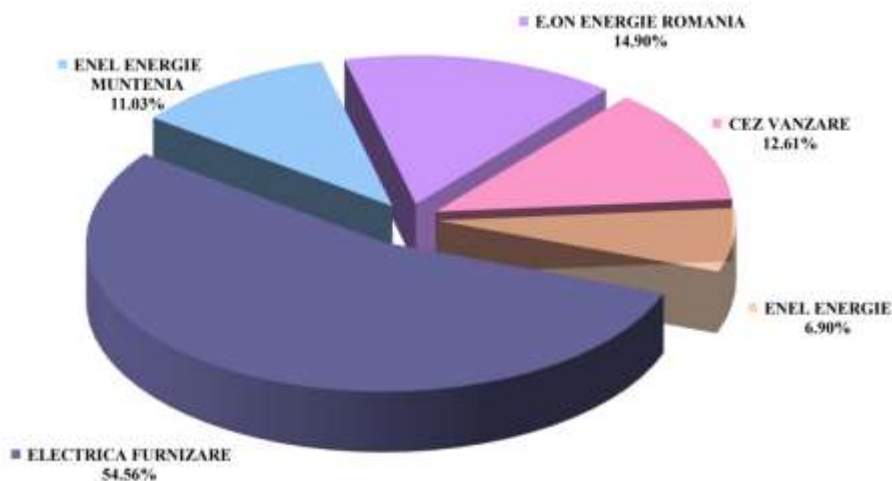


Sursa: ANRE

In anul 2014 compania a fost listata la Bursa de Valori Bucuresti, in urma unui IPO care a dublat numarul de actiuni, Statul ramanand in final cu 48,8% din actiuni, iar restul fiind detinute de investitori. IPO-ul Electrica a fost de departe cea mai mare suma stransa pe piata de capital romaneasca intr-o astfel de operatiune. In acelasi timp, Electrica a fost listata si la Bursa din Londa, prin intermediul unei emisiuni GDR (Global Depository Receipts). Ulterior, compania a cumparat de la Fondul Proprietatea pachetele minoritare de actiuni la filialele proprii, in asa fel incat in prezent actionarii Electrica detin integral tot businessul companiei. De asemenea, in final cele sase filiale au fost comasate in Electrica Furnizare si Distributie Energie Electrica Romania (DEER), nemaifiind impartite pe criterii geografice.

Delimitarea sectoarelor de distributie si furnizare face ca Electrica sa imprumute cate ceva din avantajele si dezavantajele fiecaruia dintre cele doua segmente. Partea de distributie este neschimbata fata de anii trecuti, cu tarife reglementate determinate de baza de active reglementate recunoscuta de ANRE si de rata de rentabilitate stabilita de asemenea de ANRE. Furnizarea, in schimb, este in proces de liberalizare si e de asteptat ca acest proces sa se finalizeze in cele din urma in acest an, dupa mai multe amanari.

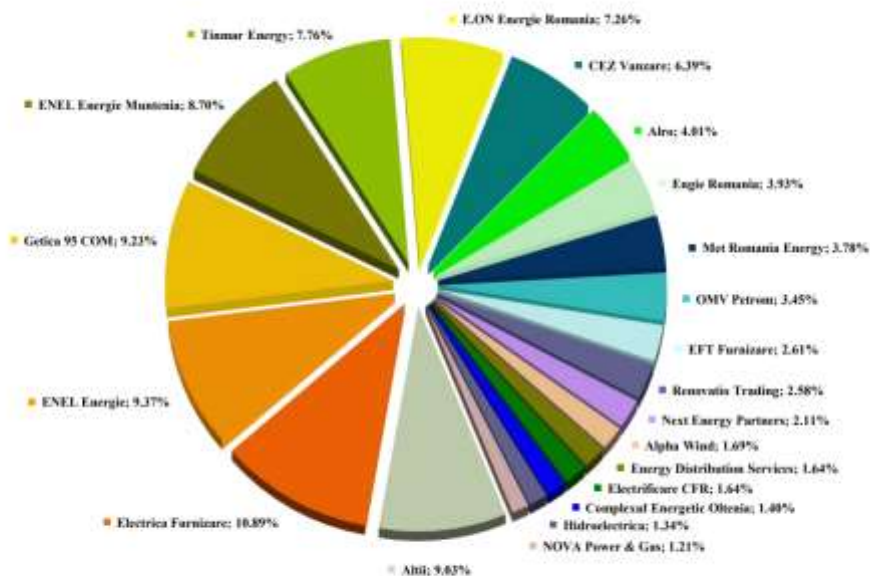
Cote de piată ale FUI în funcție de energia electrică furnizată clienților în regim reglementat, SU, UI și clienților inactivi  
IANUARIE - NOIEMBRIE 2020



Consum final clienți alimentați în regim reglementat, SU, UI și clienți inactivi: 8399 GWh

Sursa: ANRE

Cote de piată ale furnizorilor pe piată concurențială  
IANUARIE-NOIEMBRIE 2020



Consum clienți alimentați în regim concurențial: 35535 GWh  
Indicatori concurență piată:  
HHI - 613; C3 - 29%; C1 - 11%

Categoria "Alții" include 69 de furnizori ale caror cote de piată individuale sunt sub 1%

Sursa: ANRE

Dintre toate companiile mari de furnizare, la Electrica exista cel mai mare dezechilibru intre piata concurentiala si cea reglementata. In primele 11 luni din 2020, Electrica Furnizare a avut o cota de piata de 54,56% in randul clientilor alimentati in regim reglementat, de serviciu universal si de ultima instanta. Pe piata concurentiala, in schimb, cota de piata a fost de doar 10,89%, existand asadar o diferenta uriasa intre cele doua. Comparativ, Enel a avut pe piata reglementata o cota totala de 17,93%, prin cele doua filiale ale sale, Enel Energie Muntenia si Enel Energie, iar pe piata concurentiala 18,07%. E.ON Energie si CEZ Vanzare au la randul lor diferente importante intre piata reglementata si cea concurentiala, insa departe de nivelul de la Electrica.

In momentul de fata piata concurentiala are o pondere de 80,9% din totalul furnizarii de energie electrica, iar in cursul anului este de asteptat ca piata reglementata sa dispara. Pentru a-si pastra cota de piata, Electrica Furnizare va avea nevoie sa-si convinga toti clientii de pe piata reglementata sa-i ramana clienti, fie pe piata concurentiala, fie in regim de serviciu universal, a doua varianta presupunand preturi mai mari in momentul de fata. Faptul ca este singurul furnizor din „vechea garda” care a ramas cu atat de multi clienti pe piata reglementata sugereaza unul din doua lucruri: fie are niste clienti neinformati sau comozi, care nu s-au inghesuit sa incheie contracte pe piata concurentiala, fie compania in sine nu a facut eforturi prea mari pentru a-i muta de pe piata reglementata pe cea concurentiala. E greu de inteles si de ce nu au reusit nici alti furnizori sa convinga o parte mai mare a clientilor Electrica sa se mute pe piata concurentiala, asa cum s-a intamplat in alte regiuni. Si in acest caz ar putea fi vorba de o reticenta a clientilor sau de o lipsa de interes a furnizorilor.

E greu de spus ce va aduce viitorul, insa probabilitatea ca Electrica sa-si pastreze toti clientii pe care ii are acum e destul de mica, neavand un istoric pozitiv in atragerea de clienti catre piata concurentiala. Stirile de la inceputul anului prin care clientii ramasi pe piata reglementata erau anuntati ca vor suporta cresteri mari de tarif i-au trezit cu siguranta pe multi dintre ei, iar lupta pentru clienti este destul de mare si implica multi bani investiti in publicitate si fidelizare, asa ca ar fi de asteptat o scadere a cotei de piata a Electrica Furnizare. Deocamdata ar fi de asteptat ca pierderea de clienti sa fie compensata macar partial de o crestere a venitului mediu, tarifele pentru serviciul universal fiind mult mai mari decat cele de pana acum de pe piata reglementata, fiind greu de presupus ca toti clientii se vor muta pe piata concurentiala imediat. Compania a intrat si pe piata furnizarii de gaze naturale, insa are o cota de piata insignifianta.

La capitolul vesti bune, de la 1 ianuarie 2021 ANRE a aprobat o crestere a tarifelor de distributie intre 2,5% si 12,5%, in functie de regiunea geografica, aceasta urmand sa aiba un impact pozitiv asupra rezultatelor financiare ale grupului. Electrica are o cota de piata de 40% pe piata de distributie a energiei electrice, piata pe care detine un monopol reglementat in zona sa geografica.



## Transelectrica (TEL)

Transelectrica este operatorul sistemului national de transport al energiei electrice, fiind, la fel ca si Transgaz sau partea de distributie a Electrica, un monopol reglementat de ANRE. Compania a fost infiintata in acelasi timp cu Electrica, in anul 2000, in urma dezmembrarii CONEL, in acelasi timp rezultand si alte doua companii, Hidroelectrica si Termoelectrica. Neavand concurenta, nu se poate vorbi despre o cota de piata in cazul Transelectrica, sau despre eforturi de a-si creste baza de clienti. Veniturile sale vin din tarifele percepute pentru activitatea de transport, stabilite de ANRE in functie de baza de active reglementate si de rata de rentabilitate aprobata tot de ANRE.

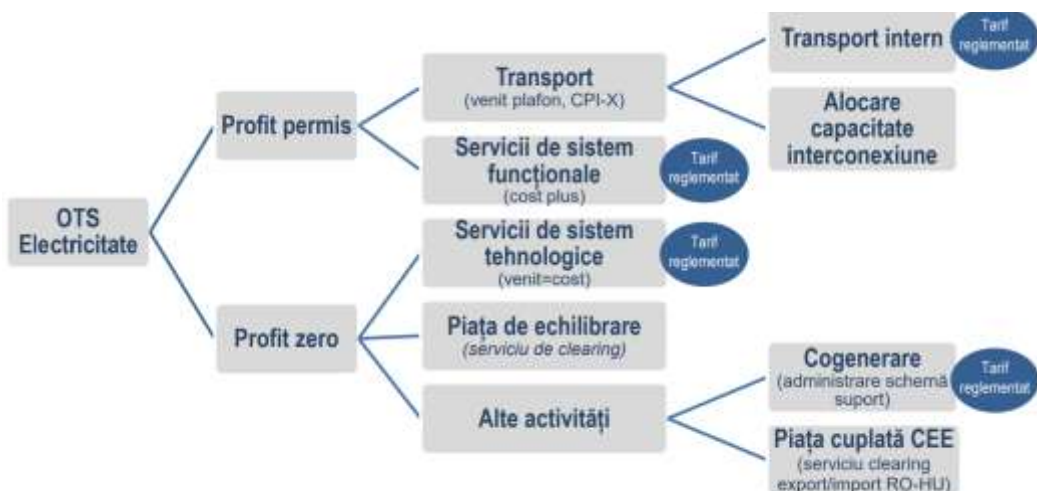
Activitatile Transelectrica se impart in doua categorii, activitati cu profit permis si activitati cu profit zero. In prima categorie intra activitatea propriu-zisa de transport al energiei electrice, compusa din transportul intern de energie si alocarea capacitatii de interconexiune cu tarile din jur. Pana la 1 ianuarie 2021 intrau in aceasta categorie si serviciile de sistem functionale, mai exact dispecerizarea sistemului energetic national. De la aceasta data, ANRE a inclus tariful pentru servicii de sistem functionale in tariful mediu de transport, aceste servicii urmand sa dispara din cifra de afaceri a companiei.

In categoria activitatilor cu profit zero intra serviciile de sistem tehnologice, piata de echilibrare, administrarea schemei suport pentru promovarea cogenerarii si activitatea de compensare-decontare pe piata regionala de energie electrica. In situatiile financiare apar atat veniturile, cat si cheltuielile cu aceste activitati, ceea ce poate induce in eroare asupra dimensiunii reale a businessului Transelectrica, dar si asupra marjelor de profit. De asemenea, in unii ani se intampla ca din activitatile cu profit zero sa se obtina in realitate profit sau pierdere, situatia fiind ulterior echilibrata in perioadele financiare ulterioare. E important de urmarit daca un astfel de profit sau pierdere este de compensat in viitor sau daca, dimpotriva, este o compensare pentru rezultatele anterioare.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Secretariatul General al Guvernului	43.020.309	58,69%
Paval Holding SRL	2.995.056	4,09%
Dedeman SRL	1.508.511	2,06%
SIF Oltenia	2.711.808	3,70%
PIF Industrial SRL	250.000	0,34%
Administratori de fond (prin unul sau mai multe fonduri)		
BT Asset Management	342.000	0,47%
Parametric Portfolio Associates	92.735	0,13%
Raiffeisen Asset Management	64.328	0,09%
<b>Free float total</b>	<b>30.282.833</b>	<b>41,31%</b>

Sursa: Equity RT, BVB

### Structura activitatilor Transelectrica



Sursa: Transelectrica

Rata de rentabilitate reglementata este in prezent de 6,39%, cu un bonus de 1% pentru investitiile noi puse in functiune si de 2% pentru investitiile realizate cu fonduri europene. Este o rata mai mica decat cea din trecut (7,7% pana in martie 2019 si 6,9% incepand de atunci), insa tendinta este una normala, avand in vedere scaderea costului capitalului in conditiile actuale, caracterizate de dobanzi apropiate de zero. Valoarea bazei de active reglementate era la 31 decembrie 2019 de circa 2,6 mld. RON, potrivit estimarilor din raportul anual al Transelectrica.

Punand cele doua cifre cap la cap ar rezulta un profit anual de 166 mil. RON, apropiat de profitul net TTM de 174,8 mil. RON calculat cu raportarile financiare la noua luni pe 2020. Trebuie avut in vedere insa ca noua rata reglementata a intrat in vigoare in 2020, profitul TTM fiind realizat mai mult inainte de modificarea ei. De asemenea, nu avem la dispozitie date privind investitiile noi puse in functiune si nici despre cele realizate din fonduri europene, asa ca nu putem sti rata de rentabilitate efectiva aplicabila Transelectrica. Nu in ultimul rand, rezultatele financiare vin din tarifele efective de transport si din volumele transportate, asa ca nu se incadreaza intotdeauna in zona pe care ar indica-o rata reglementata de rentabilitate.

In privinta cantitatilor de energie situatia este relativ constanta de la un an la altul, in 2019 cantitatea totala transportata fiind de 55,34 mil. MWh, in scadere cu 0,77% fata de anul anterior. Pandemia COVID a schimbat temporar situatia, in primele 9 luni din 2020 fiind inregistrata o scadere cu 4,38% a cantitatii transportate, de la 41,3 mil. MWh in perioada similara a lui 2019, pana la 39,5 mil. MWh.

Un lucru care ar putea avea efecte pozitive in viitor este cresterea capacitatii de conectare transfrontaliera, de la 2200 MW la inceputul anului 2020 pana la 2800 MW pentru export si 3000 MW pentru import la finalul anului, cu tinta de 5000 MW la inceputul lui 2026. In afara de posibilitatea de a obtine venituri mai mari pentru Transelectrica, acest lucru poate avea efecte si pentru Nuclearelectrica si Electrica, insa aceste efecte vor depinde de diferentele de pret de pe pietele de energie din Romania, respectiv tarile vecine.

In noiembrie 2020 au fost numiti 4 din cei 5 membri ai Directoratului (conducerea executiva a companiei), in urma unei proceduri de selectie prevazute de OUG 109/2011 (referitoare la asa-numitul „management privat” al companiilor de stat), pentru un mandat de 4 ani. Mai mult sau mai putin surprinzator, au fost selectati chiar 4 dintre membrii provizorii de pana atunci, numiti de Guvern in mod discretionar, pentru mandate succesive de cate patru luni.

## Transgaz (TGN)

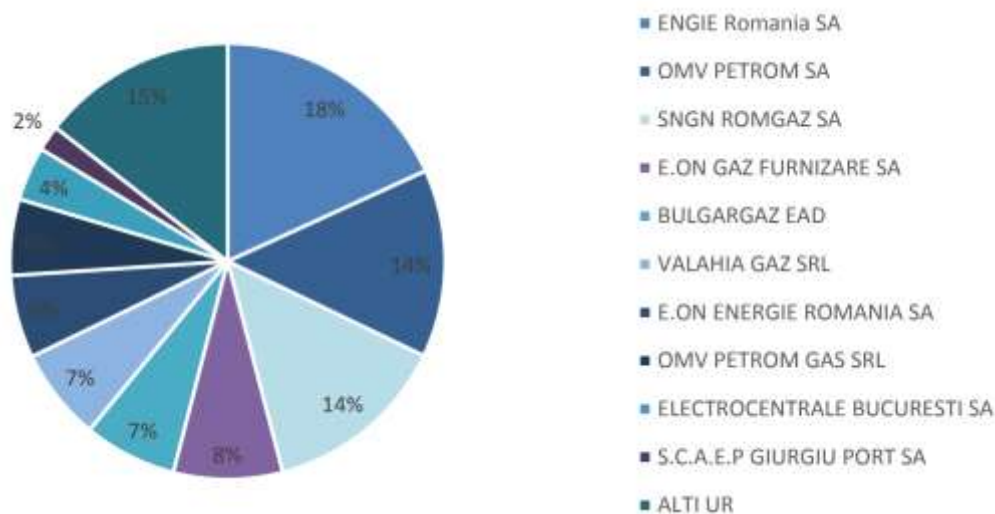
Transgaz a fost infiintata tot in anul 2000, fiind desprinsa din Romgaz, in acelasi timp fiind separate si distributia si furnizarea gazelor naturale, prin infiintarea Distrigaz Sud si Distrigaz Nord. Compania opereaza reseaua nationala de transport al gazelor naturale, principalul obiect de activitate fiind transportul intern intre producatori, pe de o parte, si distribuitori si consumatori directi, de cealalta parte. Un alt segment de activitate este transportul international, acesta fiind insa in declin dupa ce Gazprom a renuntat la tranzitul catre Bulgaria prin conducta Isaccea 2 – Negru Voda 2, iar conducta Isaccea 1 – Negru Voda 1 a fost conectata la Sistemul de Transport National, fiind folosita pentru importul de gaze.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Secretariatul General al Guvernului	43.020.309	58,69%
SIF Oltenia	243.311	2,07%
Administratori de fond (prin unul sau mai multe fonduri)		
NN Investment Partners	70.515	0,60%
BT Asset Management	38.913	0,33%
Blackrock Inc.	27.781	0,24%
Parametric Portfolio Associates	11.000	0,09%
<b>Free float total</b>	<b>4.885.004</b>	<b>41,49%</b>

Sursa: Equity RT, BVV

La fel ca si in cazul Transelectrica, veniturile companiei sunt reglementate de ANRE prin intermediul tarifelor de transport pe care compania are dreptul sa le perceapa de la clienti. Tot ca si in cazul Transelectrica, exista si activitati cu profit zero, in cazul Transgaz fiind vorba de piata de echilibrare si de activitatea de constructii. Diferenta este ca la Transgaz veniturile sunt de fiecare data egale cu cheltuielile pentru cele doua tipuri de activitati, asa ca nu e nevoie de o atentie speciala la rezultatele financiare din acest punct de vedere.

### Principalii utilizatori ai sistemului de transport al gazelor naturale



Tariful reglementat pentru transportul gazelor naturale este impartit in doua componente, una volumetrica si una de rezervare de capacitate.

Sursa: Transgaz

Politica ANRE este de a creste in timp ponderea tarifului pentru rezervare de capacitate in dauna componentei volumetrice, asa ca de la un an la altul ponderea celor doua categorii de venituri in total se modifica in mod natural. Tinta este o pondere de 85% a componentei pentru rezervare de capacitate si de doar 15% pentru cea volumetrica, ea urmand sa fie atinsa prin modificari anuale de 5% ale ponderilor. In anul gazier 2019-2020 ponderea componentei volumetrice era de 25%, prin urmare modificarile sunt aproape de final, iar in curand vom putea vorbi de o stabilitate si de o comparabilitate a cifrelor de la un an la altul.

Daca in privinta tarifului volumetric situatia este simpla, acesta avand o valoare fixa (1,46 RON/MWh in anul gazier 2020-2021, in scadere de la 1,51 in anul 2019-2020), componenta de rezervare de capacitate este foarte stufoasa, existand tarife diferite, separate pentru punctele de intrare si cele de iesire din sistem, in functie de intervalul pe care este rezervata capacitatea de transport si chiar de perioada din an in care se intampla acest lucru. De exemplu, tariful trimestrial in punctele de intrare pentru perioada iulie-septembrie este de 1,39 RON/MWh/h, in timp ce tariful pentru perioada ianuarie-martie este de peste 3 ori mai mare, 4,63 RON/MWh/h. Cea mai mare diferenta este in cazul tarifelor intrazilnice, cel pentru luna ianuarie fiind de 15,89 RON/MWh/h, de aproape 6 ori mai mare decat cel pentru luna iunie, 2,68 RON/MWh/h.

In aceste conditii, estimarea veniturilor viitoare ale Transgaz este foarte dificila nu doar pentru analisti si investitori, ci si pentru companie in sine, ele fiind dependente de deciziile clientilor referitoare la intervalul pentru care aleg sa rezerve capacitatea de transport. Au fost ani in care veniturile si profitul companiei au fost mult peste estimari datorita unei ponderi mari a rezervarilor pe termen scurt, la tarife mai mari, insa nu exista niciodata o garantie ca o astfel de situatie se mentine de la un an la altul.

Rata reglementata a rentabilitatii este si in cazul Transgaz tot de 6,39%, cu un bonus de 1% pentru investitiile noi si de 2% pentru cele realizate cu accesarea fondurilor europene. In octombrie 2019, baza de active reglementate a Transgaz era de 3,2 mld. RON, rata de rentabilitate fiind la acel moment de 6,9%. Luand in calcul aceasta cifra, cu o rata de rentabilitate in jurul

a 7%, profitul net s-ar situa intre 200 si 250 mil. RON, comparativ cu 321,5 mil. RON, cat a fost profitul net TTM la 30 septembrie 2020.

Baza de active reglementate va fi influentata in mod pozitiv de finalizarea, in noiembrie 2020, a fazei 1 a proiectului BRUA (conducta Bulgaria-Romania-Ungaria-Austria), in valoare de aproape 2 mld. RON. Recunoasterea acestuia in baza de active reglementate, mai ales in conditiile in care este finantat partial din fonduri europene, va creste in mod semnificativ profitul potential al Transgaz. Totusi, e de asteptat ca acest lucru sa se intample in timp, nu dintr-o data. In primul rand, gazoductul BRUA nu are clienti in momentul de fata, deci Transgaz nu are nimic de incasat in mod direct de pe urma lui. Mai mult, e posibil sa nu fie folosit multa vreme de acum inainte, din moment ce nu exista o sursa de alimentare cu gaze pentru el. In al doilea rand, cresterea brusca a tarifului de transport intern pentru a acoperi investitia in BRUA ar crea nemulțumire, asa ca e de asteptat ca ANRE sa evite sa faca asta si sa aleaga, in schimb, o crestere treptata a tarifelor.

In luna octombrie, compania a incheiat un contract de imprumut pe 13 ani cu Banca Comerciala Romana pentru suma de 360 mil. RON, care urmeaza sa fie folosita la realizarea a doua proiecte de investitii in sistemul national de transport in zona de nord-est a tarii. Datoriile financiare erau deja in crestere, la 30 septembrie 2020 imprumuturile pe termen lung fiind de 1,19 mld. RON, in crestere de la 661 mil. RON la inceputul anului, iar cele pe termen scurt de 52,7 mil. RON, in crestere de la 2,87 mil. RON. Datoriile financiare aveau o pondere de 18,87% din activele totale, aceasta crescand la 24,36% dupa contractarea noului credit, fara sa luam in calcul alte elemente care influenteaza datoriile sau activele totale.

In decembrie, Transgaz a primit o amenda de 34,17 mil. RON de la Consiliul Concurentei pentru participarea la o serie de intelegeri anticoncurențiale intre 2009 si 2011, in ceea ce priveste constructia de conducte de transport. Reprezentantii companiei au declarat ca vor ataca in instanta decizia Consiliului Concurentei, existand pe de alta parte si un provizion constituit pentru acest risc inca din anul 2019. Asadar, amenda nu va influenta in sens negativ rezultatele financiare viitoare.

## Evolutia bursiera a actiunilor din sector

Sectorul de utilitati a avut in anul 2020 cea mai buna evolutie dintre cele trei sectoare mari de la BVB. Celelalte doua, Financiar si Energetic, au avut in medie evolutii negative pe parcursul anului, avand de suportat efectele pandemiei COVID in activitatile pe care le desfasoara.

E o situatie destul de normala, avand in vedere ca sectorul de utilitati este unul defensiv, care suporta mai usor perioadele de declin economic. Totusi, cresterile inregistrate de actiunile din acest sector listate la BVB sunt peste cele



Sursa: BVB

de pe pietele dezvoltate, pentru asta existand mai multe explicatii posibile. In primul rand, investitorii nu au avut decat un acces marginal la domenii care au avut de castigat de pe urma pandemiei (IT si, intr-o oarecare masura, medical), ceea ce a facut ca banii sa mearga intr-o proportie mai mare catre actiunile din sectorul de utilitati. In al doilea rand, existenta fondurilor de pensii private obligatorii si dimensiunea lor in raport cu piata de capital au avut efecte pozitive, acestea fiind nu doar cumparatori constanti, dar si cumparatori responsabili, interesati de actiuni solide si mai putin de speculatii si imbogatire rapida. De altfel, cumpararile constante ale fondurilor de pensii au stat cel mai probabil si la baza evolutiei mai bune a sectoarelor financiar si energetic comparativ cu actiunile similare de pe pietele mai mari. Nu in ultimul rand, rezultatele financiare ale companiilor din sector au incurajat cumparatorii, cu exceptia Transgaz, care a avut atat rezultate financiare slabe, cat si o evolutie bursiera sub media sectorului si chiar sub evolutia indicilor principali ai BVB.

La toate cele patru companii, prima parte a anului 2020 a fost marcata de scaderi puternice in perioada de inceput a pandemiei COVID, recuperate mai apoi in a doua jumatate a anului in cazul celor trei emitenti din domeniul energiei electrice. Graficele individuale alaturate

nu includ dividendele, asa ca ele sunt influentate de randamentul dividendului pentru fiecare emitent in parte. In cazul Nuclearelectrica vedem o „cocoasa” la jumatatea anului, determinata de faptul ca randamentul dividendului a fost cel mai mare din sector, 10,27%. La polul opus, Transelectrica a avut un randament al dividendului de doar 2,71%, rezultatul fiind un grafic pe care nu se distinge in niciun fel reactia pretului la trecerea datei de inregistrare.

Singurul emitent care nu a reusit sa recupereze integral scaderea cauzata de debutul pandemiei a fost Transgaz, rezultatele financiare slabe ale transportatorului de gaze naturale facand ca in a doua jumatate a anului evolutia pretului actiunilor sa fie una laterala. Am putea gasi niste motive pentru evolutia actiunilor si in structura actionariatului, expusa mai sus, la

## Electrica



## Transelectrica





descrierea fiecarui emitent. La Nuclearelectrica avem un free float foarte mic, din care aproape o treime este reprezentata de actiunile detinute de Fondul Proprietatea. Free float-ul real este asadar putin peste 10%, la o companie care nu are in niciun caz dimensiunea OMV Petrom. Atunci cand interesul este unul crescut ne putem astepta la aprecieri mai mari ale pretului actiunilor, fiind putini vanzatori si multi cumparatori interesati. Electrica, acolo unde free float-ul este cel mai mare, a atras si cei mai multi investitori institutionali, cu ponderi de peste 5% pentru doua dintre fondurile de pensii private locale. De asemenea, a atras si investitori cum ar fi Paval Holding si BERD, cu detineri pe termen lung, la fel ca si fondurile de pensii. Interesul mare al investorilor institutionali si corporativi aduce o stabilitate mai mare decat in cazul Nuclearelectrica. Transelectrica si Transgaz au free float asemanator, unul destul de mare, de peste 40%, insa nu au aceeasi concentrare a detinerilor ca in cazul Electrica. Diferenta principala intre cele doua este prezenta Paval Holding si a Dedeman in actionariatul Transelectrica, cu peste 6% din actiuni. De asemenea, SIF Oltenia are o pondere ceva mai mare, de 3,7% la Transelectrica si doar 2% la Transgaz. Prezenta fondurilor de investitii este mult mai mica decat la Electrica, iar fondurile de pensii au la randul lor detineri destul de mici. Nu putem vorbi nici despre o prezenta mai mare a investorilor individuali, raportul intre persoanele juridice si cele fizice fiind la Transgaz de

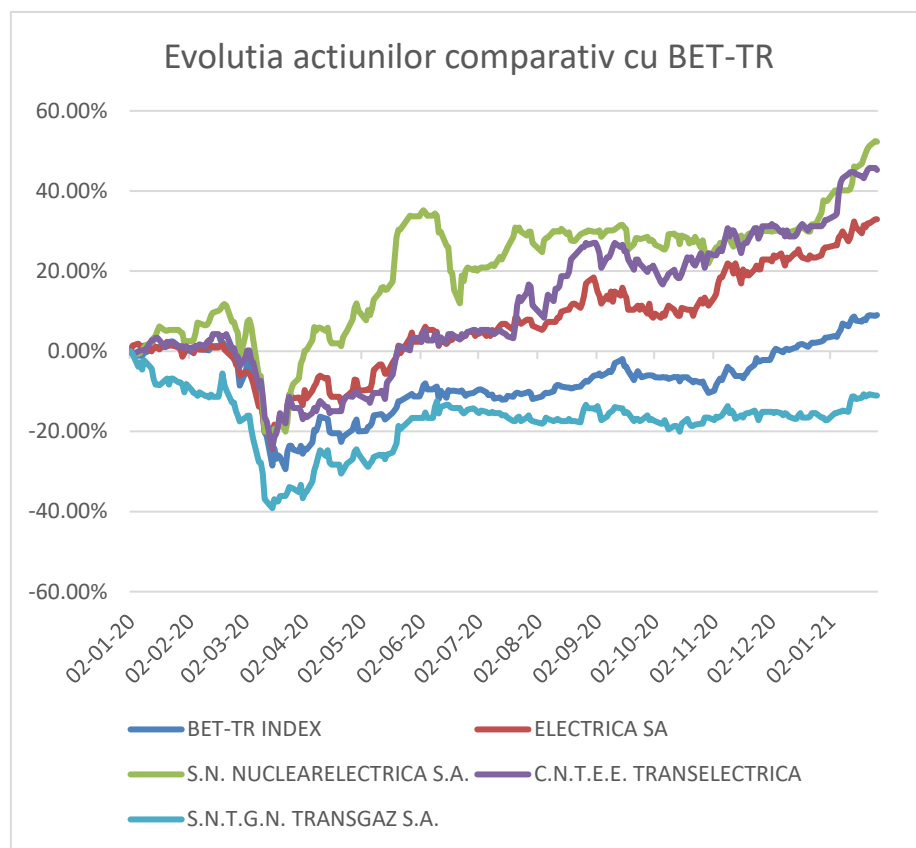
circa 4 la 1, potrivit raportului anual pe 2019. Cel mai probabil e vorba

doar de o dispersie mai mare a actionarilor, ceea ce duce la un free float real mai mare si poate micșora avantajul pe care il au alte companii la care interesul investorilor institutionali mari este mai crescut, asa cum este cazul Electrica. E adevarat

## Transgaz



Sursa: BVB

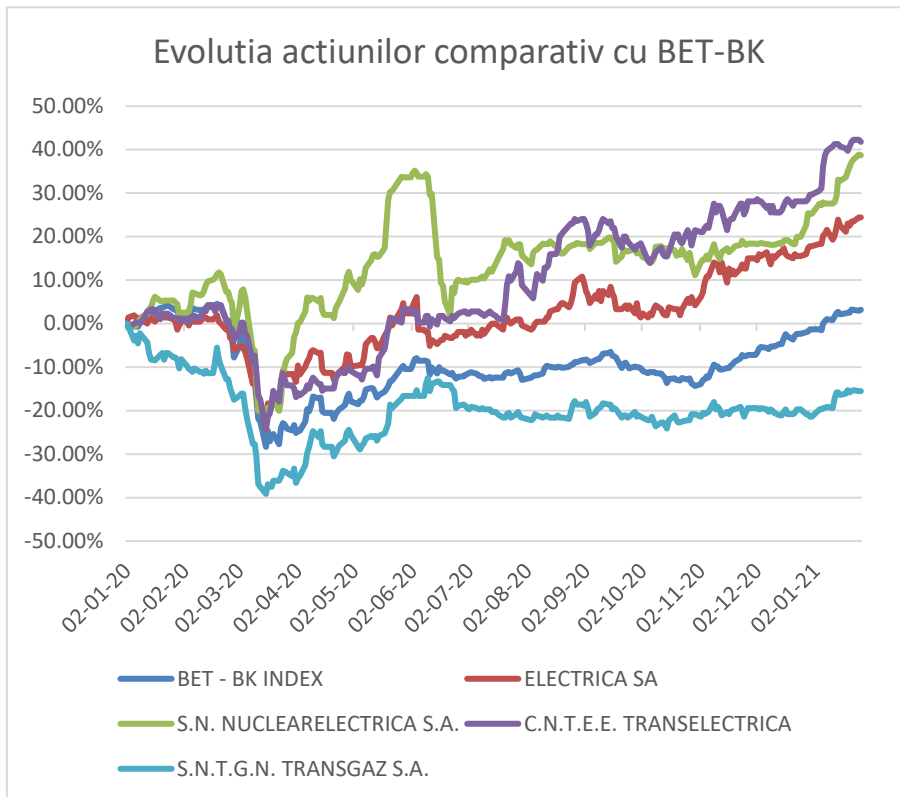


Sursa: Equity RT

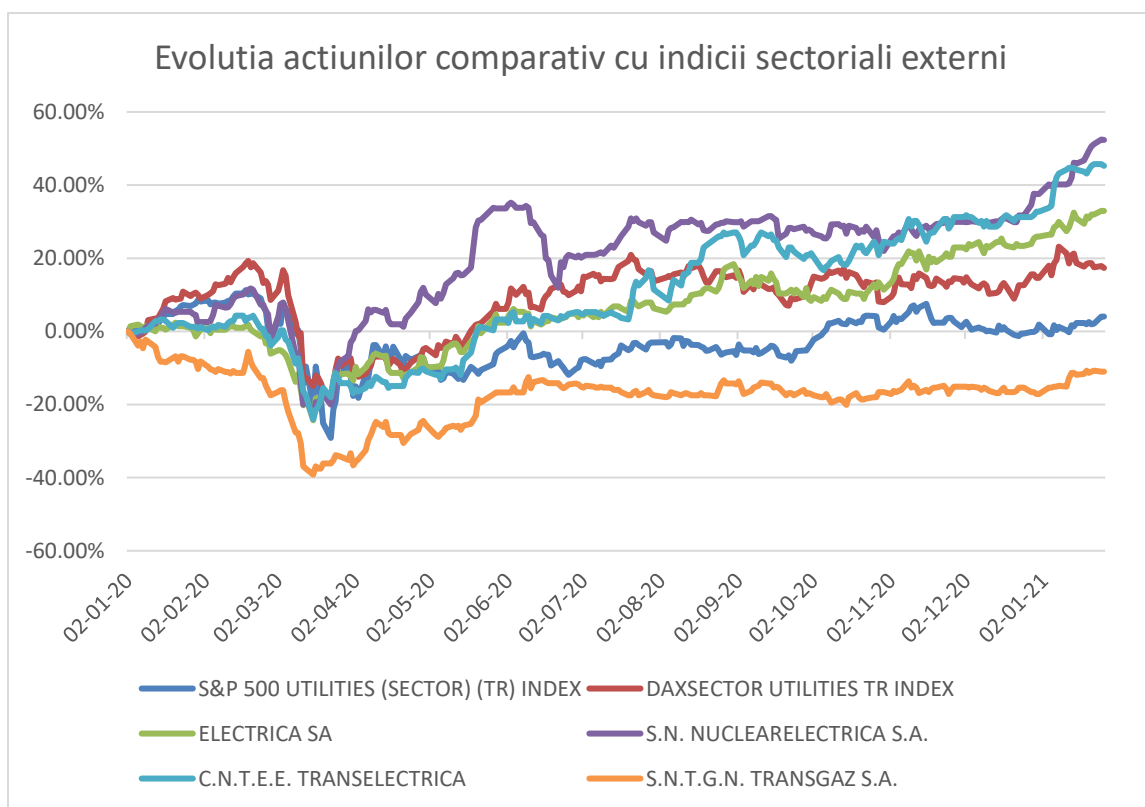
ca exista si reversul medaliei, iar revenirea la rezultate financiare bune ar putea aprecia actiunile mai mult decat la alti emitenti.

Asa cum am spus si mai sus, comparativ cu restul pietei, actiunile din sectorul de utilitati au avut evolutii foarte bune, asa cum se poate vedea si din graficul alaturat. Evolutia include si dividendele, iar indicele folosit pentru comparatie este BET-TR, care la randul sau include dividendele emitentilor care il compun. Nuclearelectrica, Transelectrica si Electrica au avut evolutii mult peste cele ale indicelui, cu primele doua chiar peste pragul de 40%. Transgaz a fost la polul opus, fiind la coada clasamentului nu doar in sector, ci si per ansamblul pietei, cu o scadere de 11% cu dividendele incluse intre 2 ianuarie 2020 si 26 ianuarie 2021. Situatiile au fost aceleasi si daca facem comparatia cu indicele BET-BK, acesta neincluzand

dividendele, inasa avand o reprezentativitate mai mare la nivelul pietei. De asemenea, comparatia cu indicii sectoriali relevanti din SUA si Germania arata o situatie asemanatoare, diferenta principala fiind ca acestia au avut o crestere ceva mai mare comparativ cu BET-TR sau BET-BK. Este vorba de indici Total Return, prin urmare atat emitentii, cat si indicii includ dividendele repartizate pe parcursul anului 2020.



Sursa: Equity RT



Sursa: Equity RT

## Rezultate financiare

### Nuclearelectrica (SNN)

Indicator (RON)	T3 2020	T3 2019	Evolutie T3	9 luni 2020	9 luni 2019	Evolutie 9 luni
<b>Venituri vanzare energie</b>	<b>574.153.486</b>	<b>589.617.655</b>	<b>-2,62%</b>	<b>1.731.672.957</b>	<b>1.771.355.753</b>	<b>-2,24%</b>
Alte venituri	17.203.540	8.966.804	<b>91,86%</b>	35.520.874	29.984.766	<b>18,46%</b>
Depreciere si amortizare	130.508.099	140.709.447	<b>-7,25%</b>	408.763.469	415.581.760	<b>-1,64%</b>
Cheltuieli cu personalul	107.640.056	118.031.493	<b>-8,80%</b>	326.171.173	351.811.855	<b>-7,29%</b>
Cost energie achizitionata	41.188.984	41.004.170	<b>0,45%</b>	51.553.165	83.205.926	<b>-38,04%</b>
Reparatii si mentenanta	24.722.887	16.231.487	<b>52,31%</b>	46.849.121	47.835.143	<b>-2,06%</b>
Cheltuieli piese de schimb	5.135.073	2.666.005	<b>92,61%</b>	13.437.295	12.440.587	<b>8,01%</b>
Cost combustibil nuclear	31.494.662	27.695.417	<b>13,72%</b>	96.084.383	78.601.369	<b>22,24%</b>
Alte cheltuieli exploatare	101.547.062	95.749.735	<b>6,05%</b>	286.605.701	291.181.794	<b>-1,57%</b>
<b>Total cheltuieli exploatare</b>	<b>445.077.534</b>	<b>445.161.591</b>	<b>-0,02%</b>	<b>1.239.452.960</b>	<b>1.289.536.081</b>	<b>-3,88%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>149.120.203</b>	<b>156.496.705</b>	<b>-4,71%</b>	<b>537.729.524</b>	<b>520.682.085</b>	<b>3,27%</b>
Rezultat financiar net	10.295.155	-641.214	<b>-1705,57%</b>	34.904.079	-4.703.970	<b>-842,01%</b>
Impozit pe profit	-24.948.550	-30.571.152	<b>-18,39%</b>	-94.944.348	-100.032.477	<b>-5,09%</b>
<b>Profit net</b>	<b>134.466.808</b>	<b>125.284.339</b>	<b>7,33%</b>	<b>477.689.255</b>	<b>415.945.638</b>	<b>14,84%</b>

### Defalcarea vanzarilor

Indicator (RON)	T3 2020	T3 2019	Evolutie T3	9 luni 2020	9 luni 2019	Evolutie 9 luni
Vanzari piata reglementata	72.107.523	104.041.019	-30,69%	276.924.697	105.189.832	163,26%
Vanzari piata libera	501.812.657	485.349.372	3,39%	1.450.746.912	1.661.272.463	-12,67%
Cantitate piata reglementata (MWh)	394.822	552.440	-28,53%	1.481.558	558.540	165,26%
Cantitate piata libera (MWh)	1.963.594	2.152.809	-8,79%	6.408.101	7.244.206	-11,54%
<b>Cantitate totala (MWh)</b>	<b>2.358.416</b>	<b>2.705.249</b>	<b>-12,82%</b>	<b>7.889.659</b>	<b>7.802.746</b>	<b>1,11%</b>
Pret mediu piata reglementata	182,63	188,33	-3,03%	186,91	188,33	-0,75%
Pret mediu piata libera	255,56	225,45	13,36%	226,39	229,32	-1,28%
<b>Pret mediu total</b>	<b>243,35</b>	<b>217,87</b>	<b>11,70%</b>	<b>218,98</b>	<b>226,39</b>	<b>-3,27%</b>

Nuclearelectrica a reusit sa obtina si in T3 un profit in crestere, chiar daca aceasta a fost ceva mai lenta decat in primele sase luni ale anului. Profitul companiei a crescut cu 7,33%, de la 125,28 mil. RON in T3 2019 la 134,47 mil. RON in T3 2020, dupa ce in primul semestru crescuse cu 18,08%. Cresterea de profit nu a venit din activitatea de baza, ci in principal din trecerea pe plus a rezultatului financiar net, 10,29 mil. RON, fata de o pierdere de 641 mii RON in perioada similara a anului trecut. De asemenea, cheltuiala cu impozitul pe profit a scazut cu 5,6 mil. RON in aceeași perioada, contribuind la randul sau la profitul net in crestere usoara obtinut de producatorul de energie.

Veniturile din vanzarea energiei electrice, activitatea principala a companiei, au scazut in T3 cu 2,62%, de la 589,6 mil. RON la 574,15 mil. RON, o scadere asemanatoare cu cea inregistrata si in primele sase luni ale anului. Spre deosebire de prima parte a anului inasa, factorii care au influentat evolutia veniturilor au fost un pic diferiti. In primul rand, in aproape jumatate din cele trei luni, Unitatea 1 a centralei de la Cernavoda a fost oprita programat, ceea ce s-a reflectat intr-o scadere cu 12,82% a cantitatii de energie electrica vanduta in total pe piata libera si pe cea reglementata. Pe de alta parte, compania a beneficiat de un context favorabil pe piata libera, acolo unde pretul mediu al energiei electrice a urcat cu 13,36%, de la 225,45 RON/MWh in T3 2019 la 255,56 RON/MWh in T3 2020. Acest lucru a facut ca per total sa ajunga la o crestere de 3,39% a vanzarilor de energie pe piata libera, in ciuda scaderii cu 8,79% a cantitatii pe aceasta piata. Pe piata reglementata a scazut atat cantitatea vanduta, cat si pretul mediu, acesta din urma ajungand de la 188,33 la 182,63 RON/MWh. Ponderele cantitatii vandute pe piata reglementata a scazut usor la randul sau, de la circa 20% la aproape 17%, un lucru pozitiv, tinand cont de diferenta destul de mare dintre preturile de vanzare.

Cheltuielile operationale totale au fost aproape neschimbate la nivel trimestrial, dupa ce in S1 avusesera o scadere de aproape 6%. In aceste conditii, rezultatul operational din T3 a scazut cu 4,71%, tras in jos de scaderea veniturilor din vanzarea energiei electrice, dupa o crestere de aproape 7% in primele sase luni ale anului. La capitolul scaderi de cheltuieli ies in evidenta cele cu deprecierea si amortizarea, ambele de circa 10 mil. RON, cheltuieli mai mari fiind inregistrate in zona de mentenanta si reparatii, +8,5 mil. RON.

Rezultatul financiar care a influentat in cele din urma si profitul net a venit mai degraba dintr-un efect de baza, in T3 2019 fiind inregistrate pierderi de 9,7 mil. RON din diferente nefavorabile de curs valutar, in timp ce in acest an pierderile au fost mult mai mici, de doar 173 mii RON. Veniturile nete din dobanzi au avut la randul lor o evolutie pozitiva, ajungand de la 9,1 mil. RON la 10,5 mil. RON in aceeasi perioada.

## Electrica (EL)

Indicator (RON)	T3 2020	T3 2019	Evolutie T3	9 luni 2020	9 luni 2019	Evolutie 9 luni
<b>Venituri</b>	<b>1.576.502.000</b>	<b>1.506.278.000</b>	<b>4,66%</b>	<b>4.776.487.000</b>	<b>4.607.483.000</b>	<b>3,67%</b>
Alte venituri din exploatare	45.816.000	36.961.000	<b>23,96%</b>	118.377.000	115.752.000	<b>2,27%</b>
Energie electrica si gaze achizitionate	-962.083.000	-886.951.000	<b>8,47%</b>	-2.774.216.000	-2.830.667.000	<b>-1,99%</b>
Cheltuieli constructie retele electrice	-134.671.000	-164.127.000	<b>-17,95%</b>	-494.769.000	-515.192.000	<b>-3,96%</b>
Cheltuieli cu personalul	-189.480.000	-173.748.000	<b>9,05%</b>	-565.495.000	-484.889.000	<b>16,62%</b>
Reparatii, intretinere si materiale	-22.297.000	-23.654.000	<b>-5,74%</b>	-70.136.000	-70.933.000	<b>-1,12%</b>
Depreciere si amortizare	-120.017.000	-117.473.000	<b>2,17%</b>	-367.218.000	-358.362.000	<b>2,47%</b>
Reluare ajustari depreciere creante	69.776.000	1.381.000	<b>4952,57%</b>	69.776.000	1.381.000	<b>4952,57%</b>
Alte cheltuieli de exploatare	-45.118.000	-108.780.000	<b>-58,52%</b>	-237.111.000	-270.921.000	<b>-12,48%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>223.997.000</b>	<b>69.887.000</b>	<b>220,51%</b>	<b>461.264.000</b>	<b>193.652.000</b>	<b>138,19%</b>
Rezultat financiar net	-3.104.000	-13.000	<b>23776,92%</b>	-10.616.000	938.000	<b>-1231,77%</b>
Impozit pe profit	-14.253.000	-17.764.000	<b>-19,76%</b>	-54.482.000	-33.694.000	<b>61,70%</b>
<b>Profit net</b>	<b>206.640.000</b>	<b>52.110.000</b>	<b>296,55%</b>	<b>396.166.000</b>	<b>160.896.000</b>	<b>146,22%</b>

Grupul Electrica si-a marit de aproape 4 ori profitul net in al treilea trimestru al anului, de la 52,11 mil. RON in T3 2019 pana la 206,64 mil. RON (+296,55%). In total, pe primele noua luni din 2020 profitul a crescut cu 146,22%, fata de o crestere de 74,22%, destul de mare oricum, la sase luni. Motivul acestei cresteri nu a avut insa legatura cu activitatea principala a grupului, ci cu niste elemente nerecurente din contul de profit si pierdere.

Din cresterea de 154,53 mil. RON a profitului operational, 68,4 mil. RON provin din reversarea unor ajustari de depreciere pentru creante, despre care in raportarile financiare se precizeaza ca au legatura cu TVA neincasat in legatura cu creanta fata de Oltchim. Alte 63,7 mil. RON provin din diferentele inregistrate de „Alte cheltuieli operationale”. Aici e imposibil de gasit motivul exact in raportarea financiara, singurul lucru care pare sa reiasa de acolo fiind faptul ca o parte din diferenta are legatura cu segmentul de distributie.

Veniturile din activitatea de baza au crescut la nivel trimestrial cu doar 4,66%, de la 1,51 mld. RON la 1,58 mld. RON, sau 70,2 mil. RON in termeni absoluti, la care se adauga o crestere de 8,86 mil. RON pentru pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, care contine in cea mai mare parte venituri din chirii. Cresterea veniturilor din activitatea de baza a fost acoperita complet de cresterea de 75 mil. RON (+8,47%) a cheltuielilor cu energia electrica si gazele achizitionate. In primele sase luni ale anului aceste cheltuieli erau in scadere cu 6,77%, insa, asa cum se poate observa din datele publicate de Nuclearelectrica, pretul mediu al energiei electrice pe piata libera a crescut in T3, ceea ce s-a resimtit in rezultatele Electrica. Alte cheltuieli care au avut o crestere semnificativa au fost cele cu personalul, +9,05%, sau 15,7 mil. RON in valoare absoluta. Oricum, cresterea a fost una modesta fata de cea din primele sase luni ale anului, de nu mai putin de 20,85%.

Rezultatul operational a avut o evolutie asemanatoare cu cea a rezultatului net, avand o crestere trimestriala de 154,1 mil. RON, de la 69,89 mil. RON pana la 224 mil. RON. In termeni procentuali cresterea a fost ceva mai mica, de 220,51%. Daca excludem venitul din reversarea de provizioane si scaderea misterioasa a altor cheltuieli de exploatare ramanem cu un profit operational de 22 mil. RON, cu aproape 70% mai mic decat cel din T3 2019.

Valoarea foarte apropiata a profitului net si a celui operational a rezultat dupa ce rezultatul financiar net si impozitul pe profit au avut evolutii de valoare apropiata, insa in sensuri opuse. In primul caz, rezultatul financiar negativ a urcat de la 13 mii RON la 3,1 mil. RON, in timp ce in al doilea caz impozitul pe profit a scazut de la 17,76 mil. RON la 14,25 mil. RON, compania ajungand la o rata de impozitare efectiva de doar 6,45% in T3 2020, fata de o alta extrema, 25,42% in T3 2019.

## Transelectrica (TEL)

Indicator (RON)	T3 2020	T3 2019	Evolutie T3	9 luni 2020	9 luni 2019	Evolutie 9 luni
<b>Venituri serviciu transport</b>	<b>251.527.376</b>	<b>257.018.803</b>	<b>-2,14%</b>	<b>758.784.929</b>	<b>809.156.043</b>	<b>-6,23%</b>
Venituri servicii de sistem	193.159.389	202.352.607	<b>-4,54%</b>	585.627.967	530.109.314	<b>10,47%</b>
- din care servicii de sistem tehnologice	158.574.455	174.972.384	<b>-9,37%</b>	501.949.769	470.458.939	<b>6,69%</b>
Venituri piata de echilibrare	119.967.963	125.435.228	<b>-4,36%</b>	286.031.513	405.364.762	<b>-29,44%</b>
Alte venituri	9.084.358	14.367.244	<b>-36,77%</b>	33.255.944	38.541.535	<b>-13,71%</b>
<b>Total venituri</b>	<b>573.739.086</b>	<b>599.173.882</b>	<b>-4,24%</b>	<b>2.165.650.122</b>	<b>2.253.630.593</b>	<b>-6,70%</b>
Cheltuieli operare sistem	-74.863.789	-88.301.190	<b>-15,22%</b>	-217.761.193	-268.117.622	<b>-18,78%</b>
Cheltuieli piata de echilibrare	-119.967.963	-125.435.228	<b>-4,36%</b>	-286.031.513	-405.364.762	<b>-29,44%</b>
Cheltuieli servicii de sistem tehnologice	-123.344.908	-143.681.857	<b>-14,15%</b>	-421.560.525	-496.812.381	<b>-15,15%</b>
Amortizare	-66.198.885	-67.968.813	<b>-2,60%</b>	-202.310.973	-209.971.449	<b>-3,65%</b>



Cheltuieli cu personalul	-67.823.710	-55.606.878	<b>21,97%</b>	-176.151.210	-158.484.470	<b>11,15%</b>
Reparatii si mentenanta	-21.748.237	-36.177.612	<b>-39,88%</b>	-66.057.252	-72.854.302	<b>-9,33%</b>
Materiale si consumabile	-2.362.864	-1.807.586	<b>30,72%</b>	-5.743.181	-5.184.717	<b>10,77%</b>
Alte cheltuieli de exploatare	-35.899.847	-38.237.587	<b>-6,11%</b>	-89.043.369	-77.208.581	<b>15,33%</b>
<b>Total cheltuieli de exploatare</b>	<b>-512.210.203</b>	<b>-557.216.751</b>	<b>-8,08%</b>	<b>-1.464.659.216</b>	<b>-1.693.998.284</b>	<b>-13,54%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>53.899.558</b>	<b>49.589.456</b>	<b>8,69%</b>	<b>199.041.137</b>	<b>89.173.370</b>	<b>123,21%</b>
Rezultat financiar net	-125.913	-1.846.228	<b>-93,18%</b>	-2.030.659	-6.266.983	<b>-67,60%</b>
Impozit pe profit	-16.908.021	-4.371.682	<b>286,76%</b>	-44.637.474	-9.309.988	<b>379,46%</b>
<b>Profit net</b>	<b>36.865.624</b>	<b>43.371.546</b>	<b>-15,00%</b>	<b>152.373.004</b>	<b>73.596.399</b>	<b>107,04%</b>

Trimestrul 3 a fost mai slab decat prima jumatate a anului pentru Transelectrica, profitul net al perioadei fiind cu 15% mai mic decat cel din T3 2019, in scadere de la 43,37 mil. RON pana la 36,86 mil. RON. Comparativ, in primele sase luni profitul net avusese o crestere spectaculoasa, de 282,16%, beneficiind, e drept, si de un efect de baza dupa un an 2019 destul de slab. Scaderea profitului nu a venit din activitatea propriu-zisa a companiei, ci din cheltuiala mult mai mare cu impozitul pe profit, o diferenta de 12,54 mil. RON (+286,76%) la nivel trimestrial. Cresterea impozitului pe profit fusese chiar mai mare in primele sase luni, insa atunci nu a influentat in mod substantial rezultatul net, acesta fiind oricum foarte mare.

Rezultatul operational din T3 2020 a urcat cu 8,69% fata de perioada similara a anului trecut, de la 49,59 mil. RON la 53,9 mil. RON, fiind ajutat in principal de scaderea cheltuielilor. La fel ca si in primele sase luni, veniturile totale au continuat sa scada, chiar daca intr-un ritm ceva mai lent, -4,24% in T3 fata de -7,94% in S1. In cazul Transelectrica este important de facut distinctia intre veniturile si cheltuielile din activitati cu profit permis si cele din activitati „zero profit”, asa cum sunt piata de echilibrare si serviciile de sistem tehnologice. Daca pe piata de echilibrare sumele sunt refacturate imediat, iar in situatiile financiare apar venituri si cheltuieli egale din aceasta activitate, rezultatele pozitive sau negative ale serviciilor de sistem tehnologice se compenseaza ulterior prin tarife. Cresterea consistenta a profitului in S1 2020 a fost determinata aproape integral de profitul obtinut din servicii de sistem. In S1 2020 acesta a totalizat 45,16 mil. RON, dupa ce in S1 2019 fusese inregistrata o pierdere de 57,64 mil. RON pe acelasi segment. O diferenta de 102,8 mil. RON, fata de o diferenta de 105,56 mil. RON a profitului operational in aceeasi perioada.

Veniturile totale din serviciul de transport au scazut cu 2,14% la nivel trimestrial, dupa ce si in S1 scazusera cu 8,13%. In T3 scaderea a fost generata pe de o parte de scaderea usoara a cantitatii de energie electrica transportata, si pe de alta parte de scaderea veniturilor din alocarea capacitatii de interconexiune. Cheltuielile operationale au inregistrat la randul lor in cea mai mare parte scaderi, cu exceptia notabila a cheltuielilor cu personalul, in crestere cu 22%. Exceptand cheltuielile cu activitati „zero profit”, ies in evidenta scaderile cheltuielilor cu operarea sistemului si cele cu reparatiile si mentenanta, -13,4 mil. RON, respectiv -14,4 mil. RON. Din profitul operational de 53,9 mil. RON din T3, 35 mil. RON reprezinta profitul din servicii de sistem tehnologice. La fel ca si in prima jumatate a anului, diferenta de profit operational este acoperita aproape integral de profitul mai mare din aceasta activitate, in T3 2019 fiind obtinut un plus de 31,29 mil. RON.

Faptul ca profitul suplimentar obtinut in 2020 de Transelectrica vine dintr-o activitate „zero profit” se va reflecta in rezultatele din T4 sau de anul viitor, pe masura ce tarifele mai mici vor duce la pierderi pe acest segment. In prima jumatate a lui 2019 tariful era la 10,44 RON/MWh, dupa care a crescut pana la 13,05 pentru a acoperi pierderile din S1 2019 (la finalul lui 2019 ramasese totusi o pierdere de 22,37 mil. RON), iar de la 1 iulie 2020 este 11,96, pentru a trage din nou spre zero rezultatul total.

Am putea vedea, totusi, o crestere in zona tarifelor pentru activitati cu profit permis, daca avem in vedere ca ROE este in acest moment la circa 5%, sub nivelul la care a fost de-a lungul timpului. Bineinteles ca ROE nu este raportat la baza de active reglementate, asa cum se intampla cu rentabilitatea luata in calcul pentru stabilirea tarifelor, insa directia e de obicei aceeaasi.

### Transgaz (TGN)

Indicator (RON)	T3 2020	T3 2019	Evolutie T3	9 luni 2020	9 luni 2019	Evolutie 9 luni
Venituri transport intern	200.502.868	209.160.843	-4,14%	878.326.912	791.477.564	10,97%
Venituri transport international	27.846.851	85.072.935	-67,27%	87.077.386	255.503.605	-65,92%
<b>Total transport gaze</b>	<b>228.349.719</b>	<b>294.233.778</b>	<b>-22,39%</b>	<b>965.404.298</b>	<b>1.046.981.169</b>	<b>-7,79%</b>
Alte venituri	18.972.093	16.285.050	16,50%	40.946.321	38.531.465	6,27%
Amortizare	-63.714.955	-48.390.886	31,67%	-168.593.438	-145.169.327	16,14%
Cheltuieli cu personalul	-111.806.582	-107.600.572	3,91%	-318.713.069	-296.603.771	7,45%
Consum gaze, materiale si consumabile	-24.197.165	-21.753.281	11,23%	-74.193.388	-80.734.698	-8,10%
Cheltuieli cu redevente	-22.835.106	-28.676.731	-20,37%	-96.540.565	-103.951.471	-7,13%
Intretinere si transport	-7.749.029	-8.429.385	-8,07%	-17.030.948	-19.206.465	-11,33%
Impozite si alte sume datorate statului	-21.912.564	-31.674.049	-30,82%	-53.906.808	-79.700.009	-32,36%
Venituri provizioane	-3.997.505	-3.707.233	7,83%	3.865.221	4.288.653	-9,87%
Alte cheltuieli de exploatare	-22.529.508	-30.731.749	-26,69%	-70.701.044	-119.919.649	-41,04%
<b>Rezultat operational</b>	<b>-31.420.602</b>	<b>28.554.942</b>	<b>-210,04%</b>	<b>210.536.580</b>	<b>244.515.897</b>	<b>-13,90%</b>
Rezultat financiar net	2.501.695	4.015.296	-37,70%	37.690.277	20.780.711	81,37%
Impozit pe profit	2.547.180	-4.382.652	-158,12%	-43.430.466	-40.608.088	6,95%
<b>Profit net</b>	<b>-26.371.727</b>	<b>29.187.586</b>	<b>-190,35%</b>	<b>204.796.391</b>	<b>224.688.520</b>	<b>-8,85%</b>

Rezultatele Transgaz au continuat sa fie afectate de incetarea contractului cu Gazprom pentru conducta Isaccea 2 – Negru Voda 2, veniturile din serviciile de transport international fiind mai mici cu 57,23 mil. RON la nivel trimestrial (-67,27%). Asa cum era de asteptat, scaderea veniturilor din transportul international s-a manifestat relativ constant pe parcursul anului, in primul semestru ea fiind de 65,25%. In T3, insa, ea nu a mai fost compensata de evolutia mai buna a veniturilor de pe piata interna, iar rezultatul a fost o pierdere trimestriala neta de 26,37 mil. RON, comparativ cu un profit net de 29,19 mil. RON in T3 2019.

Veniturile din transportul intern au inregistrat si ele o evolutie negativa in al treilea trimestru al anului comparativ cu perioada similara din 2019, ajungand de la 209,16 mil. RON pana la 200,5 mil. RON (-4,14%), dupa ce in primele sase luni ale anului acestea aveau o crestere de 16,40%. Scaderea a venit ca urmare a reducerii tarifului de transport volumetric cu 1,03 RON/MWh fata de perioada similara din 2019 si a scaderii cantitatii de gaze facturate cu 6,18 mil. MWh (-40,5 mil. RON in total). Cei doi factori au fost contrabalansati partial de veniturile mai mari obtinute din rezervarea de capacitate (+31,8 mil. RON), determinate la randul lor de o crestere cu 0,56 RON/MWh a tarifului de rezervare de capacitate, in conditiile unei capacitati rezervate mai mici. In S1, scaderea tarifului mediu de transport volumetric a fost de doar 0,74 RON/MWh, iar cresterea tarifului de rezervare de capacitate a fost mai mare, de 0,67 RON/MWh, in conditiile in care si capacitatea rezervata a fost in usoara crestere. Din acesti factori combinati a venit diferenta intre evolutia veniturilor din serviciile de transport intern in T3 si in S1.

Veniturile totale din transportul de gaze au scazut cu 22,39% in T3, dupa ce in primele sase luni inregistrasera o scadere de doar 2,08%, influentata de cresterea veniturilor din transportul intern de gaze. La capitolul cheltuieli, amortizarea a avut cea mai mare crestere in valoare absoluta, 15,32 mil. RON (+31,67%), urmata la distanta destul de mare de cheltuielile cu personalul, 4,2 mil. RON (+3,91%). Printre scaderile de cheltuieli mai importante au fost cele cu impozite si alte sume datorate statului (-9,76 mil. RON), cele cu redevente (-5,84 mil. RON) si categoria „Alte cheltuieli de exploatare” (-8,2 mil. RON). Acestea din urma au fost influentate de o pierdere mai mica din deprecierea creantelor, diferenta adusa de aceasta fiind de 12,47 mil. RON.

Per total, cheltuielile operationale au ramas in aceeasi zona ca si in T3 2019, asa ca rezultatul operational a avut o evolutie asemanatoare celei a veniturilor: -59,98 mil. RON, de la un profit de 28,55 mil. RON in T3 2019 la o pierdere de 31,42 mil. RON in T3 2020. Trecerea pe minus a impozitului pe profit a facut ca rezultatul net sa aiba o scadere ceva mai mica decat cea a rezultatului operational, mai exact -55,56 mil. RON. Se observa ca scaderea veniturilor din transportul international acopera integral diferenta de profit net, si este aproape sa acopere si diferenta de profit operational. Fara sa luam in calcul acest element, profitul ar fi fost similar celui din perioada similara a anului trecut. La nivelul primelor noua luni din 2020 diferenta este chiar mai mare, 168,4 mil. RON in minus din transportul international, la un profit operational cu 33,98 mil. RON mai mic, ceea ce ar fi insemnat un profit cu circa 75% mai mare in lipsa acestei diferente nefavorabile.

## Indicatori financiari relevanti

Indicator	SNN	EL	TEL	TGN
<b>Indicatori de profitabilitate</b>				
ROE	8,16%	7,87%	5,15%	8,60%
ROA	6,84%	5,71%	3,60%	5,48%
EBITDA TTM (mil. RON)	1.670,34	1.106,51	503,24	711,99
Marja EBITDA	71,41%	17,16%	27,52%	24,87%
Marja operationala	47,95%	9,57%	12,69%	17,29%
Marja neta	25,53%	6,85%	9,16%	11,47%
Rata efectiva de impozitare	13,16%	8,33%	22,06%	18,32%
<b>Indicatori de risc</b>				
Rata lichiditate curenta	4,89	1,51	1,68	1,64
Rata lichiditate imediata	4,07	1,39	1,62	1,06
Rata lichiditate numerar	3,66	0,51	0,68	0,56
Numerar/Active totale	22,93%	6,75%	9,91%	5,11%
Gradul de indatorare total	15,51%	26,06%	28,61%	42,01%
Efectul de levier	0,18	0,35	0,40	0,72
Viteza de rotatie a activelor	0,27	0,83	0,39	0,48
Viteza de rotatie a capitalului	0,32	1,15	0,56	0,75
Durata rotatie stocuri (zile)	145,01	13,40	9,97	74,18
Durata incasare creante (zile)	29,91	50,83	138,86	44,02
Durata plata furnizori (zile)	68,27	108,25	116,23	13,17
Ciclu de conversie a numerarului (zile)	106,65	-44,02	32,60	105,03

Sursa: Equity RT

Mai sus am facut o selectie a catorva dintre indicatorii relevanti pentru emitentii analizati, impartiti in doua categorii: indicatori de profitabilitate si indicatori de risc. Indicatorii sunt calculati cu rezultatele financiare la 9 luni pe 2020, acolo unde este cazul fiind folositi indicatorii TTM (trailing twelve months – ultimele 12 luni). Cele mai importante concluzii care se pot desprinde din tabel sunt:

- Rentabilitatea capitalului propriu (ROE) si Rentabilitatea activelor totale (ROA) sunt asemanatoare la cele patru companii, un lucru deloc surprinzator, daca avem in vedere ca trei dintre ele au activitate reglementata partial sau integral de ANRE, inclusiv la nivelul rentabilitatii raportate la active. Transelectrica a ramas in urma din acest punct de vedere, iar o explicatie pentru acest lucru poate fi rata de impozitare efectiva mai mare decat la ceilalti trei emitenti.
- Electrica are cele mai mici marje de profit, dar si cea mai mica rata de impozitare efectiva. Marjele mici de profit vin in principal din segmentul de furnizare a energiei electrice, acolo unde concurenta este foarte mare, iar modelul de business propriu-zis se bazeaza chiar pe acest lucru: active imobilizate mici, volum cat mai mare si marje mici. Nu e intamplator faptul ca aproape in fiecare an vedem insolvente ale unor furnizori de energie prinsi pe picior gresit de cate o crestere de pret, pierderile neputand fi acoperite din activele acestora. Potrivit datelor din raportul anual pe 2019 al Electrica, marja EBITDA pe segmentul de distributie era de 22,16%, in timp ce segmentul de furnizare avea o marja EBITDA de doar 2,9%. Pe de alta parte, segmentul de furnizare contribuie intr-o masura mai mare la ROE si ROA, neavand nevoie de active totale sau capitaluri proprii mari pentru a functiona. Per total se formeaza un echilibru intre profitabilitate si stabilitate financiara pe care alte companii din sector nu il au.
- Nuclearelectrica este la polul opus, cu cele mai mari marje de profit, la distanta mare de ceilalti trei emitenti, mai ales in privinta marjelor operationale, incluzand-o aici si pe cea a EBITDA. Marjele mari de profit au legatura cu modelul de business al companiei, valabil la modul general pentru o centrala nucleara. Asa cum spuneam mai sus, la descrierea companiei, o centrala nucleara presupune o investitie initiala foarte mare, recuperata in timp din costul mai mic al combustibilului nuclear, comparativ cu sursele fosile cum ar fi gazul sau carbunii. In cazul centralei de la Cernavoda aceasta diferenta este si mai mare, pentru ca tehnologia se bazeaza pe utilizarea uraniului neimbogatit, mai ieftin decat cel folosit de majoritatea centralelor la nivel mondial. Facand o comparatie, Nuclearelectrica e ca o masina electrica, vanduta la un pret mai mare decat una pe benzina sau motorina, dar care ulterior necesita sume infime pentru alimentarea cu curent. Investitia initiala foarte mare face ca rentabilitatea companiei sa nu fie mai mare decat a celorlalte din sector, in ciuda marjelor mult mai mari de profit.
- Transelectrica si Transgaz au cele mai mari marje de impozitare efectiva, la distanta destul de mare de restul, cele doua fiind supraimpozitate de Guvern pentru monopolul pe care il detin. Electrica este intr-o situatie asemanatoare pentru activitatea de distributie, insa diversificarea activitatilor sale face ca impactul sa fie mai mic.
- Tot ca urmare a modelului de business, Nuclearelectrica este de departe cea mai solida in ceea ce priveste lichiditatea si rezervele de numerar. Compania are o pondere a numerarului in totalul activelor mai mare decat Apple, recunoscuta pentru ca faptul ca obisnuieste sa stea pe un munte de bani, compania americana aflandu-se la 21,7% in raportarile financiare la 3 luni pe 2021. Ponderea mare a numerarului influenteaza si ratele de lichiditate, calculate prin raportarea activelor pe termen scurt la pasivele pe termen scurt. Nu trebuie sa intelegem de aici ca Nuclearelectrica chiar sta pe un munte de bani cu care nu are ce sa faca, pentru ca investitiile pe care le va avea de facut in retehnologizarea celor doua reactoare vor fi unele uriase, iar numerarul va pleca in cea mai mare parte in acea directie.
- Lasand la o parte situatia speciala de la Nuclearelectrica, nici celelalte trei companii nu au o situatie proasta din punct de vedere al lichiditatii, toate avand rate de lichiditate imediata supraunitare si rate de lichiditate curenta la un nivel destul de confortabil.

- Tranzgaz a ajuns la un grad total de indatorare neobisnuit de mare, raportat la obiceiurile din trecut ale companiilor de stat. Creditele contractate pentru realizarea de investitii si-au spus cuvantul, iar acum compania se apropie de 50% datorii in totalul activelor, fiind la distanta destul de mare fata de celelalte trei. Este insa si singura care a finalizat o investitie de dimensiunile BRUA. Acordarea de dividende suplimentare in anii trecuti a avut cu siguranta un efect asupra gradului de indatorare, insa deocamdata nu putem vorbi de o supraindatorare.
- Desi in acest moment Nuclearelectrica are cel mai mic grad de indatorare, re tehnologizarea Unitatii 1 de la Cernavoda o poate face sa devina de departe cea mai indatorata dintre toate. Acest lucru va depinde de varianta de finantare a proiectului, insa e greu de crezut ca finantarea nu va presupune si contractarea unor credite de mari dimensiuni, indiferent daca ele vor veni de pe piata libera, cu garantii de stat, sau printr-o schema de finantare negociata in cadrul parteneriatului recent incheiat cu Statele Unite.
- Viteza de rotatie a activelor si a capitalului propriu sunt cele mai mari in cazul Electrica, fiind vorba, din nou, de influenta activitatii de furnizare, desfasurata cu active mici. ROE si ROA pot fi calculate ca produs intre viteza de rotatie a capitalului, respectiv a activelor si marja neta de profit, prin urmare o viteza mare de rotatie si o marja mica de profit se contracareaza reciproc, avand ca rezultat o rentabilitate medie. La fel se intampla si in sens invers, cu o marja mare de profit si o viteza de rotatie mica, asa cum e cazul la Nuclearelectrica. Transelectrica si Transgaz sunt intr-o zona medie cu ambele tipuri de indicatori, avand viteze de rotatie a activelor medii si marje de profit de asemenea medii.
- Electrica sta cel mai bine si din punctul de vedere al ciclului de conversie a numerarului, numarul mediu de zile necesar pentru ca un leu in numerar sa parcurga intregul ciclu de business si sa revina in conturile companiei, cu profitul aferent. Mai exact, din leul respectiv sa fie cumparate materii prime de la furnizori, acestea sa fie procesate si tinute in stoc o perioada, vandute la un moment dat si ulterior banii din vanzare incasati. In cazul Electrica, ciclul de conversie a numerarului este negativ, ceea ce inseamna ca durata medie de plata a furnizorilor este mai mare decat perioada necesara in total pentru prelucrare, vanzare si si incasarea banilor de la clienti. Cu alte cuvinte, pana sa plateasca furnizorii pentru marfa cumparata de la ei, compania are timp sa vanda marfa, sa incaseze banii si sa ia si dobanda pentru ei pentru circa o luna de zile. Transelectrica are la randul sau un ciclu de conversie destul de mic, in timp ce Nuclearelectrica si Transgaz sunt considerabil mai sus.

## Estimare dividende aferente anului 2020

Emitent	Pret 03.02.2021	EPS estimat 2020	Rata distributie estimata	Dividend estimat	Randament brut	Randament net	Randament brut 2019
<b>SNN</b>	21,85	2,0000	90,00%	1,8000	<b>8,24%</b>	7,83%	10,27%
<b>EL</b>	13,20	0,8000	90,00%	0,7200	<b>5,45%</b>	5,18%	7,11%
<b>TEL</b>	28,40	2,2000	50,00%	1,1000	<b>3,87%</b>	3,68%	2,71%
<b>TGN</b>	308,00	26,5000	60,00%	15,9000	<b>5,16%</b>	4,90%	5,84%

Estimarile publicate de Prime Transaction la inceputul lunii decembrie arata o scadere a randamentelor medii preconizate pentru dividende, in parte ca urmare a rezultatelor financiare mai slabe ale emitentilor, influentate de pandemia de coronavirus, dar si ca urmare a cresterii cotationilor pentru emitentii pe care pandemia i-a afectat mai putin.



Cu exceptia Transgaz, emitentii din sectorul de utilitati se incadreaza in cea de-a doua categorie, avand in continuare rezultate financiare bune, dar si cresteri de pret abrupte ale actiunilor.

- In cazul Nuclearelectrica, asteptarile sunt ca societatea sa distribuie pentru al doilea an consecutiv dividende cu randament ridicat, dupa ce anul trecut a avut cel mai mare randament din indicele BET-BK. Compania a avut rezultate financiare foarte bune in primele 9 luni ale anului, iar in T4 nu ar avea de ce sa nu continue in acelasi ritm, asa ca profitul pentru 2020 va fi unul consistent si in crestere fata de anul trecut. De asemenea, in ultimii ani rata de distributie a profitului catre dividende a fost una constant ridicata, de obicei intre 90% si 100%, iar conditiile actuale, marcate de un deficit bugetar urias si de nevoia de bani a actionarului majoritar, Statul roman, ne fac sa credem ca tendinta se va mentine si din acest punct de vedere. Nuclearelectrica a avut in ultimii 3 ani in mod constant printre cele mai mari randamente ale dividendelor dintre companiile mari de la BVB, peste 10% de fiecare data. In momentul realizarii estimarii randamentul brut avut in vedere era de 10,66%, insa intre timp pretul actiunii SNN a crescut de la 16,88 RON/actiune la aproape 22 de lei, iar randamentul a scazut pana la 8,24%.
- Si la Electrica profitul pe primele 9 luni din 2020 a fost in crestere mare fata de perioada similara a anului trecut, la nivel consolidat. Totusi, dividendele sunt distribuite din profitul individual, iar acesta va veni in mod normal de-abia in anul urmator, din dividendele obtinute de la subsidiare. Neavand acces la rezultatele individuale trimestriale, marja de eroare este in acest caz una destul de mare, mai ales dupa ce in legislatie a fost introdusa si posibilitatea platii de dividende trimestriale. Asadar, exista si posibilitatea unei surprize care sa duca dividendele mai sus, insa am ales sa luam in calcul varianta mai prudenta. In ceea ce priveste ratele de distributie, intre 2017 si 2020 Electrica a distribuit profitul aproape integral catre dividende, iar in 2018 a dat si dividende suplimentare din profitul pe anul anterior. Nu avem motive sa credem ca lucurile se vor schimba, asa ca am luat in calcul o rata, prudenta de altfel, de 90% pentru 2021.
- Transelectrica a avut un randament foarte mic al dividendului din profitul pe 2019, 2,71%, iar in acest an nu ne asteptam la o imbunatatire semnificativa. Profitul nu este atat de mare incat sa permita distribuirea unor dividende mari, iar o mare parte din el vine oricum din activitati cu profit zero, deci ar fi putin probabil sa fie distribuit ca dividend. Despre dividende din rezerve e de asemenea foarte putin probabil sa mai vorbim in acest an, mai ales daca privim inapoi la istoricul Transelectrica, in 2019 fiind preferata renuntarea la dividende, in conditiile unui profit anual mic obtinut in anul anterior.
- La Transgaz, profitul nu mai este la acelasi nivel ca in anii trecuti, fiind cu aproape 50% mai mic decat nivelul de varf inregistrat in anul 2017. Profitul net a continuat sa scada si in 2020, asa ca posibilitatile de a da dividende se vor diminua si mai mult. Compania a avut si in 2020 un randament mic al dividendelor, sub 6%, dupa ce in trecut era in mod constant in partea de sus a topului. Transgaz a distribuit dividende cu randament peste 10% in 5 din cei 8 ani dintre 2010 si 2017, minimul fiind de 7,74% in 2015. Rata de distributie a scazut considerabil, pana in jur de 50%, cel mai probabil pentru a acoperi proiecte de investitii cum ar fi BRUA. Pentru acest an am luat in calcul o rata de distributie putin mai mare, insa sub zona in care erau in trecut sau cea de la Nuclearelectrica si Electrica. Pe de o parte, Guvernul va avea nevoie de bani pentru a acoperi deficitul bugetar, iar prima faza a BRUA a fost deja finalizata. Pe de alta parte, la companiile de stat lucurile depind mult de puterea de convingere a conducerii companiilor in raport cu cei care iau decizia finala. Daca in 2020, in mijlocul pandemiei, acestia i-au putut convinge pe decidenti sa lase bani la dispozitia companiilor, exista posibilitatea ca si in 2021 sa se intample la fel.

## Multipli de piata – comparatie cu emitenti similari

Comparatia multiplilor de piata cu cei ai emitentilor similari poate sta la baza unor evaluari realiste pentru companiile listate la bursa, insa in cazul sectorului de utilitati din Romania acest lucru este greu spre imposibil. Motivul este structura complet diferita a pietei de utilitati fata de cele din alte tari, mai ales din Occident, dar chiar si din regiune. Pentru Nuclearelectrica si Electrica nu am putut gasi emitenti suficient de apropiati pentru a face o astfel de comparatie, companiile energetice fiind in general integrate, cu activitati combinate de productie, distributie si furnizare. De asemenea, productia este rareori impartita dupa sursa ei, iar acolo unde se intampla asa ceva companiile nu sunt listate.

Pentru Transelectrica si Transgaz exista emitenti similari, dar ei sunt foarte putini, listarea la bursa a companiilor de transport al energiei electrice si gazelor naturale fiind o practica destul de rara in Europa (spre lauda Romaniei, am putea adauga). In lipsa posibilitatii reale de a compara emitentii analizati cu altii avand acelasi model de business, am facut o comparatie cu mediana emitentilor europeni din sectoarele Regulated Electric (111 emitenti), respectiv Regulated Gas (15 emitenti). Pentru Transelectrica si Transgaz comparatia a fost facuta atat cu emitentii din sectorul extins, cat si cu cei similari identificati.

In tabelele de mai jos au fost luati in calcul 5 multipli de piata, fiind calculata diferenta intre valorile inregistrate de emitentii analizati si mediana emitentilor din sector, respectiv media emitentilor similari la TEL si TGN (fiind vorba de un numar mic de emitenti, mediana nu ar fi fost relevanta). De asemenea, au fost calculate si preturi teoretice la care s-ar putea tranzactiona actiunile in cazul in care fiecare multiplu ar fi la nivelul celui inregistrat la nivel european. Media ajustata a acestor preturi exclude valorile pe care le-am considerat extreme. Preturile si media lor ajustata nu trebuie considerate preturi tinta sau recomandari de investitii, ele sunt doar rezultatul unui calcul teoretic. Asa cum am specificat mai sus, o evaluare pe baza multiplilor de piata este si greu de facut pentru cei patru emitenti analizati, neexistand o baza de comparatie relevanta.

Fiind luate in considerare companii din toata Europa, inclusiv de pe pietele dezvoltate, multiplii sunt ceva mai mari decat cei de la bursele din regiune. Am preferat totusi aceasta varianta, pentru a avea acces la o baza de comparatie mai mare, in conditiile in care pe pietele de capital comparabile cu cea din Romania numarul de emitenti este mic, iar in unele cazuri acestia sunt de proasta calitate, neputand fi comparati in mod realist cu niste emitenti blue-chip, chiar si de pe o piata mica precum BVB.

### Nuclearelectrica (SNN)

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie ajustata
Mediana emitenti utilitati	10,77	0,95	0,54	3,91	0,96	
Nuclearelectrica	11,03	0,9	2,82	3,1	2,22	
Diferenta	2,41%	-5,26%	422,22%	-20,72%	131,25%	
Pret cu mediana emitentilor	21,3350	23,0639	4,1840	27,5592	9,4486	23,9860

Sursa: Equity RT, calcule Prime Transaction

Modelul de business al Nuclearelectrica isi pune amprenta si asupra comparatiei cu medianele multiplilor companiilor din sectorul european de utilitati. Asa cum se poate observa din tabel, SNN are multipli mult mai mari atunci cand acestia sunt raportati la vanzari (P/S si EV/Sales), in timp ce raportarea la profitul net (P/E), EBITDA (EV/EBITDA) si capitalul propriu (P/BV) are ca rezultat niste multipli mult mai apropiati de cei ai altor companii de utilitati.

Motivul principal este marja mare de profit. Desi are un indicator P/E (Price/Earnings Ratio, raportul intre pretul pe actiune si profitul pe actiune) de 11,03, intr-o zona de mijloc si pentru piata de capital din Romania, si pentru celelalte pietele europene, indicatorul P/S (Price/Sales, raportul intre pretul pe actiune si cifra de afaceri pe actiune) este de 2,82, mult peste mediana europeana si mai mult decat dublu fata de urmatorul emitent dintre cei analizati in acest raport, si anume Transgaz. Asta pentru ca acelasi profit este obtinut de Nuclearelectrica din vanzari mult mai mici, motivele fiind explicate mai sus.

Dincolo de aceasta particularitate, se observa ca multiplii SNN sunt destul de apropiati de cei ai companiilor de utilitati europene, unii dintre ei fiind chiar mai mici. Din acest punct de vedere am putea spune ca emitentul este usor subevaluat, inasa trebuie sa tinem cont si de faptul ca mediana cu care am facut comparatia ia in calcul si companii din vestul Europei, cu multipli mai mari decat cei din Romania. De asemenea, trebuie tinut cont si de relevanta limitata a comparatiei cu niste emitenti care au o gama mai larga de activitati.

### Electrica (EL)

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie ajustata
Mediana emitenti utilitati	10,77	0,95	0,54	3,91	0,96	
Electrica	10,35	0,8	0,71	4,42	0,76	
Diferenta	-3,90%	-15,79%	31,48%	13,04%	-20,83%	
Pret cu mediana emitentilor	13,7357	15,6750	10,0394	11,6769	16,6737	13,5601

La fel ca si in cazul Nuclearelectrica, multiplii Electrica sunt apropiati de cei ai companiilor de utilitati europene, distribuitorul si furnizorul de energie fiind de altfel cel mai apropiat de companiile energetice clasice, dintre cei patru analizati.

E oarecum surprinzator faptul ca multiplii raportati la vanzari, P/S si EV/Sales, dau semnale diferite, la primul Electrica are o valoare mai mare decat mediana, iar la al doilea o valoare mai mica. Explicatia cea mai plauzibila este data de structura de finantare a companiei, diferenta dintre datoriile totale si numerar fiind mai mica decat la emitentii europeni din sector. EV – Enterprise Value, este calculata ca suma intre capitalizare si datorii, din care se scade numerarul detinut, iar diferenta dintre cei doi multipli inseamna ca la aceeasi capitalizare Electrica are Enterprise Value mai mica decat emitentii similari. De altfel nu e o situatie prezenta doar la Electrica, ci si la ceilalti emitenti, cu exceptia Transgaz. La Nuclearelectrica P/S este chiar mai mic decat EV/Sales, numerarul fiind mai mare decat datoriile totale.

Per total, trei dintre multipli sunt mai mici decat medianele companiilor europene, iar doi sunt mai mari.

**Transelectrica (TEL)**

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie ajustata
Litgrid (Lituania)	14,12	1,51	1,61	8,81	2,06	
Terna (Italia)	16,04	2,86	5,14	12,06	8,75	
Elia (Belgia)	28,27	1,84	3,15	14,83	6,18	
Red Electrica Corporacion (Spania)	12,33	2,47	4,3			
Medie	17,69	2,17	3,55	11,90	5,66	
Transelectrica	12,42	0,61	1,14	3,46	0,95	
Diferenta	-29,79%	-71,89%	-67,89%	-70,92%	-83,23%	
Pret cu media emitentilor	40,4506	101,0295	88,4386	97,6763	169,3039	81,8987
Mediana emitenti utilitati	10,77	0,95	0,54	3,91	0,96	
Diferenta	15,32%	-35,79%	111,11%	-11,51%	-1,04%	
Pret cu mediana emitentilor	24,6271	44,2295	13,4526	32,0936	28,6989	32,4123

La Transelectrica am gasit si emitenti cu acelasi obiect de activitate, insa doar in numar de patru. Mai mult, spaniolii de la Red Electrica nu fac doar transport de energie electrica, ci si distributie, asa ca nu sunt chiar 100% comparabili cu transportatorul din Romania. Un amanunt interesant este ca tarile din care provin cei patru emitenti sunt aceleasi la Transelectrica si Transgaz: Lituania, Belgia, Italia si Spania, sugerand o politica la nivel national pentru listarea la bursa a acestor companii. Mai trebuie precizat ca lituanienii de la Litgrid au un free float de doar 2,5%, prin urmare pretul actiunii nu este atat de relevant pe cat ar trebui.

Pentru ca baza de comparatie este una foarte mica, am pastrat si comparatia initiala cu emitentii europeni din sector, iar diferentele intre cele doua sunt destul de mari. In cazul comparatiei doar cu emitentii care desfasoara aceeasi activitate, multiplii Transelectrica sunt mult mai mici, unii dintre ei avand diferente uriase fata de media celor 4 luati in calcul. Concluzia ar fi ca actiunile TEL sunt mult subevaluate fata de cele ale emitentilor similari, insa aceasta ar fi o concluzie exagerata, dat fiind numarul mic al acestora.

Comparatia mai relevanta ramane cea cu emitentii din intregul sector, din acest punct de vedere Transelectrica ramanand in general la multipli mai mici, cu exceptia P/S, care este la distanta mare de ceilalti. De altfel, se poate observa ca la toti emitentii din zone de energie electrica situatia este aceeași, mediana fiind destul de jos fata de valorile intalnite in majoritatea domeniilor. Ne putem da seama de asta si privind la cazul Transgaz, acolo unde mediana P/S pentru emitentii europeni este de aproape 4 ori mai mare decat cea din sectorul de energie electrica.

**Transgaz (TGN)**

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie ajustata
Fluxys (Belgia)	29,93	3,74	3,66	12,11	6,02	
Amber Grid (Lituania)	10,48	1,21	3,45	8,48	5,35	
Snam (Italia)	14,65	2,34	5,75	5,73	4,62	
Enagas (Spania)	11,72	1,58	4,65		8,55	
Medie	16,695	2,2175	4,3775	8,7733333	6,135	
Transgaz	11,04	0,95	1,27	7,03	1,75	
Diferenta	-33,87%	-57,16%	-70,99%	-19,87%	-71,48%	
Pret cu media emitentilor	465,7663	718,9368	1061,6299	384,3793	1079,7600	523,0275
Mediana emitenti utilitati	11,72	1,58	2	9,82	2,17	
Diferenta	-5,80%	-39,87%	-36,50%	-28,41%	-19,35%	
Pret cu mediana emitentilor	326,9710	512,2526	485,0394	430,2361	381,9200	427,2838

La fel ca la Transelectrica, la Transgaz am facut doua comparatii, una cu emitentii cu acelasi obiect de activitate, cealalta cu emitentii din sectorul european Regulated Gas. Nici in acest caz nu vorbim de emitenti 100% comparabili, pentru ca atat italienii de la Snam, cat si spaniolii de la Enagas au si alte activitati decat transportul de gaze, in principal depozitarea, care in Romania este realizata de Romgaz.

Tot ca si la Transelectrica, media multiplilor emitentilor similari este mult mai mare decat mediana emitentilor din intregul sector. Chiar si cu mediana pe tot sectorul, multiplii Transgaz sunt semnificativ mai mici, fiind de altfel singurul dintre cei patru emitenti analizati pentru care toti cei 5 multipli sunt mai mici decat mediana. Acest lucru poate avea insa legatura si cu numarul mai mic de emitenti, doar 15, fata de 111 in cazul celorlalte trei.

O alta situatie atipica fata de ceilalti trei emitenti este cea a multiplilor P/S si EV/Sales. Daca SNN, EL si TEL erau mai subevaluate dupa EV/Sales decat dupa P/S, la TGN este invers. Acest lucru se intampla pe de o parte pentru ca mediana este mai apropiata decat in sectorul de electricitate, pe de alta parte pentru ca Transgaz are datorii mai mari decat ceilalti trei emitenti, avand prin urmare si Enterprise Value mai mare.

Departament analiza,

Marius Pandeles



*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!  
Cum?*

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce știri au mișcat prețurile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

### **Editoriale**

Opinii ale specialiștilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evoluții cu impact asupra pietelor bursiere.

**Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!**

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

**Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare**

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro), la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: [office@primet.ro](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

[WWW.PRIMET.RO](http://WWW.PRIMET.RO)