



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

## Update raport de analiza Nuclearelectrica

### Sumar:

- Nuclearelectrica a avut mult de castigat de pe urma crizei energetice care se manifesta deja la inceputul anului, iar razboiul din Ucraina a ajutat la amplificarea acestor castiguri. Cu toate acestea, profitul suplimentar nu s-a vazut si in pretul actiunii.
- Nevoia de eliminare a dependentei fata de resursele energetice rusesti a adus o oportunitate majora pentru companie. Un prim pas pentru a profita de ea a fost facut in mai, atunci cand a fost stabilita locatia primului reactor modular mic pe care Nuclearelectrica il va construi in colaborare cu americanii de la NuScale.
- Rezultatele financiare din T1 au fost unele foarte bune, in cazul SNN nu mai putin de 50,35% din cresterea veniturilor transmitandu-se catre profitul net, fata de 37,03% la OMV Petrom si 19,85% la Romgaz.
- La fel ca si in materialul anterior, evaluarea a fost realizata printr-o singura metoda, DCF, evaluarea pe baza multiplilor nefiind suficient de relevanta in lipsa emitentilor cu modele de business similare.
- Rezultatul evaluarii este mult mai mare decat in ianuarie, motivul principal fiind imbunatatirea considerabila a rezultatelor financiare.

Valoare intrinseca  
 estimata (lei/actiune)

**58,8159**

Departamentul Analiza  
 +4021.321.40.90  
[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

### Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 17.06.2022	42,8000
Capitalizare	12.910.358.663,20
Variatie pret YTD	-4,75%
➤ Relativ la BET	+2,45%
Variatie pret 1 luna	3,38%
Variatie pret 12 luni*	61,90%
➤ Relativ la BET*	+55,42%
Maxim 52 saptamani*	48,7500
Minim 52 saptamani*	26,9000
Valoare medie tranzactii 60 zile	1.097.283,21 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

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.

## Evolutii semnificative de la ultimul raport

Nuclearelectrica este unul dintre emitentii cu cel mai palpitant inceput de an 2022, razboiul din Ucraina aducand energia nucleara in prim-plan ca alternativa la importurile energetice din Rusia. Daca in ianuarie, la momentul realizarii materialului anterior (<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-Nuclearelectrica-%E2%80%93-initiere-acoperire-raport-analiza-2860>), identificam printre riscurile domeniului faptul ca exista deja in unele tari o tendinta de a renunta la energia nucleara dupa dezastrul de la Fukushima din 2011, in doar cateva luni lucrurile s-au schimbat radical.



Sursa: BVB

Nevoia de a renunta la gazele si petrolul rusesti a readus in discutie chiar si carbunele ca sursa de energie, asa ca sectorul nuclear este printre cele privilegiate in acest context. In cazul Nuclearelectrica, razboiul a venit intr-un moment in care existau deja planuri investitionale ambitioase, asa ca ar putea profita mai usor de interesul crescut pentru capacitatile de productie care nu depind de materii prime rusesti. Partea negativa este ca orice investitie va necesita o perioada lunga pentru a fi implementata, iar pana atunci contextul s-ar putea schimba. Din pacate pentru actionarii SNN, pretul actiunii nu a fost influentat doar de interesul in crestere pentru energia nucleara, ci si de inflatia foarte mare, care a inceput sa afecteze pietele de capital din intreaga lume. Chiar daca SNN a avut o evolutie mai buna cea a BET, a ramas si ea pe minus fata de inceputul anului.

Indice	Pondere
BET	5,15%
BET-XT	5,11%
BET-NG	15,64%
BET-BK	4,76%
BET Plus	4,79%
ROTX	7,09%
BET-TR	5,12%
BET-XT-TR	5,14%

Prezentare companie	
Adresa	Strada Polona, nr. 65, Bucuresti
Web	<a href="http://www.nuclearelectrica.ro">www.nuclearelectrica.ro</a>
ISIN	ROSNNEACNOR8
Sectiune bursa	BVB
Segment	Premium
Piata principala	REGS
Data listarii	04.11.2013
Numar actiuni	301.643.894
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	3511
Indice VEKTOR	10,00

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Actionar majoritar</b>	<b>248.850.476</b>	<b>82,50%</b>
Statul Roman prin Ministerul Energiei	248.850.476	82,50%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>32.371.775</b>	<b>10,73%</b>
NN Pensii	12.450.000	4,13%
Aegon Vital Pensii	4.610.849	1,53%
Metropolitan Life Pensii	3.916.103	1,30%
Generali Pensii	2.813.201	0,93%
NN Investment Partners	1.849.438	0,61%
The Vanguard Group	1.692.556	0,56%
Evergent Investments	886.570	0,29%
BT Asset Management	682.783	0,22%
<b>Free float total</b>	<b>52.793.418</b>	<b>17,50%</b>

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

In afara de razboiul din Ucraina, printre evenimentele importante din ultimele cinci luni pentru Nuclearelectrica s-au mai numarat:

### Conducerea companiei

- La inceputul lunii februarie, pozitia de director general adjunct a fost desfiintata, in locul sau aparand trei posturi distincte: director general adjunct servicii corporative, director general adjunct comercial si dezvoltare si director general adjunct operatiuni. In locul fostului director general adjunct, Dan Laurentiu Tudor,

Nume	Funcție
Remus Vulpescu	Non-Executive Independent Member
Mihai Daniel Anitei	Non-Executive Independent Director
George Sergiu Niculescu	Non-Executive Director
Elena Popescu	Non-Executive Director
Teodor Chirica	Chairman of the Board
Cosmin Ghita	CEO & Executive Director

Sursa: EquityRT

au fost numiti trei directori generali adjuncti pentru cele trei functii de mai sus: Laura Constantin, Melania Amuza si Romeo Urjan, anterior directorii directiilor juridic, investitii si operatiuni din companie.

- A fost aprobat un dividend brut de 1,9756 RON/actiune, cu un payout ratio de 58,55% din profitul net pe anul 2021 si un randament de circa 4,5% raportat la pretul din momentul anuntului. Data ex-dividend a fost pe 6 iunie, iar plata urmeaza sa fie realizata pe 24 iunie.
- Unitatea 1 a intrat pe data de 8 mai in programul de oprire planificata, ceea ce va avea un impact asupra cantitatii de energie produsa si a rezultatelor financiare din T2. Nu exista un termen fix in care aceasta va fi reconectata la Sistemul Energetic National.
- La finalul lunii mai a fost semnat un memorandum pentru constructia primei centrale electrice bazate pe reactoarele nucleare modulare de mici dimensiuni furnizate de compania americana NuScale, aceasta urmand sa fie dezvoltata pe amplasamentul fostei centrale termoelectrice pe carbune de la Doicesti, in judetul Dambovita. Centrala va avea 6 module totalizand 462 MWe, echivalent cu circa doua treimi din capacitatea bruta a unuia dintre reactoarele care functioneaza in acest moment la Cernavoda. Nu exista informatii referitoare la momentul finalizarii acestei investitii sau la costurile sale si sursele de finantare, insa, urmarind declaratiile conducerii Nuclearelectrica, ar fi de asteptat sa fie pusa in functiune pana in anul 2030.

### Analiza rezultatelor financiare pentru T1 2022

Indicator (RON)	T1 2022	T1 2021	Evolutie T1	2021	2020	Evolutie anuala
<b>Venituri vanzare energie electrica</b>	<b>1.844.367.692</b>	<b>683.543.999</b>	<b>169,82%</b>	<b>3.103.149.573</b>	<b>2.432.279.475</b>	<b>27,58%</b>
Venituri transport energie	4.155.903	3.456.655	20,23%	13.489.781	13.724.548	-1,71%
<b>Total venituri</b>	<b>1.848.523.595</b>	<b>687.000.654</b>	<b>169,07%</b>	<b>3.116.639.354</b>	<b>2.446.004.023</b>	<b>27,42%</b>
Alte venituri	18.844.745	17.468.277	7,88%	87.240.542	54.167.930	61,06%
Depreciere si amortizare	-150.903.929	-137.092.810	10,07%	-562.856.167	-544.752.111	3,32%
Cheltuieli cu personalul	-119.554.402	-95.010.488	25,83%	-444.087.233	-440.280.607	0,86%
Cost energie achizitionata	-8.113.761	-23.836.037	-65,96%	-249.251.484	-56.596.319	340,40%
Reparatii si mentenanta	-14.625.515	-15.099.993	-3,14%	-87.343.797	-66.177.703	31,98%
Cheltuieli transport energie	-4.155.903	-3.456.655	20,23%	-13.489.781	-13.724.548	-1,71%
Cheltuieli piese de schimb	-3.533.092	-2.653.995	33,12%	-17.483.880	-15.356.809	13,85%
Cost combustibil nuclear	-43.956.669	-39.168.267	12,23%	-154.445.202	-132.766.256	16,33%

Impozit pe venitul suplimentar	-459.176.701	0	-	0	0	-
Alte cheltuieli exploatare	-107.221.612	-105.449.530	1,68%	-495.442.284	-459.125.682	7,91%
<b>Total cheltuieli operationale</b>	<b>-911.241.584</b>	<b>-421.767.775</b>	<b>116,05%</b>	<b>-2.024.399.828</b>	<b>-1.728.780.035</b>	<b>17,10%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>956.126.584</b>	<b>282.701.156</b>	<b>238,21%</b>	<b>1.179.480.068</b>	<b>771.391.918</b>	<b>52,90%</b>
Rezultat financiar net	18.696.549	-442.040	-4329,61%	24.613.234	44.016.697	-44,08%
<b>Profit brut</b>	<b>974.823.305</b>	<b>282.259.116</b>	<b>245,36%</b>	<b>1.204.093.302</b>	<b>815.408.615</b>	<b>47,67%</b>
Impozit pe profit	-155.921.917	-47.794.374	226,23%	-167.831.676	-116.086.386	44,57%
<b>Profit net</b>	<b>818.901.388</b>	<b>234.464.742</b>	<b>249,26%</b>	<b>1.036.261.626</b>	<b>699.322.229</b>	<b>48,18%</b>

Producatorul de energie electrica a avut, asa cum era de asteptat, o crestere foarte mare a veniturilor, transformata si intr-o crestere de profit considerabila. La fel ca in cazul celorlalti doi emitenti mari care beneficiaza de cresterea preturilor din domeniul energetic, OMV Petrom si Romgaz, si la Nuclearelectrica veniturile mai mari au fost generate aproape exclusiv de cresterea preturilor, cantitatea totala de energie vanduta de companie fiind cu doar 1,96% mai mare in T1 2022 fata de T1 2021.

Veniturile principale ale companiei, cele din vanzarea energiei electrice, au crescut cu 169,82% in T1 2022, pana la 1,84 mld. RON, de la doar 683,54 mil. RON in T1 2021. Cresterea valorica a fost aproape dubla fata de cresterea inregistrata pe intregul an 2021 raportat la anul anterior, 1,16 mld. RON (T1 2022 vs T1 2021) comparativ cu 679 mil. RON (2021 vs 2020). In conditiile in care cantitatea vanduta a fost aproape neschimbata, ritmul de crestere al veniturilor a fost apropiat de cel al pretului mediu. Acesta a crescut cu 165,42%, de la 248,63 RON/MWh pana la 659,91 RON/MWh. Este destul de departe de pretul realizat de Romgaz si Petrom, care vand intr-o proportie mai mare decat Nuclearelectrica pe piata pentru ziua urmatoare, inasa vine la pachet cu o predictibilitate mai mare, necesara in cazul unui producator care nu dispune de flexibilitate. Eliminarea pietei reglementate a scos din ecuatie un factor important in anii trecuti, toata productia fiind acum vanduta pe piata libera.

La fel ca si la ceilalti doi emitenti mentionati, evolutia veniturilor face ca pe partea de cheltuieli sa para ca nu s-a intamplat nimic. Cele mai mari cresteri de cheltuieli non-fiscale au fost cele cu personalul, respectiv deprecierea si amortizarea, impreuna acoperind doar 3,3% din cresterea veniturilor. Impozitele, pe de alta parte, au aspirat si in acest caz o mare parte din banii in plus incasati de companie catre sacul fara fund numit bugetul de stat. Proportia a fost mai mica decat la Romgaz, cea mai plauzibila explicatie pentru aceasta diferenta fiind orientarea Nuclearelectrica spre contracte la termen, incheiate la pret mediu mai mic. Asta face ca diferenta fata de pretul stabilit in mod arbitrar de Stat drept corect sa fie mai mica, iar impozitul sa fie la randul sau mai mic. Impozitul pe veniturile suplimentare din dereglementarea pietei a fost in cazul producatorului de energie nucleara de 24,9% din venituri, mult mai putin decat la Romgaz, sau 39,5% din cresterea trimestriala a veniturilor.

Cresterea mare a veniturilor si impactul moderat al impozitului pe veniturile suplimentare au facut ca profitul operational sa urce intr-un ritm mai alert decat cel al veniturilor, cu 238,21%, de la 282,7 mil. RON in T1 2021 pana la 956,13 mil. RON in T1 2022. Cea mai mare parte a cresterii s-a transmis si catre profitul net, acesta urcand cu 249,26%, de la 234,46 mil. RON pana la 818,9 mil. RON. Profitul net TTM a ajuns la 1,62 mld. RON, mult peste maximul istoric anterior, iar pana la finalul anului ar putea depasi usor 2 mld. RON.

Facand o comparatie cu ceilalti doi emitenti, in cazul Nuclearelectrica 50,35% din cresterea veniturilor s-a transmis catre profitul net, in timp ce la OMV Petrom 37,03% din crestere (ajustata cu cresterea cheltuielilor cu achiziitiile de la terti), iar la Romgaz doar 19,85%. In toate cele trei cazuri, cea mai mare parte a diferentei a mers la Stat.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022 TTM
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,70	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,40
Numerar/Active	18,89%	18,80%	21,91%	25,43%	28,65%	34,28%
Datorii totale/Active	19,04%	19,03%	16,75%	14,98%	13,10%	13,94%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	923,79	1.089,49	1.184,97	1.316,14	1.742,10	2.429,34
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	4,19	3,23	3,89	3,99	4,49	4,39
Rata curenta	4,95	3,89	4,64	4,72	5,34	5,00
Rata numerarului	3,86	2,95	3,58	3,73	4,16	3,94
Efect de levier	0,24	0,24	0,20	0,18	0,15	0,16
Durata incasare creante (zile)	27,56	26,75	27,23	26,09	22,20	20,74
Durata mentinere stocuri (zile)	127,61	122,70	134,23	142,10	159,49	162,52
Durata plata furnizori (zile)	75,26	64,91	71,05	71,33	75,86	81,90
Ciclu conversie numerar (zile)	79,91	84,54	90,41	96,86	105,83	101,36
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	3,30%	4,49%	6,07%	7,99%	11,55%	17,36%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	4,09%	5,52%	7,39%	9,48%	13,37%	20,04%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	0,20	0,23	0,27	0,28	0,35	0,46
Rata de rotatie capital propriu	0,25	0,29	0,33	0,33	0,40	0,53
<b>Profitabilitate</b>						
Marja operationala	39,30%	43,18%	46,88%	48,09%	50,93%	52,87%
Marja neta	16,16%	19,29%	22,52%	28,59%	33,24%	37,87%
Marja EBITDA	48,69%	51,18%	49,84%	53,81%	55,90%	56,77%
Rata efectiva de impozitare	14,74%	28,30%	15,15%	14,24%	13,94%	14,55%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Cresterea spectaculoasa a veniturilor si profitului a facut ca majoritatea indicatorilor sa continue sa se imbunatateasca, pornind oricum de la un nivel foarte bun in urma cu 5 luni, atunci cand ultimele rezultate financiare publicate erau cele pentru primele 9 luni din 2021.

Indicatorii de risc financiar s-au imbunatatit usor, datoriile financiare nete ramanand pe minus, o situatie normala avand in vedere ca investitiile mari sunt programate pentru anii urmatori, activele utilizate in prezent fiind platite de mult timp. In mod paradoxal, cresterea volumului de activitate si cea a profitului au contribuit la inrautatarea catorva indicatori. Raportul intre datoriile totale si active a crescut de la 12,6% la 13,94%, inasa nu ca urmare a indatorarii financiare, ci pentru ca impozitul pe profit datorat a crescut cu 157,5 mil. RON, de la 52,34 mil. RON la noua luni in 2021 pana la 209,84 mil. RON la finalul T1 2022. Datoriile comerciale au crescut chiar mai mult, cu 246,17 mil. RON, de la 171,97 mil. RON la 418,14 mil. RON, facand ca datoriile totale sa urce intr-un ritm mai rapid decat activele.

Ratele de lichiditate au avut la randul lor de suferit de pe urma cresterii datoriilor pe termen scurt, rata rapida ajungand de la 4,72 la 4,39, cea curenta de la 5,57 la 5, iar cea a numerarului de la 4,32 la 3,94. Este o situatie temporara, cifrele urmand sa se stabilizeze intre timp si cel mai probabil sa se si imbunatateasca peste nivelul anterior.

Marjele de profit au crescut, insa nu intr-un ritm spectaculos, fiind tinute sub control si de impozitul pe veniturile suplimentare din dereglementare impus de Stat in domeniul energetic. Marja EBITDA chiar a scazut, de la 68,47% in raportul anterior pana la 56,77% acum.

Ratele de rentabilitate, pe de alta parte, au avut cresteri spectaculoase, fiind raportate la o baza mult mai stabila, si anume activele totale si capitalul propriu.

### Situatia investitiilor, dividendelor si datoriilor

Raportul intre cheltuielile de capital si cifra de afaceri a scazut de la un maxim al ultimilor ani, 11,7% cu rezultatele financiare TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la 30 septembrie 2021, pana la doar 6,02%, un minim al ultimilor ani. La aceasta scadere a contribuit pe de o parte reducerea cheltuielilor de capital TTM de la 329,44 mil. RON la 257,53 mil. RON, iar pe de alta parte cresterea abrupta a veniturilor, de la 2,83 mld. RON la 4,28 mld. RON, ca urmare a evolutiei pretului energiei electrice.

### Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	3L 2022
Portiune curenta imprumuturi pe termen lung	205.655.302	203.393.860	212.891.292	211.995.082	168.126.539	171.151.846
Portiune curenta leasing	0	0	0	117.721	264.025	261500
Imprumuturi pe termen lung	894.848.799	683.967.469	499.908.597	290.478.567	130.135.030	94.974.720
Leasing termen lung	0	0	0	515.074	910.586	844356
<b>Total datorii financiare</b>	<b>1.100.504.101</b>	<b>887.361.329</b>	<b>712.799.889</b>	<b>503.106.444</b>	<b>299.436.180</b>	<b>267.232.422</b>
Procent din activele totale	11,90%	10,01%	8,09%	5,69%	3,11%	2,50%
Procent din capitalul propriu	14,70%	12,36%	9,72%	6,69%	3,58%	2,91%
Datorii financiare/EBITDA	-0,7	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,4
Datorii financiare nete	-613.329.978	-723.814.437	-1.080.345.500	-1.664.840.000	-2.346.936.819	-3.312.284.699

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Datoriile financiare si numerarul au mers in directii

opuse in ultimii ani, iar dupa profiturile record inregistrate in ultimele trimestre aceasta evolutie si-a amplificat ritmul. Imprumuturile si contractele de leasing reprezinta o fractiune mica din lichiditatile companiei, acestea din urma crescand cu aproape 1 mld. RON in ultimele sase luni. Numerarul si depozitele bancare ale Nuclearelectrica totalizau la 31 martie 2022 3,58 mld. RON, echivalent cu 27,7% din capitalizarea de la 17 iunie.

Asta nu inseamna ca avem de a face cu un Apple in varianta romaneasca, pentru ca situatia nu va ramane asa la infinit. Investitiile programate pentru anii urmasori vor necesita, pe langa resursele financiare acumulate deja, si contractarea unor credite destul de mari, care vor duce datoriile financiare nete pe plus.

## Evolutia dividendelor

Dividendul aprobat din profitul pe anul trecut are cea mai mica rata de distributie si unul dintre cele mai mici randamente din toata perioada de dupa listare.

Asa cum am precizat si in materialul introductiv din luna ianuarie, ne asteptam ca ratele de distributie sa scada in mod semnificativ fata de perioada 2014-2020, dar sa ramana cel putin in zona de 50%, nivelul minim la care este obligata compania prin lege, de altfel.

Anul distributiei de dividend	Dividend brut	Rata de distributie	Randament brut
2014	1,2100	86%	12,60%
2015	0,3000	66%	4,06%
2016	0,3300	66%	6,24%
2017	0,3648	101%	4,86%
2017	0,3300	92%	4,71%
2018	1,6100	160%	17,50%
2018	0,9000	90%	10,58%
2019	1,2567	97%	10,51%
2020	1,6531	93%	10,27%
2021	1,5651	68%	5,61%
2022	1,9756	59%	4,71%

Sursa: Prime Analyzer

## Evaluare

### Comparatie multipli de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITD A	EV/Sales	Medie	Medie ajustata
Nuclearelectrica	7,28	1,33	2,75	2,99	1,99		
Mediana Regulated Electric	7,54	1,07	1,15	3,31	1,25		
Pret cu mediana Regulated Electric	44,3286	34,4331	17,8982	47,3806	26,8844	<b>34,1850</b>	<b>34,1850</b>
Mediana Utilities-Diversified	12,09	1,52	1,40	7,18	1,45		
Pret cu mediana Utilities-Diversified	71,0786	48,9143	21,7891	102,7773	31,1859	<b>55,1490</b>	<b>50,3929</b>
Mediana Utilities-Renewable	26,66	2,05	5,28	11,34	6,75		
Pret cu mediana Utilities-Renewable	156,7374	65,9699	82,1760	162,3251	145,1759	<b>122,4769</b>	<b>136,6036</b>
Mediana Independent Power Producers	20,12	1,98	1,98	7,70	2,09		
Pret cu mediana Independent Power Producers	118,2879	63,7173	30,8160	110,2207	44,9508	<b>73,5985</b>	<b>73,5985</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Asa cum am precizat si in materialul anterior, lipsa

emitentilor cu un model de business similar celui al Nuclearelectrica face ca multiplii de piata sa nu poata sta la baza unei evaluari in adevaratul sens al cuvintului.

Putem arunca, totusi, o privire catre multiplii emitentilor din domeniile in care ar putea fi incadrata compania. Domeniul Utilities – Renewable, care are cei mai mari multipli de piata, este la limita pentru Nuclearelectrica, energia produsa de aceasta nefiind una din surse regenerabile, chiar daca nu produce poluare in procesul de productie.

Medianele multiplilor din sectorul Utilities – Diversified, acolo unde se incadreaza cei mai multi producatori de energie (majoritatea, inasa, cu un mix de productie si nu cu productie dintr-o singura sursa) furnizeaza un pret teoretic de 55,15 RON/actiune, sau 50,39 daca scoatem din calcul valorile extreme, cu 15-30% mai mult decat pretul de piata al actiunii SNN la finalul sedintei din 17 iunie.

## Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

## Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Venituri totale</b>	<b>5.024,67</b>	<b>5.031,65</b>	<b>5.182,60</b>	<b>5.338,08</b>	<b>5.498,22</b>	<b>2.831,58</b>
<i>Evolutie</i>	105,42%	0,14%	3,00%	3,00%	3,00%	-48,50%
Cheltuieli operationale	-2.326,23	-2.311,58	-2.360,39	-2.412,72	-2.466,62	-1.317,07
<i>Evolutie</i>	34,56%	-0,63%	2,11%	2,22%	2,23%	-46,60%
<b>Profit operational</b>	<b>2.698,44</b>	<b>2.720,07</b>	<b>2.822,21</b>	<b>2.925,36</b>	<b>3.031,60</b>	<b>1.514,51</b>
<i>Evolutie</i>	249,81%	0,80%	3,76%	3,65%	3,63%	-50,04%
Marja operationala	55,05%	55,41%	55,82%	56,17%	56,52%	54,82%
Rezultat financiar net	30	30	30	30	30	-420
<i>Evolutie</i>	-31,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1500,00%
<b>Profit net</b>	<b>2.291,89</b>	<b>2.310,06</b>	<b>2.395,86</b>	<b>2.482,50</b>	<b>2.571,74</b>	<b>919,39</b>
<i>Evolutie</i>	227,73%	0,79%	3,71%	3,62%	3,59%	-64,25%
Marja neta	46,75%	47,06%	47,38%	47,67%	47,94%	33,28%

Sursa: estimari Prime Transaction

La fel ca si in materialul anterior, am luat in calcul fluxurile de numerar pe care ne asteptam sa le genereze afacerea in perioada de viata a celor patru reactoare de la Cernavoda, doua aflate deja in functiune si doua planificate. 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.

Mai jos sunt principalele diferente fata de ipotezele anterioare:

- Estimarea de crestere a veniturilor pentru 2022 a fost ajustata in sus pentru a tine cont de situatia actuala de pe piata energetica. Chiar si asa, e posibil ca estimarea pentru 2022 sa se dovedeasca in final una pesimista, ea luand in calcul un pret mediu al energiei electrice de circa 450 RON/MWh, destul de mult sub cel inregistrat in T1.
- Ca o consecinta a situatiei din acest an, estimarea privind cresterea anuala a veniturilor incepand din 2023 a scazut de la 5% la 3%. Chiar daca pe termen lung ne asteptam ca pretul energiei sa aiba o tendinta ascendenta, fiind influentat si de reorientarea spre autoturisme electrice in defavoarea celor cu combustie interna, cresterea de acum este una extrema, iar in viitor va fi compensata printr-o stabilizare sau chiar scadere. Desigur, asta nu inseamna ca nu mai exista loc de crestere pe termen scurt, insa calculele noastre sunt pe un interval foarte lung de timp.
- In calculul valorii intrinseci am inclus, pe langa numerar, si depozitele bancare. Ca regula generala, echivalentele de numerar sunt cele cu scadenta mai mica de 3 luni, insa in cazul Nuclearelectrica depozitele bancare pot fi considerate tot un echivalent de numerar, si nu investitii, chiar daca au scadente mai mari. Aceasta modificare a influentat valoarea intrinseca finala cu 4,43 RON.actiune.

De asemenea, raman valabile celelalte ipotezele principale din materialul anterior:

- Sunt incluse in calcule toate investitiile pe care compania le are in vedere in acest moment, precum si pe cele care ar fi rational sa apara ulterior ca efect al finalizarii acestora. Astfel, am luat in considerare extinderea productiei Unitatii 1 pana la sfarsitul anului 2026 in aceleasi conditii ca si pana acum, o perioada de 2 ani (2027-2028) pentru re tehnologizarea reactorului si o durata de viata ulterioara de 30 de ani. Suma inclusa in calcule a fost cea comunicata



de companie, 1,85 mld. EUR, la cursul de 5 RON/EUR, apropiat de cel din prezent. De asemenea, am luat in calcul re tehnologizarea ulterioara a Unitatii 2 in aceleasi conditii, dupa 30 de ani de functionare initiala, cu 2 ani de pauza si 30 de ani de functionare ulterioara, la acelasi pret ca si pentru Unitatea 1. Nu am inclus in calcul reactoarele modularele mici pentru care a fost semnat deja un memorandum cu americanii de la NuScale, neavand suficiente informatii, in sa acest proiect ar putea creste in mod substantial potentialul de profit al companiei pe termen lung.

- Unitatile 3 si 4 am considerat ca vor fi puse in functiune in 2030 si 2034, avand costuri totale de constructie de 7,2 mld. EUR, aproape de nivelul initial comunicat in anul 2020 ( o varianta optimista in contextul inflationist actual, in sa momentan nu exista informatii mai noi care sa ne directioneze spre alta cifra). Si in cazul lor am luat in calcul re tehnologizarea dupa primii 30 de ani de functionare, in aceleasi conditii ca si pentru primele doua.
- Productia de energie electrica estimata este una constanta, de 5,25 mil. MWh pe an pentru fiecare reactor.
- Cheltuielile cu deprecierea si amortizarea au fost estimate in functie de investitiile care urmeaza sa fie puse in functiune, cu perioade de amortizare de cate 30 de ani pentru fiecare reactor.
- Celelalte cheltuieli operationale au fost raportate la veniturile din activitatea principala. Pe termen scurt, ele au o variatie mai mica decat veniturile, in sa in timp toate sunt determinate de volumul de activitate.
- Rezultatul financiar net a fost proiectat sa ramana in zona actuala pana la demararea primului obiectiv major de investitii, dupa care evolutia sa va fi legata de necesitatile de finantare.
- Modelul se intinde pana in anul 2096, atunci cand ar urma sa fie inchisa Unitatea 4, la finalul celor doua perioade de functionare de cate 30 de ani. Nu am luat in calcul nicio valoare terminala, nefiind cazul.

#### Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>2.266,69</b>	<b>2.284,86</b>	<b>2.370,66</b>	<b>2.457,30</b>	<b>2.546,54</b>
+ Amortizare	550,00	550,00	550,00	550,00	550,00
- Variatie capital de lucru	447,06	5,79	125,18	128,93	132,80
- Cheltuieli de capital	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00
<b>FCFF</b>	<b>1.009,81</b>	<b>2.479,07</b>	<b>2.445,48</b>	<b>2.528,37</b>	<b>2.613,74</b>
<b>WACC</b>	<b>13,34%</b>				
Factor actualizare	1,0667	1,2089	1,3702	1,5529	1,7600
FCFF actualizat	946,69	2.050,62	1.784,81	1.628,16	1.485,08
Enterprise Value	14.429,17				
+ Numerar si depozite	3.579,52				
- Datorii financiare	267,23				
Equity Value	17.741,46				
Numar actiuni	301.643.894				
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>58,8159</b>				

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

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>16,67%</b>

- Capital de lucru conectat la volumul de activitate.
- Cheltuieli de capital aferente proiectelor de investitii detaliate mai sus, la care se adauga un nivel mai mic pentru activitatile curente.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 13,34%, influentat de:

➤ Rata fara risc	9,13%
➤ Prima de risc a pietei	6,92%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	16,05%
○ Rata fara risc	9,13%
➤ Beta (2 ani)	1,09
<b>Costul datoriilor</b>	<b>10,00%</b>
Pondere capital propriu	50%
Pondere datorii	50%
<b>WACC</b>	<b>13,34%</b>

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 16,67%, influentat la randul sau de:
  - Rata fara risc de 9,13%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani.
  - Prima de risc a pietei de 6,92%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc.
  - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 1,09, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 10%. Este un nivel mult mai mare decat cel estimat anterior, insa este in linie cu evolutia dobanzilor in aceasta perioada, nefiind cu mult peste dobanda la titlurile de stat. Avand in vedere nivelul ratei inflatiei, dobanzile sunt chiar foarte jos si e de asteptat sa mai creasca.
- Pondere egala a datoriilor si capitalului propriu, cate 50% fiecare, determinata de asteptarile ca investitiile in noile reactoare si in retehnologizarea celor existente sa fie finantate prin credite.

**Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 58,8159 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 37,42% mai mare decat pretul de inchidere din data de 17 iunie si cu 41,86% mai mare decat cea rezultata in materialul anterior. Diferenta vine in principal de la cresterea abrupta a pretului energiei electrice, concretizata intr-un profit mult mai mare pentru companie. In contextul inflationist actual, rezultatele din viitorul apropiat capata o importanta foarte mare, putand schimba in mod substantial valoarea unei companii. Introducerea depozitelor bancare in calcul a avut la randul sau o contributie la aceasta diferenta, chiar daca nu la fel de mare ca pretul energiei.**

Neavand o valoare rezultata din evaluarea pe baza multiplilor de piata, aceasta este si valoarea intrinseca finala estimata. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus.

Trebuie avute in vedere mai multe elemente care ar putea influenta in sus sau in jos evaluarea:

Pe de o parte, modelul nostru pleaca de la premisa optimista ca toate proiectele investitionale ale emitentului vor fi implementate, ca se vor incadra in termenele anuntate si ca vor costa atat cat a estimat conducerea. De asemenea, pornim de la premisa ca piata va fi lasata sa functioneze liber, fara interventii politice care sa micsoareze artificial pretul energiei.

Costul mediu ponderat al capitalului este in continuare influentat in acelasi timp de dobanzi mari si o prima de risc a pietei mare in ultimii ani, o situatie atipica si care in mod normal se va echilibra in timp.

Valoarea companiei va fi influentata puternic de gradul de realizare a obiectivelor investitionale, de evolutia pretului mediu al energiei electrice, de structura de finantare pe care o va alege pentru noile proiecte si de ratele de dobanda la

care se va putea imprumuta. De asemenea, pretul de piata nu este influentat doar de valoarea intrinseca a emitentului, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta a pretului de piata spre valoarea intrinseca. Daca data trecuta vorbeam de o piata mai „bullish” decat fundamentele pe care le identificasem, de data aceasta vedem exact opusul, cu niste fundamente imbunatatite in mod semnificativ de contextul din piata energetica, insa cu o piata „bearish” determinata de razboiul din Ucraina si de presiunea pe care o pune inflatia asupra pietelor de capital.

Departament analiza,

Marius Pandelescu

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

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursa, 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)