



Departamentul Analiza SSIF Prime Transaction SA
 (+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

Raport de analiza Hidroelectrica - Update

Sumar:

- Perioada post-listare a fost una foarte buna pentru Hidroelectrica atat in ceea ce priveste evolutia bursira, cat si in privinta rezultatelor financiare raportate.
- Compania are o noua conducere executiva numita pentru un mandat de patru ani.
- La AGA din 22 ianuarie va fi supusa aprobarii achizitia afacerii UCM Resita, o firma aflata in insolventa din 2011.
- Anul hidrologic foarte bun si ascensiunea segmentului de furnizare au facut ca Hidroelectrica sa aiba in continuare o crestere a profitului, spre deosebire de emitenti precum Nuclearelectrica sau Romgaz, al caror profit a atins un plafon anul trecut.
- Mediile multiplilor de piata ai companiilor similare au crescut fata de update-ul din mai 2023.
- Atat valoarea estimata prin metoda multiplilor, cat si cea estimata prin metoda DCF au crescut fata de evaluarea din decembrie 2022. Cu toate acestea, media celor doua valori este putin mai mica decat pretul de inchidere din sedinta de tranzactionare din 19 ianuarie.

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Valoare intrinseca
 estimata (lei/actiune)

128,7939

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

| Indicator | Valoare |
|----------------------------------|----------------|
| Pret inchidere 19.01.2024 | 129,4000 |
| Capitalizare | 58.204.452.170 |
| Variatie pret YTD | 1,09% |
| ➤ Relativ la BET | -0,50 p.p. |
| Variatie pret 1 luna | 0,47% |
| Variatie pret 12 luni* | n.a. |
| ➤ Relativ la BET* | n.a. |
| Maxim 52 saptamani* | 135,4000 |
| Minim 52 saptamani* | 108,0000 |
| Valoare medie tranzactii 60 zile | 12.592.776 RON |

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Prima jumatate de an dupa listarea la Bursa a Hidroelectrica a fost una buna pentru companie atat din punct de vedere bursier, cat si financiar.

Actiunea H2O a deschis prima sedinta de tranzactionare la un pret cu 5,77% mai mare decat pretul nominal din IPO si cu 9,04% mai mare decat pretul cu discount pentru investitorii de retail, iar fata de pretul de deschidere din 12 iulie 2023 a crescut cu inca 17,64% pana in

Published on TradingView.com, January 20, 2024 11:03:26 EET
BVB:H2O, D O:130,2000 H:130,7000 L:128,0000 C:129,4000



TradingView

prezent. E adevarat ca perioada a coincis cu una foarte buna si pentru indicii bursieri, in termeni relativi neputand vorbi despre o evolutie mult diferita fata de cea a restului actiunilor importante de la BVB.

Raportarile financiare la sase si la noua luni, aparute in acest interval, au fost unele foarte bune, compania fiind ajutata de un an hidrologic foarte bun si de diversificarea surselor de venit, ponderea veniturilor din vanzarile pe segmentul de furnizare crescand treptat in defavoarea vanzarilor pe piata angro. Introducerea Mecanismului de Achizitie Centralizata a Energiei Electrice (MACEE) a facut ca profiturile producatorilor de energie sa atinga un plafon, lucru observabil in cazul Nuclearelectrica, al carei rezultat net a ramas in zona din 2022, existenta

Sursa: BVB

| Indice | Pondere |
|-----------|---------|
| BET | 18,01% |
| BET-BK | 7,10% |
| BET-NG | 29,84% |
| BET-XT | 14,81% |
| BET Plus | 16,91% |
| BET-TR | 17,93% |
| BET-XT-TR | 14,74% |
| ROTX | 14,30% |

| Prezentare companie | |
|---------------------|--|
| Adresa | Bd. Ion Mihalache, nr. 15-17, Bucuresti |
| Web | www.hidroelectrica.ro |
| ISIN | RO4Q0Z5RO1B6 |
| Sectiune bursa | BVB |
| Segment | Premium |
| Piata principala | REGS |
| Data listarii | 12.07.2023 |
| Numar actiuni | 449.802.567 |
| Valoare nominala | 10,00 RON |
| CAEN principal | 3511 |

| Actionar | Numar actiuni | Procent |
|---------------------------------------|--------------------|---------------|
| Actionar majoritar | 360.094.390 | 80,06% |
| Statul Roman prin Ministerul Energiei | 360.094.390 | 80,06% |
| Institutionali, dintre care: | 42.447.411 | 9,44% |
| Allianz Tiriach Pensii Pilon 2 | 12.280.759 | 2,73% |
| NN Pensii Pilon 2 | 12.179.036 | 2,71% |
| Metropolitan Life Pilon 2 | 6.694.832 | 1,49% |
| Aegon Pensii Pilon 2 | 4.953.842 | 1,10% |
| Generalii Pensii Pilon 2 | 4.790.385 | 1,06% |
| BCR Pensii Pilon 2 | 1.021.552 | 0,23% |
| BRD Pensii Pilon 2 | 527.005 | 0,12% |
| Free float | 89.708.177 | 19,94% |

Sursa: BVB, raportari fonduri de pensii Pilon 2

segmentului de furnizare aducand un plus in cazul Hidroelectrica.

Mai jos sunt cateva dintre evenimentele importante care au avut loc in aceasta perioada:

- Componenta Consiliului de Supraveghere a fost schimbata de mai multe ori, fiind numiti membri provizorii care sa ocupe cele trei locuri ramase libere din diverse motive. In momentul de fata trei dintre cele patru locuri din CS sunt ocupate de membri provizorii, inclusiv cel de presedinte. La AGA din 22 ianuarie ar trebui sa fie rezolvata aceasta problema prin numirea unor membri permanenti al caror mandat ar urma sa inceteze pe 28 martie 2027, in acelasi timp cu al celorlalti 4 membri CS.
- Pe 6 noiembrie a fost raportata numirea unui nou Directorat pentru o perioada de 4 ani, incepand cu data de 7 noiembrie, ca urmare a unei proceduri de selectie.
- Pe 8 decembrie a fost raportata semnarea contractului cadru pentru achizitia platformei de productie industriala ABC si partial a platformei de productie Calnicel de la UCM Resita, la pretul de 67,88 mil. RON. UCM Resita, unul dintre furnizorii Hidroelectrica, este in insolventa din anul 2011, iar in acest interval a acumulat si mai multe datorii decat cele cu care intrase in procedura. Tranzactia va trebui aprobata in AGA din 22 ianuarie.
- La jumatatea lunii decembrie au fost convocate AGOA si AGEA pentru 22 ianuarie 2024, pe ordinea de zi fiind numirea a 3 membri permanenti in Consiliul de Supraveghere, aprobarea tranzactiei de preluare a afacerii UCM Resita, care ar urma sa fie transferata catre un SRL infiintat special pentru acest lucru, si aprobarea noilor indicatori tehnico-economici pentru amenajarea hidroenergetica Surduc-Siriu.

Consiliul de Supraveghere

| Nume | Funcție |
|-------------------------|-----------------------|
| Petre Iulian Nicolescu | Presedinte provizoriu |
| Ana-Barbara Bobirca | Membru provizoriu |
| Cristian Nicolae Stoina | Membru provizoriu |
| Mihai Liviu Mihalache | Membru |
| Carmen Radu | Membru |
| Silviu Razvan Avram | Membru |
| George Marius Toniuc | Membru |

Directorat

| Nume | Funcție |
|----------------------|------------------|
| Karoly Borbely | Presedinte – CEO |
| Marian Fetita | Membru – CFO |
| Ianas Radoi | Membru – COO |
| Bogdan Nicolae Badea | Membru – CIO |
| Radu Ioan Constantin | Membru – CAO |

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T3 2023

| Indicator (RON) | T3 2023 | T3 2022 | Evolutie T3 | 9L 2023 | 9L 2022 | Evolutie 9L |
|--|----------------------|----------------------|----------------|----------------------|----------------------|-------------|
| Venituri | 2.578.210.000 | 2.304.856.000 | 11,86% | 9.554.776.000 | 7.230.894.000 | 32,14% |
| Alte venituri | 6.865.000 | 4.817.000 | 42,52% | 29.454.000 | 38.783.000 | -24,05% |
| Total venituri operationale | 2.585.075.000 | 2.309.673.000 | 11,92% | 9.584.230.000 | 7.269.677.000 | 31,84% |
| Cheltuieli cu apa uzinata | -128.006.000 | -96.912.000 | 32,08% | -506.405.000 | -340.233.000 | 48,84% |
| Cheltuieli cu personalul | -150.667.000 | -153.754.000 | -2,01% | -514.700.000 | -428.995.000 | 19,98% |
| Transport si distributie energie electrica | -325.385.000 | -130.037.000 | 150,22% | -828.786.000 | -329.030.000 | 151,89% |
| Energie electrica achizitionata | -142.360.000 | -415.346.000 | -65,72% | -356.959.000 | -482.138.000 | -25,96% |
| Cheltuieli cu certificatele verzi | -86.700.000 | -49.911.000 | 73,71% | -210.187.000 | -132.480.000 | 58,66% |
| Amortizare imobilizari | -201.349.000 | -193.873.000 | 3,86% | -598.851.000 | -578.412.000 | 3,53% |

| | | | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|---------|
| Ajustari pierderi de valoare imobilizari | 2.835.000 | -133.000 | -2231,6% | 2.451.000 | 34.888.000 | -92,97% |
| Ajustari depreciere creante | -12.487.000 | 2.959.000 | -522,00% | -60.968.000 | -22.465.000 | 171,39% |
| Reparatii, intretinere, materiale si consumabile | -16.221.000 | -18.887.000 | -14,12% | -55.234.000 | -55.185.000 | 0,09% |
| Taxa producatori energie electrica | 0 | -118.948.000 | -100,00% | -220.708.000 | -514.902.000 | -57,14% |
| Alte cheltuieli de exploatare | -101.803.000 | -45.457.000 | 123,95% | -258.959.000 | -125.328.000 | 106,63% |
| Total cheltuieli operationale | -1.162.143.000 | -1.220.299.000 | -4,77% | -3.609.306.000 | -2.974.280.000 | 21,35% |
| Profit operational | 1.422.932.000 | 1.089.374.000 | 30,62% | 5.974.924.000 | 4.295.397.000 | 39,10% |
| Rezultat financiar net | 44.376.000 | 65.798.000 | -32,56% | 202.666.000 | 136.872.000 | 48,07% |
| Profit inainte de impozitare | 1.467.308.000 | 1.155.172.000 | 27,02% | 6.177.590.000 | 4.432.269.000 | 39,38% |
| Impozit pe profit | -229.083.000 | -204.466.000 | 12,04% | -993.115.000 | -784.512.000 | 26,59% |
| Profit net | 1.238.225.000 | 950.706.000 | 30,24% | 5.184.475.000 | 3.647.757.000 | 42,13% |

Compania a continuat sa raporteze rezultate foarte bune, cu o crestere importanta a profitului, in contrast cu ceilalti emitenti din sector, care au reusit in cel mai bun caz sa ramana in aceeasi zona ca anul trecut.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

La baza acestei cresteri a stat in principal un factor conjunctural, si anume conditiile hidrologice favorabile, care au permis realizarea unei productii de energie cu 20% mai mari la nivel trimestrial, in crestere de la 2,91 TWh in T3 2022 pana la 3,48 TWh in T3 2023. Cantitatea totala de energie vanduta a crescut chiar mai mult, cu 25,71%, de la 3,15 TWh la 3,95 TWh, diferenta provenind din achizitii de energie de pe piata.

Veniturile nu au avut un ritm de crestere la fel ca mare, apreciindu-se cu doar 11,86%, de la 2,3 mld. RON in T3 2022 la 2,58 mld. RON in T3 2023. Diferenta vine de la pretul mediu de vanzare mai mic cu 11,02%, in scadere de la 732,4 RON/MWh la 651,72 RON/MWh, cauzata de modificarea cadrului legislativ si introducerea mecanismului de achizitie centralizata a energiei electrice (MACEE). Astfel, cea mai mare parte a energiei produse de companie trebuie vanduta la pretul fix de 450 RON/MWh, mult sub cel care ar fi putut fi obtinut in mod normal pe piata libera.

Evolutia veniturilor pe segmente arata o situatie care ar fi fost greu de anticipat inainte de plafonarea pretului energiei. In timp ce veniturile din productia de energie au scazut cu 24,57%, de la 1,74 mld. RON la 1,31 mld. RON, cele din furnizare au crescut cu nu mai putin de 124,2% trimestrial, de la 564,37 mil. RON la 1,27 mld. RON, un ritm apropiat de cel din primele doua trimestre ale anului. Elementul principal care a dus la aceasta crestere este cantitatea mai mare vanduta pe segmentul de furnizare, de la 955 GWh in T3 2022 pana la 1,59 TWh in T3 2023 (+66,91%), in principal ca urmare a cresterii numarului de clienti, inasa pretul a avut la randul sau o evolutie pozitiva, urcand cu 34,32% daca luam in calcul si costurile transferate (in principal tarife de transport si distributie) si cu 32,46% daca le excludem pe acestea. Fara costurile transferate clientilor, pretul mediu obtinut pe piata de furnizare a ajuns foarte aproape de cel de pe segmentul de productie atat trimestrial, cat si pe primele noua luni ale anului. Astfel, intre ianuarie si septembrie pretul mediu pentru segmentul de furnizare fara costuri transferate a fost de 546,59 RON/MWh, fata de 549,81 RON/MWh pentru segmentul de productie, dupa ce in aceeasi perioada din 2022 primul era la doar 434,93 RON/MWh, iar al doilea la 691 RON/MWh. La nivel trimestrial, pretul mediu de pe segmentul de productie a scazut cu 30,02%, de la 794,02 RON/MWh la 555,61 RON/MWh.

O explicatie pentru convergenta preturilor de pe cele doua segmente este ponderea mare a clientilor non-casnici din portofoliul de furnizare al Hidroelectrica (aproximativ 76% din cantitatea vanduta, potrivit companiei), pentru care plafonul de pret este mai mare decat in cazul celor casnici, acestia tragand in sus media de pe partea de furnizare, in timp ce pe cea

de productie vanzarea se face in cea mai mare parte la un pret fix inferior celui la care poate fi vanduta energia catre clientii non-casnici.

Desi cresterea veniturilor a fost mai slaba decat in precedentele sase luni, ea a fost insotita de alte cateva evolutii favorabile pe partea de cheltuieli. Cea mai importanta a fost scaderea costurilor cu energia electrica achizitionata cu 272,99 mil. RON, de la 415,35 mil. RON in T3 2022 pana la 142,36 mil. RON in T3 2023 (-65,72%), pentru care motivul principal a fost reducerea preturilor de achizitie tocmai ca urmare a plafonarii decise de Stat (care a avut inclusiv efectul indirect al scaderii masive a preturilor de pe piata SPOT). De asemenea, taxa pentru producatorii de energie electrica, similara impozitului pentru veniturile suplimentare de la Romgaz, a disparut complet in T3 2023, dupa ce in perioada similara din 2022 adusese o cheltuiala de 118,95 mil. RON.

Dintre cheltuielile cu influente negative, cea mai importanta a fost cea cu transportul si distributia energiei electrice, in crestere cu 150,22%, sau 195,35 mil. RON, rezultatul unei combinatii intre cresterea volumului de activitate de pe piata de furnizare, acolo unde se platesc aceste cheltuieli, si cea a tarifelor reglementate, in mare parte pentru a acoperi costurile mari cu consumul propriu tehnologic ale Transelectrica si companiilor de distributie in anul 2021. Cresteri mai mici au avut pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, cu 123,95%, sau 56,35 mil. RON, cheltuielile cu certificate verzi, +73,71%, sau 36,79 mil. RON, cele cu apa uzinata, cu 32,08%, sau 31,09 mil. RON, si ajustarile privind deprecierea creantelor, cu 15,45 mil. RON (pornind de la un venit net in T3 2022).

Cresterea veniturilor si scaderea cheltuielilor cu energia electrica achizitionata au contribuit la o evolutie foarte buna a profitului operational, cu un plus de 30,62% trimestrial, de la 1,09 mld. RON la 1,42 mld. RON. Comparativ, in primele sase luni cresterea profitului operational a fost de 41,98%, inasa la o crestere mult mai mare a veniturilor, cu 41,63%.

Rezultatul financiar net si impozitul pe profit au avut un impact limitat asupra evolutiei profitului, asa incat rezultatul net a avut un ritm de crestere apropiat de al celui operational, cu 30,24%, de la 950,71 mil. RON in T3 2022 pana la 1,24 mld. RON in T3 2023. Pe primele noua luni cresterea a fost de 42,13%, de la 3,65 mld. RON la 5,18 mld. RON, in timp ce profitul net TTM a ajuns foarte aproape de pragul de 6 mld. RON.

Avand in vedere ca imbunatatirea rezultatelor s-a produs fara influenta unor elemente conjuncturale importante, ne putem astepta ca si in T4 sa vedem un profit cel putin la nivelul celui din perioada similara a anului trecut. Intrarea pe piata de furnizare, care la inceput parea o idee cel putin indoielnica, a ajuns ca pentru moment sa faca diferenta intre niste rezultate plafonate, cum e cazul la Romgaz sau Nuclearelectrica, si o continuare a cresterii profitului. Desigur, contextul nu ramane acelasi la infinit, dar cel putin deocamdata lucrurile functioneaza mai bine decat la oricare dintre emitentii comparabili.

Indicatori importanti

| Indicator (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| Risc financiar | | | | | | |
| Datorii financiare nete/EBITDA | -0,89 | -0,70 | -0,76 | -0,63 | -0,53 | -0,38 |
| Numerar/Active | 13,82% | 11,33% | 12,47% | 15,82% | 14,47% | 12,85% |
| Datorii totale/Active | 11,04% | 12,71% | 13,15% | 15,57% | 14,87% | 14,96% |
| Rezultate financiare | | | | | | |

| | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA (mil. RON) | 2.773 | 2.680 | 2.683 | 4.761 | 5.972 | 7.742 |
| Lichiditate | | | | | | |
| Rata rapida | 4,79 | 3,98 | 4,33 | 4,63 | 5,19 | 5,78 |
| Rata curenta | 4,89 | 4,10 | 4,45 | 4,69 | 5,26 | 5,85 |
| Rata numerarului | 3,79 | 3,38 | 3,67 | 3,88 | 3,72 | 2,98 |
| Efect de levier | 0,12 | 0,15 | 0,15 | 0,18 | 0,17 | 0,18 |
| Capital de lucru/Vanzari | 0,62 | 0,43 | 0,51 | 0,51 | 0,44 | 0,47 |
| Durata incasare creante | 38,27 | 28,86 | 34,35 | 36,79 | 52,04 | 92,31 |
| Rata de rotatie creante | 9,54 | 12,65 | 10,63 | 9,92 | 7,01 | 3,95 |
| Durata mentinere stocuri | 29,54 | 33,94 | 29,74 | 18,15 | 13,69 | 16,38 |
| Rata de rotatie stocuri | 12,35 | 10,75 | 12,27 | 20,11 | 26,67 | 22,29 |
| Durata plata furnizori | 72,25 | 83,88 | 81,23 | 57,60 | 64,03 | 81,06 |
| Rata de rotatie datorii furnizori | 5,05 | 4,35 | 4,49 | 6,34 | 5,70 | 4,50 |
| Rata de rotatie numerar | 1,66 | 2,13 | 1,86 | 1,87 | 2,59 | 3,49 |
| Ciclu conversie numerar (zile) | -4,43 | -21,07 | -17,14 | -2,65 | 1,70 | 27,62 |
| Rentabilitate | | | | | | |
| Rentabilitatea activelor (ROA) | 10,42% | 8,02% | 8,63% | 13,60% | 17,56% | 22,74% |
| Rentabilitatea capitalului propriu (ROE) | 11,71% | 9,19% | 9,94% | 16,11% | 20,63% | 26,73% |
| Eficienta operationala | | | | | | |
| Rata de rotatie a activelor | 0,23 | 0,24 | 0,23 | 0,30 | 0,37 | 0,45 |
| Rata de rotatie capital propriu | 0,26 | 0,28 | 0,27 | 0,35 | 0,44 | 0,53 |
| Profitabilitate | | | | | | |
| Marja bruta | 79,76% | 81,75% | 79,32% | 82,96% | 82,14% | 84,74% |
| Marja EBITDA | 64,89% | 64,15% | 69,20% | 71,07% | 62,73% | 65,43% |
| Marja operationala | 51,77% | 47,29% | 43,69% | 53,33% | 52,64% | 56,54% |
| Marja neta | 45,38% | 33,19% | 37,23% | 46,06% | 46,87% | 50,69% |
| Rata efectiva de impozitare | 15,29% | 33,38% | 18,63% | 14,25% | 14,54% | 13,89% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

La fel ca si pentru ceilalti emitenti care nu publica indicatorul

„cost of goods sold”, necesar pentru calculul catorva dintre indicatorii din tabel, l-am estimat pe baza informatiilor existente in rezultatele financiare, asa ca exista o marja de eroare din acest punct de vedere.

Risc financiar

Indicatorii de risc financiar raman intr-o zona extrem de confortabila, cu datorii financiare nete negative si cu un raport foarte mic intre datoriile totale (financiare si non-financiare) si active. Asa cum am mai spus si in trecut, investitiile in proiecte de anvergura sunt improbabile in viitorul apropiat, asa ca nu ne asteptam sa apara necesitati de finantare care sa fie acoperite prin indatorare.

Lichiditate

Si ratele de lichiditate sunt intr-o zona in care practic nu au relevanta, rata rapida si rata curenta avand chiar usoare crestere la noua luni fata de situatie din raportarile financiare pentru T1 2023. Ciclu de conversie a numerarului a crescut de la 16,96 la 27,62 zile, in conditiile in care durata de incasare a creantelor a continuat sa creasca.

Rentabilitate

ROA si ROE au crescut destul de mult, cel de-al doilea ajungand la un nivel mai mare decat in cazul unor emitenti cu grad de indatorare mult peste cel al Hidroelectrica. Vorbim, totusi, despre o perioada foarte buna atat din punct de vedere al productiei, cat si al pretului de vanzare (chiar si la pretul fix decis de Stat), iar pentru a mentine pe termen lung un ROE atat de mare ar fi nevoie de o ajustare a structurii de finantare.

Eficienta operationala

Desi ratele de rotatie ale activelor, respectiv capitalului propriu sunt foarte stabile in timp, cresterea mare a veniturilor a facut ca si ei sa aiba o evolutie pozitiva mai mare decat ne-am fi putut astepta in mod normal.

Profitabilitate

Marjele de profit ale companiei au ramas in aceeasi zona, cu mici cresteri in majoritatea cazurilor. Marja neta a ajuns peste 50% pentru prima data in intervalul prezentat in tabel, o performanta pe care putini dintre emitentii de la BVB ar putea sa o atinga chiar si in cele mai bune perioade. Aceasta situatie are la baza productia de energie dintr-o singura sursa, sectorul hidro fiind caracterizat de costuri de productie mici.

Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare.

| Indicator (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Marja neta | 45,38% | 33,19% | 37,23% | 46,06% | 46,87% | 50,69% |
| Rata rotatie active | 0,23 | 0,24 | 0,23 | 0,30 | 0,37 | 0,45 |
| Multiplicator capital propriu | 1,12 | 1,15 | 1,15 | 1,18 | 1,17 | 1,18 |
| ROE | 11,71% | 9,19% | 9,94% | 16,11% | 20,63% | 26,73% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

La noua luni, ROE TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) depasit nivelul de 25%, dupa ce la finalul anului trecut reusise sa treaca de pragul de 20%. Daca in 2022 cresterea fata de anul anterior fusese generata in principal de rata de rotatie mai mare a activelor (bazata la randul sau pe veniturile mai mari), cresterea din primele noua luni ale anului 2023 a venit atat de la rata de rotatie a activelor, cat si de la marja neta mai mare.

| Tip cheltuiala (RON) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 9L 2023 TTM |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Transport si distributie energie electrica | 1,17% | 1,54% | 1,59% | 1,65% | 5,23% | 8,43% |
| Impozit pe profit | 8,19% | 16,63% | 8,52% | 7,66% | 7,97% | 8,18% |
| Amortizare imobilizari | 15,58% | 17,66% | 19,77% | 11,35% | 8,11% | 6,70% |
| Cheltuieli cu personalul | 8,76% | 9,50% | 12,91% | 8,76% | 6,58% | 6,01% |
| Cheltuieli cu apa uzinata | 8,42% | 7,84% | 7,92% | 8,06% | 4,74% | 5,22% |
| Energie electrica achizitionata | 2,97% | 0,62% | 0,40% | 1,35% | 7,32% | 4,83% |
| Alte cheltuieli de exploatare | 3,17% | 5,90% | 4,09% | 5,29% | 3,55% | 3,98% |
| Taxa producatori energie electrica | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 1,99% | 7,06% | 3,19% |
| Cheltuieli cu certificatele verzi | 0,00% | 0,00% | 0,36% | 0,78% | 1,92% | 2,20% |
| Ajustari pierderi de valoare imobilizari | -2,98% | -0,83% | 4,57% | 6,09% | 1,53% | 1,51% |
| Reparatii, intretinere, materiale si consumabile | 2,28% | 2,67% | 2,68% | 1,06% | 0,87% | 0,70% |
| Ajustari depreciere creante | 0,50% | 0,03% | 0,47% | 0,29% | 0,45% | 0,69% |
| Ajustari depreciere stocuri | 0,01% | 0,01% | 0,70% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Rezultat net provizioane | 8,34% | 7,79% | 0,86% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Rezultat financiar net | -1,80% | -2,54% | -2,06% | -0,39% | -2,20% | -2,32% |
| Total cheltuieli | 54,62% | 66,81% | 62,77% | 53,94% | 53,13% | 49,31% |
| Marja neta | 45,38% | 33,19% | 37,23% | 46,06% | 46,87% | 50,69% |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In ceea ce priveste ponderea categoriilor de cheltuieli in veniturile operationale, intre situatia de la 31 martie si cea de la 30 septembrie 2023 au intervenit cateva schimbari importante. In primul rand, cea mai mare pondere a ajuns sa fie cea a cheltuielilor cu transportul si distributia energiei electrice, o categorie specifica segmentului de furnizare, in timp ce cheltuielile cu energia electrica achizitionata, care erau anterior in zona de sus a tabelului, au ajuns pe locul al 6-lea, cu o scadere a ponderii de la 7,95% la 4,83%. De asemenea, taxa pentru producatorii de energie electrica a scazut ca pondere in venituri de la 5,19% la 3,19%, evolutie determinata de implementarea mecanismului de vanzare a energiei la pret fix.

Impozitul pe profit, cheltuielile cu amortizarea imobilizarilor si cele cu personalul au ramas la ponderi mari, in primul caz vorbind despre o situatie neobisnuita, determinata de marja de profit foarte mare. La majoritatea emitentilor impozitul pe profit este in partea de jos a tabelului.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

| Emitent | P/E | P/BV | P/S | EV/EBITDA | EV/S |
|-------------------------------------|-------|------|------|-----------|-------|
| Brookfield Renewable Partners (SUA) | | 1,48 | 1,48 | 17,75 | 10,88 |
| CK Power (Tailanda) | 31,84 | 1,24 | 3,23 | 20,59 | 6,64 |
| Electricite de France (Franta) | | 1,48 | 0,36 | | 0,92 |

| | | | | | |
|--|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Energias de Portugal (Portugalia) | 16,08 | 1,57 | 1,05 | 10,44 | 2,57 |
| Engie (Franta) | | 1,30 | 0,40 | 4,49 | 0,71 |
| Neoenergia SA (Brazilia) | 5,83 | 0,87 | 0,57 | 5,73 | 1,44 |
| Southern Company (SUA) | 24,72 | 2,39 | 2,86 | 14,49 | 5,32 |
| Medie fara extreme | 19,62 | 1,48 | 1,42 | 12,25 | 2,93 |
| Hidroelectrica (Romania) | 9,70 | 2,59 | 4,92 | 7,14 | 4,67 |
| Pret actiune H2O | 129,4000 | | | | |
| Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare | 261,5894 | 73,6048 | 37,3947 | 222,1346 | 81,3067 |
| Medie valoare estimata | 137,3979 | | | | |
| Mediana emitenti Utilities-Renewable Europa | 17,81 | 1,76 | 3,31 | 13,42 | 5,99 |
| Valoare cu mediana Utilities-Renewable Europa | 237,4873 | 87,7842 | 87,0789 | 243,3839 | 166,0320 |
| Medie valoare cu mediana Utilities-Renewable Europa | 164,3532 | | | | |
| Mediana emitenti Regulated Electric Europa | 8,08 | 1,09 | 0,74 | 4,99 | 0,86 |
| Valoare cu mediana Regulated Electric Europa | 107,7427 | 54,3664 | 19,4678 | 90,4982 | 23,8376 |
| Medie valoare cu mediana Regulated Electric Europa | 59,1825 | | | | |

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Emitentii luati in calcul pentru evaluarea pe baza

comparatiei multiplilor de piata sunt aceiasi folositi si in materialul de initiere a acoperirii, realizat in decembrie 2022, si in update-ul din mai 2023. Din calculul mediei am exclus valorile extreme, care in cazul emitentilor din tabel sunt destul de putine. Spre deosebire de materialul anterior, de data aceasta am luat in calcul si multiplul P/S, excluzand insa din calculul mediei cele mai mici doua valori din tabel.

Mediile tuturor celor cinci multipli sunt mai mari decat cele din mai 2023, cea mai mare diferenta fiind in cazul P/E, in crestere de la 14,28 la 19,62. In cazul Hidroelectrica, multiplii raportati la profit, P/E si EV/EBITDA, sunt mai mici decat mediile emitentilor comparabili, in timp ce multiplii raportati la capitalul propriu, respectiv venituri sunt mai mari, o situatie explicabila prin marja de profit foarte mare a companiei.

Rezultatul este o medie a valorilor intrinseci estimate de 137,3979 lei/actiune, cu 6,18% mai mare decat ultimul pret de piata al actiunii H2O si cu 18,38% mai mare decat in materialul de initiere a acoperirii din decembrie 2022.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

| Indicator (mil. RON) | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|---------------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| Venituri totale | 11.853,60 | 8.618,00 | 8.618,00 | 10.522,00 | 11.474,00 | 11.474,00 |
| <i>Evolutie</i> | 81,74% | -27,35% | 0,00% | 22,22% | 9,09% | 0,00% |
| Cheltuieli operationale | 5.017,63 | 4.424,61 | 4.680,73 | 4.926,39 | 5.208,24 | 5.457,49 |
| <i>Evolutie</i> | 60,50% | -11,82% | 5,79% | 5,25% | 5,72% | 4,79% |
| Profit operational | 6.835,97 | 4.193,39 | 3.937,27 | 5.595,61 | 6.265,76 | 6.016,51 |
| <i>Evolutie</i> | 91,35% | -38,66% | -6,11% | 42,12% | 11,98% | -3,98% |
| Marja operationala | 57,67% | 48,66% | 45,69% | 53,18% | 54,61% | 52,44% |
| Rezultat financiar net | 290,00 | 319,00 | 350,90 | 368,45 | 368,45 | 368,45 |

| | | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <i>Evolutie</i> | 1014,45% | 10,00% | 10,00% | 5,00% | 0,00% | 0,00% |
| Profit net | 5.985,82 | 3.790,41 | 3.602,06 | 5.009,80 | 5.572,73 | 5.363,36 |
| <i>Evolutie</i> | 93,99% | -36,68% | -4,97% | 39,08% | 11,24% | -3,76% |
| Marja neta | 50,50% | 43,98% | 41,80% | 47,61% | 48,57% | 46,74% |

Sursa: estimari Prime Transaction

Sistemul de plafonare a pretului energiei electrice a avut deja

o viata mai lunga decat ne-am fi asteptat atunci cand a fost anuntat, la acest lucru contribuind si scaderea presiunilor puse pe sectorul energetic la inceputul razboiului din Ucraina, care a dus la o revenire a preturilor pana la niveluri rezonabile inclusiv in tarile care nu au recurs la astfel de masuri. Totusi, fiind vorba de o masura discreționara a Statului, incertitudinile in legatura cu ea se mentin, iar marja de eroare pentru estimarile de viitor este mai mare decat ar fi fost in alte situatii.

Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru viitor.

Comparativ cu evaluarea din decembrie 2022 am facut cateva modificari, cum ar fi:

- Crestere a cantitatii vandute si a pretului mediu de vanzare pentru anul 2023. De asemenea, luand in considerare situatia din 2023, am estimat pentru 2024 si anii urmasori o evolutie mai lina a pretului, care nu ar mai urma sa atinga nivelul de 450 lei/MWh. In ceea ce priveste cantitatea vanduta am mentinut aceleasi ipoteze, aceasta depinzand de conditiile hidrologice, care nu pot fi la fel de bune in fiecare an.
- Crestere a cheltuielilor cu tarifele de transport si distributie mai mare decat cea estimata anterior pentru 2023, cu efect si in valorile estimate pentru anii urmasori.
- Rezultat financiar la randul sau mai mare decat cel estimat anterior, in linie cu evolutia din 2023.

In afara de acestea, raman valabile ipotezele anterioare:

- Cantitate medie anuala vanduta incepand din 2024 de 17 TWh, apropiata de cea din 2021 si ceva mai mare decat media ultimilor ani. O parte a facilitatilor de productie au fost modernizate, altele vor fi modernizate in anii urmasori, iar de curand s-a adaugat si prima capacitate de productie din surse eoliene, asa ca o consideram o estimare realista. Concretizarea acestor estimari va depinde de conditiile meteorologice, iar incalzirea globala si extinderea perioadei secetoase le-ar putea pune in pericol.
- Cheltuielile cu apa uzinata constante intre 2024 si 2028, iar cele cu transportul si distributia energiei electrice in crestere, pe masura ce volumul activitatii de distributie va creste, iar tarifele vor creste la randul lor.
- Crestere de 5% pe an a cheltuielilor cu personalul. E posibil ca in realitate cresterea sa fie mai mare, mai ales daca inflatia se mentine la acelasi nivel ca in prezent.
- Crestere cu 5% pe an atat pentru cheltuielile de capital, cat si pentru cele cu amortizarea si deprecierea. Am pornit de la premisa mai prudenta ca niciuna dintre investitiile din strategia prezentata in 2020 nu va fi realizata, cresterea de 5% pe an fiind mai degraba o marja de siguranta pentru cazul in care vom fi surprinsi in mod pozitiv. Aceeasi ipoteza a fost luata in calcul si pentru cantitatile de energie vandute, ele bazandu-se pe datele istorice si pe capacitatea de productie actuala, fara a lua in considerare intrarea in sistem a unor capacitati noi, cu o usoara doza de optimism data, si in acel caz, de posibilitatea ca unele proiecte chiar sa fie finalizate.

- Rezultat financiar net in crestere in viitorul apropiat, apoi stabil in urmatorii doi ani. Acesta va depinde de perioada in care dobanzile vor ramane ridicate, dar si de eventualele credite pe care le-ar putea face compania pentru a achizitiona sau construi capacitati noi de productie.
- Rata efectiva de impozitare de 16%, la nivelul ratei nominale a impozitului pe profit.

Calculul valorii intrinseci

| Indicator (mil. RON) | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT*(1-T) | 5.742,22 | 3.847,36 | 4.282,04 | 4.700,31 | 5.263,24 | 5.053,87 |
| + Amortizare | 978,53 | 958,45 | 1.000,38 | 1.044,40 | 1.090,62 | 1.139,15 |
| - Variatie capital de lucru | 1.818,17 | -1.284,66 | 830,74 | 380,80 | 476,00 | 0,00 |
| - Cheltuieli de capital | 196,71 | 206,55 | 216,87 | 227,72 | 239,10 | 251,06 |
| FCFF | 4.705,86 | 5.883,93 | 4.234,80 | 5.136,19 | 5.638,75 | 5.941,96 |
| WACC | 13,41% | | | | | |
| Factor actualizare | 1,0000 | 1,1341 | 1,2861 | 1,4586 | 1,6542 | 1,8760 |
| FCFF actualizat | 1.176,47 | 5.188,27 | 3.292,64 | 3.521,34 | 3.408,83 | 3.167,43 |
| Terminal Value | | | | | | 58.802,00 |
| Terminal Value actualizat | 31.345,14 | | | | | |
| Enterprise Value | 51.100,12 | | | | | |
| + Numerar | 3.388,79 | | | | | |
| - Datorii | 427,18 | | | | | |
| Equity Value | 54.061,74 | | | | | |
| Numar actiuni | 449.802.567 | | | | | |
| Valoare estimata pe actiune | 120,1899 | | | | | |

In afara de ipotezele expuse mai sus, pentru estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare am mai luat in calcul:

- Capital de lucru conectat la volumul de activitate, cu o pondere in venituri in crestere pana la 50% in anii urmatiori.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 13,41%, influentat de:

| Indicator | Valoare |
|---|---------------|
| Costul capitalului propriu (CAPM) | 13,75% |
| ➤ Rata fara risc | 6,22% |
| ➤ Prima de risc a pietei | 14,76% |
| ○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani) | 20,98% |
| ○ Rata fara risc | 6,22% |
| ➤ Beta (2 ani) | 0,51 |
| Costul datoriilor | 7% |
| Pondere capital propriu | 5% |
| Pondere datorii | 95% |
| WACC | 13,41% |

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 15,92%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 6,22%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara

- Prima de risc a pietei de 14,76%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc. In cazul de fata am ales sa nu luam in calcul exact 5 ani, ci sa facem comparatia cu valoarea indicelui din 13 decembrie 2018, cu o zi inainte de publicarea Ordonantei 114/2018, care a provocat o evolutie haotica a pietei in perioada imediat urmatoare. In caz contrar am fi ajuns in situatia ca randamentul pietei, si implicit costul capitalului propriu, sa aiba un nivel foarte mare, pe care peste o luna sau doua cel mai probabil nu l-ar mai avea.
- Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,51, calculat pentru perioada de dupa listare.
 - Costul datoriilor de 7%.
 - Pondere de 95% pentru capitalul propriu si 5% pentru datoriile financiare.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 120,1899 lei/actiune prin metoda DFC, cu 7,12% mai mica decat ultimul pret de piata si cu 8,89% mai mare decat valoarea rezultata prin aceeași metoda in decembrie 2022. Luand in calcul si evaluarea pe baza multiplilor de piata, media valorilor obtinute prin cele doua metode este de 128,7939 lei/actiune, cu 0,47% mai mica decat pretul de piata si cu 13,75% mai mare decat valoarea estimata in materialul de initiere a acoperirii din decembrie 2022. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus.

La fel ca si data trecuta, trebuie avute in vedere mai multe elemente care ar putea influenta in sus sau in jos evaluarea.

In cazul evaluarii prin metoda multiplilor rezultatul depinde de categoria in care incadram compania, ea fiind undeva intre un producator traditional de energie si unul din surse regenerabile, mai ales dupa extinderea pe partea de energie eoliana. Daca avem in vedere si segmentul de furnizare in crestere, incadrarea intr-un sector anume e si mai greu de facut.

In cazul evaluarii prin metoda DCF pot aparea diferente importante fata de estimarile noastre, atat intr-o directie, cat si in cealalta. Estimarea privind proiectele din strategia investitionala este una prudenta, oricare dintre proiectele majore putand avea un impact important in cazul in care va fi realizat. Pe de alta parte, seceta ar putea face ca majoritatea anilor urmatori sa fie asemanator cu cel curent, iar productia sa fie mult sub media anilor precedenti. Nu in ultimul rand, reglementarea pietei, desi a putut fi sustinuta pana acum, ar putea pune probleme daca pretul energiei electrice pe pietele libere intra din nou pe o tendinta de crestere.

Trebuie luat in calcul si faptul ca pretul de piata nu este influentat doar de valoarea intrinseca, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta spre aceasta valoare.

Departament analiza,

Marius Pandele

Primesti informatie optimizata si relevanta pentru tine! Cum?

Rapoarte zilnice

Dimineata si seara iti trimitem stirile „calde” din piata, ultimele informatii cu impact asupra pietei bursiere. Morning Brief si Raportul Zilnic reprezinta legatura ta directa cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au fost cele mai tranzactionate, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai.

Editoriale

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

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent si multe altele...



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul 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

Politică 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, 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; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO