



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

Update raport de analiza Nuclearelectrica

Sumar:

- Situatia de pe piata energiei electrice a continuat sa ajute compania, pretul mediu de vanzare atingand noi recorduri istorice.
- Profitul net pe 2022 va depasi, cel mai probabil, 2,5 mld. RON, aducand un plus de valoare, dar si posibilitatea de a distribui dividende cu unul dintre cele mai mari randamente de la BVB.
- Interventiile Statului au adus cu ele incertitudine si riscuri. Mai intai a fost impus un impozit pe veniturile suplimentare care, daca ar ramane in vigoare pe termen nelimitat, ar putea duce aproape de zero valoarea companiei, apoi a fost centralizata cumpararea energiei la pretul fix de 450 RON/MWh pentru mai mult de doi ani, un sistem care aproape sigur va fi modificat in cursul anului.
- Rezultatele foarte bune si scaderea costului mediu ponderat al capitalului fac ca valoarea intrinseca estimata prin metoda DCF sa fie cu aproape 40% mai mare decat in iunie 2022. Impreuna cu cresterea valorii vine, inasa, si o crestere a riscurilor, atat pe partea de venituri (prin reglementarea pretului), cat si pe cea de cheltuieli (prin impozitarea suplimentara si efectul inflatiei asupra cheltuielilor de capital viitoare).

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)

81,6471

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 20.01.2023	43,6000
Capitalizare	13.151.673.778,40
Variatie pret YTD	1,87%
➤ Relativ la BET	-1,61%
Variatie pret 1 luna	-1,13%
Variatie pret 12 luni*	3,76%
➤ Relativ la BET*	+12,88%
Maxim 52 saptamani*	50,2000
Minim 52 saptamani*	31,0000
Valoare medie tranzactii 60 zile	1.127.377,41 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

Evolutii semnificative de la ultimul raport

A doua jumatate a anului a fost la fel de tumultuoasa ca si prima pentru producatorul de energie, care a fost ajutat de preturile mari ale energiei electrice, dar a fost afectat in acelasi timp de inflatia mare, riscurile generate de razboiul de langa granita Romaniei si, nu in ultimul rand, de discutiile interminabile privind plafonarea pretului energiei.

Solutia la care s-a ajuns intre timp, aceea a unui pret fix de 450 RON/MWh la care sa fie vanduta energia electrica, afecteaza compania daca ne raportam la anul

2022, atunci cand pretul mediu de vanzare a depasit 600 RON/MWh, inasa este mult peste oricare dintre anii anteriori (in 2021 pretul mediu realizat a fost de 267 RON/MWh). In opinia noastra este doar o varianta temporara, care nu va putea fi mentinuta pe tot parcursul anului curent, cu atat mai putin sa fie extinsa si in 2024. Ea nu tine cont de producatorii cu costuri de productie mari, care ar ajunge pe pierdere la 450 RON/MWh, si nici de necesitatea de a importa energie electrica pentru a echilibra sistemul in momentele cu deficit de productie. Totusi, o modificare a schemei, pentru care probabilitatea de a se intampla pana la finalul anului este aproape de 100%, ar putea sa nu aduca nimic diferit pentru Nuclearelectrica, sau chiar sa aduca un pret de vanzare mai mic. Compania are atat un cost de productie mic, cat si un actionar majoritar interesat sa calmeze nemulmirile consumatorilor, asa ca va ramane, alaturi de Hidroelectrica, in prima linie a preturilor scazute artificial.



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	5,31%
BET-XT	5,42%
BET-NG	16,45%
BET-BK	4,62%
BET Plus	4,93%
ROTX	8,40%
BET-TR	5,31%
BET-XT-TR	5,42%

Prezentare companie	
Adresa	Strada Polona, nr. 65, Bucuresti
Web	www.nuclearelectrica.ro
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
Actionar majoritar	248.850.476	82,50%
Statul Roman prin Ministerul Energiei	248.850.476	82,50%
Institutionali, dintre care:	32.371.775	10,73%
NN Pensii	12.450.000	4,13%
Aegon Vital Pensii	5.000.000	1,66%
Metropolitan Life Pensii	4.317.574	1,43%
Generali Pensii	2.955.437	0,98%
Goldman Sachs Asset Management	1.949.437	0,65%
The Vanguard Group	1.858.090	0,62%
BCR Pensii	1.183.665	0,39%
BRD Pensii	936.603	0,31%
Free float total	52.793.418	17,50%

Sursa: BVB, EquityRT, raportari fonduri

Conducerea companiei

Printre cele mai importante evenimente care s-au intamplat de la data ultimului update (20.06.2022) se numara:

- Oprirea planificata a Unitatii 1 a fost finalizata in data de 28 iunie, in ziua urmatoare fiind atinsa puterea nominala de productie. Unitatea 1 fusese oprita pe 8 mai in cadrul programului de mentenanta anuala.
- In luna iulie a fost semnat primul contract cu Candu Energy in proiectul de retehnologizare a Unitatii 1. Momentan ne aflam in faza de inceput a acestuia, retehnologizarea propriu-zisa fiind programata de companie incepand cu 2027.
- In Adunarea Generala a Actionarilor din 10 august a fost adoptata decizia preliminara de investitie pentru proiectul reactoarelor 3 si 4 si trecerea la etapa a 2-a, cea de lucrari preliminare. Pentru aceasta a fost majorat capitalul companiei de proiect Energonuclear cu 185 mil. EUR.
- Tot in AGA din 10 august a fost reinnoit pentru o perioada de 4 ani mandatul a 3 administratori, Teodor Chirica, Cosmin Ghita si Elena Popescu. Ulterior, in AGA din 19 octombrie au fost numiti ca administratori provizorii, pentru o perioada de 4 luni, Vasilica Grajdan, Remus Vulpescu si George Sergiu Niculescu. La AGA din august a fost ales si un nou membru CA, Dumitru Chirlesan, pentru o perioada de 4 luni, acesta ramanand administrator provizoriu dupa luna decembrie in baza deciziei Consiliului de Administratie, pana la urmatoarea AGA. Tot in august a fost aprobata reinnoirea mandatului directorului general, Cosmin Ghita, pentru 4 ani, incepand cu 12.02.2023.
- Pe 27 septembrie a fost anuntata lansarea companiei de proiect pentru reactoarele modulare mici care urmeaza sa fie amplasate la Doicesti, denumita RoPower Nuclear SA. Noua centrala va avea o capacitate de 462 MW, iar proiectul prevede punerea in functiune pana in 2030, fara sa existe insa o estimare mai clara. Pe 27 octombrie, noua entitate a primit un grant in valoare de 14 mil. USD de la Agentia SUA pentru Comert si Dezvoltare (USTDA), pentru realizarea studiului preliminar pentru proiectul centralei de la Doicesti.
- Agentia de rating Fitch a reconfirmat ratingul BBB- pentru Nuclearelectrica incepand cu luna noiembrie.
- Pe 13 ianuarie a fost publicat Bugetul de Venituri si Cheltuieli propus de Consiliul de Administratie pentru 2023, veniturile totale fiind estimate la 7,6 mld. RON, in crestere cu 15% fata de 2022, iar profitul net la 1,56 mld. RON, in scadere cu 48%. Din BVC rezulta ca profitul net pe 2022 a fost de 2,53 mld. RON, cu 6,9% mai mic decat ultima estimare a noastra, din luna decembrie (<https://www.primet.ro/documente/materiale-analiza/Material%20estimare%20dividende%202022.pdf>).

Sursa: EquityRT

Nume	Funcție
George Sergiu Niculescu	Provisional Non-Executive Member
Vasilica Grajdan	Provisional Non-Executive Member
Remus Vulpescu	Provisional Independent Non-Executive Member
Dumitru Chirlesan	Non-Executive Director
Elena Popescu	Non-Executive Director
Teodor Chirica	Chairman of the Board
Cosmin Ghita	CEO & Executive Director

Analiza rezultatelor financiare pentru T3 2022

Indicator (RON)	T3 2022	T3 2021	Evolutie T3	9L 2022	9L 2021	Evolutie 9L
Venituri vanzare energie electrica	1.740.807.899	775.237.956	124,55%	4.829.890.085	2.114.818.186	128,38%
Venituri transport energie	6.656.856	3.486.641	90,92%	15.846.891	9.842.974	61,00%

Total venituri	1.747.464.755	778.724.597	124,40%	4.845.736.976	2.124.661.160	128,07%
Alte venituri	22.734.486	25.170.207	-9,68%	64.797.197	61.770.543	4,90%
Depreciere si amortizare	-148.660.072	-139.785.853	6,35%	-451.278.958	-417.428.284	8,11%
Cheltuieli cu personalul	-136.543.741	-122.762.981	11,23%	-379.605.059	-316.551.910	19,92%
Cost energie achizitionata	-222.362.895	-60.630.991	266,75%	-475.233.359	-183.751.266	158,63%
Reparatii si mentenanta	-20.341.990	-24.378.272	-16,56%	-63.022.889	-70.440.767	-10,53%
Cheltuieli transport energie	-6.656.856	-3.486.641	90,92%	-15.846.891	-9.842.974	61,00%
Cheltuieli piese de schimb	-3.657.665	-4.613.613	-20,72%	-19.185.293	-15.377.567	24,76%
Cost combustibil nuclear	-43.854.396	-44.184.839	-0,75%	-115.876.234	-115.118.874	0,66%
Impozit pe venitul suplimentar	-287.120.312	0	-	-872.930.885	0	-
Alte cheltuieli exploatare	-108.499.630	-104.572.751	3,76%	-319.772.309	-303.293.081	5,43%
Total cheltuieli operationale	-977.697.557	-504.415.941	93,83%	-2.712.751.877	-1.431.804.723	89,46%
Rezultat operational	792.501.684	299.478.863	164,63%	2.197.782.296	754.626.980	191,24%
Rezultat financiar net	64.041.127	7.967.253	703,80%	114.334.002	17.294.729	561,09%
Profit brut	856.542.811	307.446.116	178,60%	2.312.116.298	771.921.709	199,53%
Impozit pe profit	-138.244.507	-52.231.094	164,68%	-373.025.785	-131.314.158	184,07%
Profit net	718.298.304	255.215.022	181,45%	1.939.090.513	640.607.551	202,70%

Nuclearelectrica a continuat seria de rezultate foarte bune, fiind si greu sa nu faca asta in conditiile actuale de pe piata energiei electrice.

Veniturile din vanzarea energiei electrice au crescut cu 124,55% la nivel trimestrial, de la 775,24 mil. RON in T3 2021 la 1,74 mld. RON in T3 2022, o crestere foarte apropiata de cea de 130,6% din primele sase luni ale anului. Si de aceasta data, pretul a fost elementul principal care a dus la cresterea veniturilor, pretul mediu al energiei vandute de producator fiind de 646,48 RON/MWh in T3 2022, cu 130,11% mai mare decat cel de 280,94 RON/MWh inregistrat in perioada similara a anului trecut. Cantitatea totala vanduta a scazut usor, cu 2,40%, de la 2,76 TWh la 2,69 TWh, in timp ce pe primele noua luni scaderea a fost ceva mai mare, de 5,11%, de la 8,04 TWh la 7,7 TWh.

La fel ca si in trimestrele precedente, cresterea pretului a fost considerabil mai mare pe Piata pentru Ziua Urmatoare (PZU) si Piata Intrazilnica (PI), acolo unde preturile medii obtinute de Nuclearelectrica au ajuns in zona de 1.000 RON/MWh, in crestere cu circa 200% fata de perioada similara a anului trecut. Pe piata contractelor bilaterale pretul mediu a fost cam la jumatate, circa 500 RON/MWh in al treilea trimestru al anului. Contractele bilaterale au in continuare cea mai mare pondere in totalul cantitatilor vandute, ceva mai mult de 85% in primele noua luni ale acestui an, inregistrand chiar o crestere din acest punct de vedere fata de perioada similara a anului trecut, in ciuda avantajului pe care l-a luat piata Spot in ultima perioada.

Cheltuielile operationale au ramas in general stabile, singurele care au avut variatii mai mari fiind cele cu energia electrica achizitionata si cu impozitul pe venituri suplimentare. Primele au crescut cu 266,75%, de la 60,63 mil. RON la 222,36 mil. RON, iar cele din a doua categorie au crescut de la zero la 287,12 mil. RON la nivel trimestrial. Ambele categorii de cheltuieli au fost influentate tot de pretul mai mare al energiei, in primul caz fiind vorba de pretul la care a fost cumparata energia pentru a acoperi angajamentele contractate suplimentar fata de capacitatea de productie din anumite momente, iar in al doilea caz de depasirea plafonului stabilit de Stat, peste care se aplica impozitul pe venituri suplimentare obtinute din dereglementarea pietei.

Restul cheltuielilor au avut variatii destul de mici, chiar daca unele dintre ele au ponderi mari in total. Este in principal cazul cheltuielilor cu deprecierea si amortizarea, care aveau cea mai mare pondere in total pana in acest an, si care au crescut cu doar 6,35% in T3, de la 139,79 mil. RON in 2021 la 148,66 mil. RON in 2022, si al celor cu personalul, aflate pe locul al doilea in mod obisnuit, in crestere cu 11,23%, de la 122,76 mil. RON la 136,54 mil. RON. In primele sase luni ale anului ambele avsesera cresteri mai mari, de 9%, respectiv 25,43%.

Per total, cheltuielile operationale au avut o crestere trimestriala de 473,28 mil. RON, sau 93,83%, mai putin de jumatate din cresterea veniturilor. In aceste conditii, profitul operational a crescut intr-un ritm mai rapid decat cel al veniturilor, cu 164,63%, de la 299,48 mil. RON in T3 2021 pana la 792,5 mil. RON in T3 2022. Fiind vorba despre o companie cu rezerve de numerar semnificative, rezultatul financiar a crescut la randul sau foarte mult, cu 703,8%, de la 7,97 mil. RON la 64,04 mil. RON, aproape integral ca urmare a veniturilor mai mari din dobanzi.

Evolutia buna atat a profitului operational, cat si a celui financiar a facut ca si rezultatul net sa aiba o crestere importanta, de 181,45%, de la 255,22 mil. RON in T3 2021 la 718,3 mil. RON in T3 2022. Cresterea a fost mai mica, totusi, decat cea din S1, atunci cand profitul urcase cu 216,77%. Pe primele noua luni ale anului profitul s-a apropiat de 2,mld. RON, in timp ce pe ultimele 12 luni (TTM – trailing twelve months) acesta a ajuns la 2,33 mld. RON, mai mult decat dublu fata de cel de anul trecut.

Intrarea in faza a doua a colaborarii cu SUA in proiectul reactoarelor 3 si 4 ale centralei de la Cernavoda este o veste buna pentru companie, de data aceasta putandu-ne astepta ca proiectul sa se si finalizeze, mai ales in conditiile crizei energetice actuale. O alta veste, dar mai putin buna, este re-reglementarea pietei energiei electrice, intr-un mod deocamdata neclar. Pretul de 450 RON/MWh scos in fata de Guvern nu ar fi chiar unul prost pentru Nuclearelectrica, avand in vedere ca in acest an compania a vandut curent prin contracte bilaterale la preturi medii de circa 500 RON/MWh, obtinand profituri foarte mari la aceste preturi. Problema este ca in Romania exista doar doi producatori, Nuclearelectrica si Hidroelectrică, pentru care plafonarea nu ar fi o problema, ceilalti avand costuri de productie mult mai mari. Cota de piata cumulata a celor doua este sub 50%, asa ca e greu de inteles de unde se asteapta guvernantii sa scoata curentul electric de 450 RON/MWh pe care mizeaza. Eliminarea intermediarilor prin mecanismul de achizitie centralizata ar putea rezolva o parte din problema, dar incapatanarea ca toti consumatorii sa aiba pret plafonat va urca cererea cu mult deasupra ofertei si ar putea duce la prabusirea intregului sistem pe care incearca sa il implementeze. Oricare ar fi rezultatul, e de asteptat ca Nuclearelectrica sa fie afectata, fiind companie de Stat si neavand de ales daca intra sau nu in acest joc. Impactul va fi, totusi, mai mic decat la companiile care produc energie din surse mai scumpe, iar o eventuala eliminare a impozitului pe veniturile suplimentare l-ar putea anula complet.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	9L 2022 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,70	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,20
Numerar/Active	18,89%	18,80%	21,91%	25,43%	28,65%	36,31%
Datorii totale/Active	19,04%	19,03%	16,75%	14,98%	13,10%	12,05%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	923,79	1.089,49	1.184,97	1.316,14	1.742,10	3.219,11
Lichiditate						

Rata rapida	4,19	3,23	3,89	3,99	4,49	5,64
Rata curenta	4,95	3,89	4,64	4,72	5,34	6,40
Rata numerarului	3,86	2,95	3,58	3,73	4,16	5,13
Efect de levier	0,24	0,24	0,20	0,18	0,15	0,14
Durata incasare creante (zile)	27,56	26,75	27,23	26,09	22,20	18,61
Durata mentinere stocuri (zile)	127,61	122,70	134,23	142,10	159,49	170,13
Durata plata furnizori (zile)	75,26	64,91	71,05	71,33	75,86	100,17
Ciclu conversie numerar (zile)	79,91	84,54	90,41	96,86	105,83	88,57
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	3,30%	4,49%	6,07%	7,99%	11,55%	23,19%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	4,09%	5,52%	7,39%	9,48%	13,37%	26,57%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,20	0,23	0,27	0,28	0,35	0,58
Rata de rotatie capital propriu	0,25	0,29	0,33	0,33	0,40	0,66
Profitabilitate						
Marja operationala	39,30%	43,18%	46,88%	48,09%	50,93%	52,20%
Marja neta	16,16%	19,29%	22,52%	28,59%	33,24%	39,99%
Marja EBITDA	48,69%	51,18%	49,84%	53,81%	55,90%	55,14%
Rata efectiva de impozitare	14,74%	28,30%	15,15%	14,24%	13,94%	14,93%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Aproape toti indicatorii companiei au continuat sa se imbunatateasca in T2 si T3, ajutati si de aceasta data de pretul mare al energiei electrice.

Cresterea numerarului si depozitelor bancare a imbunatatit atat indicatorii de risc financiar cat si pe cei de lichiditate, chiar daca evolutiile nu au fost unele spectaculoase. Nici nu ar fi avut cum sa fie asa, pentru ca toti indicatorii porneau deja de la valori foarte bune. Trebuie avut in vedere faptul ca valorile inregistrate de indicatorii din cele doua categorii sunt influentate in mod pozitiv si de stadiul in care se afla in acest moment afacerea, investitiile masive, pentru care va fi nevoie de un grad de indatorare semnificativ, fiind programate de-abia incepand cu anul 2027. Pana atunci ne putem astepta sa fie stranse chiar mai multe rezerve de numerar, daca nu cumva acestea vor ajunge, ca in anii trecuti, catre pensii si salarii ale bugetarilor.

Indicatorii de rentabilitate au crescut la randul lor, fiind ajutati tot de profitul mult mai mare decat in perioadele anterioare, la fel cum s-a intamplat si cu ratele de rotatie ale activelor, respectiv capitalului propriu, in cazul din urma influenta venind de la veniturile in crestere.

Singura categorie care nu a avut o evolutie la fel de buna a fost cea a indicatorilor de profitabilitate, marja operationala si marja EBITDA avand scaderi usoare, iar marja neta o crestere de circa doua puncte procentuale. In mod normal nu ar trebui sa vedem o asemenea evolutie in conditiile in care profitul mai mare a fost adus de cresterea pretului de vanzare, si nu de cantitatile mai mari vandute, insa in cazul companiilor energetice romanesti exista o influenta importanta din partea impozitului pe venituri suplimentare din dereglementarea pietei.

Situatia investitiilor, dividendelor si datoriilor

Investitiile au inregistrat o crestere fata de materialul anterior, pe ultimele 12 luni (pana la 30 septembrie 2022) ajungand la putin peste 400 mil. RON, de la 257 mil. RON in perioada de 12 luni incheiata la 31 martie 2022. Aceasta crestere a facut ca raportul dintre cheltuielile de capital si cifra de afaceri sa urce de la 6,02% pana la 6,87%, chiar daca in acelasi timp a avut loc si o crestere destul de mare a cifrei de afaceri. Nivelul investitiilor este, oricum, unul foarte redus fata de cel la care se va

ajunge in viitor, atunci cand va fi re tehnologizata Unitatea 1, va fi demarata constructia Unitatilor 3 si 4 si vor fi lansate reactoarele modulare mici. Desigur, in ipoteza in care toate aceste proiecte vor fi implementate.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2017	2018	2019	2020	2021	9L 2022
Portiune curenta imprumuturi pe termen lung	205.655.302	203.393.860	212.891.292	211.995.082	168.126.539	65.399.741
Portiune curenta leasing	0	0	0	117.721	264.025	259.073
Imprumuturi pe termen lung	894.848.799	683.967.469	499.908.597	290.478.567	130.135.030	87.102.400
Leasing termen lung	0	0	0	515.074	910.586	721.122
Total datorii financiare	1.100.504.101	887.361.329	712.799.889	503.106.444	299.436.180	153.482.336
Procent din activele totale	11,90%	10,01%	8,09%	5,69%	3,11%	1,39%
Procent din capitalul propriu	14,70%	12,36%	9,72%	6,69%	3,58%	1,58%
Datorii financiare/EBITDA	-0,7	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,2
Datorii financiare nete	-613.329.978	-723.814.437	-1.080.345.500	-1.664.840.000	-2.346.936.819	-3.735.377.115

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Contextul economic a facut ca datoriile financiare nete ale

companiei sa ajunga si mai mult in zona negativa, numerarul si depozitele bancare crescand sustinut, in timp ce datoriile financiare, atat pe termen scurt cat si pe termen lung, au scazut. Numerarul si depozitele au ajuns la 29,57% din capitalizarea bursiera, de la 27,7% la jumatatea lui iunie 2022. Precizam ca in acest tabel am inclus in datoriile financiare nete atat numerarul si echivalentele de numerar, cat si depozitele bancare.

Evolutia dividendelor

Profitul foarte mare care se prefigureaza pentru 2022 poate duce randamentul dividendelor distribuite de Nuclearelectrica confortabil peste pragul de 10%, in functie de decizia pe care o va lua actionarul majoritar, Statul. Estimarea noastra se bazeaza pe o rata de distributie de 60%, in cazul companiilor de stat exista un istoric consistent de inconsistenta in luarea acestor decizii, cu numeroase situatii in care convocatoarele AGA cu propunerea de dividend au fost modificate cu cateva zile inaintea

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%
2023e	5,4000	60%	12,33%

Sursa: Prime Analyzer

evenimentului, si chiar cu cazuri in care propunerea a fost respinsa de reprezentantul actionarului majoritar, desi conducerile companiilor sunt numite chiar de Stat si se putea ajunge la o decizie finala in prealabil. Prin urmare, exista atat posibilitatea de a vedea o distributie mai mare care sa sustina diverse pomeni electorale, cat si posibilitatea de a vedea o distributie la minimul legal, fiind luate in considerare necesitatile investitionale mari ale companiei in anii urmatatori.

Evaluare

Comparatie multipli de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITD A	EV/Sales	Medie	Medie ajustata
Nuclearelectrica	5,63	1,35	2,25	2,89	1,59		
Mediana Regulated Electric	6,94	0,70	0,59	3,80	0,70		
Pret cu mediana Regulated Electric	53,7449	22,6074	11,4329	57,3287	19,1950	32,8618	32,8618
Mediana Utilities-Diversified	15,35	1,49	0,76	8,90	0,93		
Pret cu mediana Utilities-Diversified	118,8739	48,1215	14,7271	134,2699	25,5019	68,2989	64,1658
Mediana Utilities-Renewable	26,35	2,52	4,63	12,88	6,69		
Pret cu mediana Utilities-Renewable	204,0604	81,3867	89,7191	194,3142	183,4491	150,5859	167,8857
Mediana Independent Power Producers	28,49	2,35	1,24	10,38	1,32		
Pret cu mediana Independent Power Producers	220,6330	75,8963	24,0284	156,5979	36,1962	102,6704	102,6704

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Rezultatele comparatiei multiplilor de piata din cele patru

sub-sectoare apropiate de businessul Nuclearelectrica au fost din nou unele foarte dispersate, cu o valoare in scadere pentru multiplii din sub-sectorul Regulated Electric, cel care furniza deja cea mai mica valoare medie, si cu cresteri pentru celelalte trei. Emitentii luati in calcul sunt doar cei de pe pietele de capital europene.

Dat fiind modelul de business bazat pe productia de energie dintr-o singura sursa, compania nu se incadreaza in niciunul dintre aceste sub-sectoare si nici nu exista un numar rezonabil de emitenti similari cu care ar putea fi comparata, asa ca rezultatele obtinute prin metoda comparatiei multiplilor de piata nu sunt incluse in valoarea intrinseca finala estimata.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Venituri totale	6.611,56	7.533,75	5.919,38	8.244,08	8.367,74	4.246,63
<i>Evolutie</i>	170,30%	13,95%	-21,43%	39,27%	1,50%	-49,25%
Cheltuieli operationale	-3.745,58	-5.851,75	-4.500,38	-6.317,88	-6.265,01	-1.793,35
<i>Evolutie</i>	116,66%	56,23%	-23,09%	40,39%	-0,84%	-71,38%
Profit operational	2.865,98	1.682,00	1.419,00	1.926,19	2.102,73	2.453,27
<i>Evolutie</i>	271,53%	-41,31%	-15,64%	35,74%	9,16%	16,67%
Marja operationala	44,43%	22,88%	24,57%	23,95%	25,76%	59,21%
Rezultat financiar net	160	160	130	100	70	-420
<i>Evolutie</i>	263,50%	0,00%	-18,75%	-23,08%	-30,00%	-700,00%
Profit net	2.541,82	1.547,28	1.301,16	1.702,00	1.825,09	1.707,95
<i>Evolutie</i>	263,47%	-39,13%	-15,91%	30,81%	7,23%	-6,42%
Marja neta	39,41%	21,05%	22,53%	21,16%	22,36%	41,22%

Sursa: estimari Prime Transaction

In cazul Nuclearelectrica am folosit in continuare un mod de calcul mai putin obisnuit, care include toata perioada in care e de asteptat sa functioneze centrala de la Cernavoda, fara sa luam in calcul o valoare terminala. 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:

- Estimările privind preturile de vanzare ale energiei au fost revizuite in mod semnificativ, ca urmare a evolutiei din piata si a modificarilor legislative:
 - Pentru anul 2023 am mers pe mana conducerii companiei, luand in calcul venituri apropiate de cele din Bugetul de Venituri si cheltuieli publicat recent, echivalente cu un pret mediu de 700 RON/MWh, mult peste cei 450 RON/MWh din OUG de plafonare a preturilor. Am facut acest lucru pentru ca exista deja contracte bilaterale incheiate pentru acest an la preturi destul de mari, iar sistemul pe care vrea sa-l implementeze Guvernul a avut un start foarte slab, OPCOM nefiind in stare sa acopere decat o mica parte din cerere prin piata centralizata pe care o opereaza. Marja de eroare este una destul de mare, pentru ca esecul sistemului va obliga autoritatile sa-l schimbe, intr-un mod care ar putea afecta si Nuclearelectrica.
 - Pentru 2024 am redus estimarea pretului mediu la 550 RON/MWh, tot peste plafonul de 450 RON/MWh, dar sub estimarea din BVC al companiei. E posibil ca modificarea sistemului de plafonare sa oblige Nuclearelectrica sa vanda exclusiv catre OPCOM la pretul fix, iar pentru 2024 e putin probabil sa existe deja contracte bilaterale semnate, asa ca estimarea ar putea fi usor optimista.
 - Pentru perioada de dupa 2024 am redus procentul de crestere anuala a pretului de la 3% la 1,5%, potentialul de crestere fiind mult mai mic dupa ce deja s-a ajuns la un nivel foarte ridicat. Oricum preturile pentru prima perioada a estimarii sunt mult mai mari decat cele de acum 6 luni, evolutia din piata fiind in acest timp una foarte abrupta.
- Am inclus in calcule impozitul pe venitul suplimentar, egal cu 80% din diferenta dintre veniturile realizate efectiv si cele corespunzatoare pretului de 450 RON/MWh. Am luat in calcul aplicarea acestui impozit pana in anul 2026 inclusiv, insa e posibil ca intervalul sa fie mai mare, iar orice prelungire a perioadei de aplicare a acestui impozit „haiducesc” va afecta valoarea companiei. In cazul extrem, aplicarea impozitului pana in ultimul an al scenariului, 2096, cu acelasi prag de 450 RON/MWh, ar duce valoarea intrinseca estimata a companiei la mai putin de 5 RON/actiune. Desigur, acest caz extrem are o probabilitate apropiata de zero, insa orice an in plus in care acest impozit exista inseamna un minus de 2-3 lei pe actiune (impactul este mai mare in primii ani si mai mic ulterior) in valoarea companiei.
- Rezultatul financiar net a fost ajustat in sus pentru acest an si pentru cei urmatiori, fiind influentat de cresterea dobanzilor la depozite si de cresterea considerabila a lichiditatilor.
- Un factor pe care nu l-am inclus inca in calcul este cresterea potentiala a costurile de constructie si re tehnologizare pentru toate cele 4 unitati, din cauza inflatiei. Deocamdata nu exista actualizari ale estimarilor companiei, insa e putin probabil ca preturile in crestere ale tuturor materialelor sa nu isi puna amprenta in viitor asupra cheltuielilor de capital ale Nuclearelectrica.

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, insa 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 comunicat de companie (o varianta optimista in contextul inflationist actual, insa 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, insa in timp toate sunt determinate de volumul de activitate.
- 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
EBIT*(1-T)	1.412,88	1.191,96	1.618,00	1.766,29	2.060,75
+ Amortizare	550,00	550,00	550,00	550,00	325,00
- Variatie capital de lucru	548,28	603,10	202,42	102,55	-3.417,51
- Cheltuieli de capital	400,00	350,00	350,00	350,00	9.350,00
FCFF	1.014,60	788,86	1.615,59	1.863,74	-3.546,74
WACC	12,51%				
Factor actualizare	1,1251	1,2658	1,4241	1,6023	1,8027
FCFF actualizat	901,81	623,20	1.134,43	1.163,19	-1.967,47
Enterprise Value	20.892,97				
+ Numerar	3.888,86				
- Datorii	153,48				
Equity Value	24.628,35				
Numar actiuni	301.643.894				
Valoare estimata pe actiune	81,6471				

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

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	15,02%
➤ Rata fara risc	7,31%
➤ Prima de risc a pietei	8,57%

- | | |
|---|---------------|
| ○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani) | 15,87% |
| ○ Rata fara risc | 7,31% |
| ➤ Beta (2 ani) | 0,90 |
| Costul datoriilor | 10,00% |
| Pondere capital propriu | 50% |
| Pondere datorii | 50% |
| WACC | 12,51% |
- 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 12,51%, influentat de:
- Sursa: estimari Prime Transaction
- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 15,02%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 7,31%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani.
 - Prima de risc a pietei de 8,57%, 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 0,9, calculat pentru ultimii 2 ani.
 - Costul datoriilor de 10%, egal cu cel din materialul anterior. Persistenta inflatiei face ca scaderea recenta a dobanzilor titlurilor de stat si a celor interbancare sa fie una greu de sustinut pe termen mai lung, asa ca nu consideram ca se impune momentan o reducere a estimarii privind costul datoriilor.
 - 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 81,6471 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 87,26% mai mare decat pretul de inchidere din data de 20 ianuarie si cu 38,82% mai mare decat cea rezultata in materialul anterior. Diferenta vine de la mai multi factori, cei mai importanti fiind evolutia peste asteptari a pretului energiei electrice si scaderea costului mediu ponderat al capitalului.

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 luate in calcul cateva elemente de risc, cum ar fi cele legate de pretul de vanzare plafonat si de perioada de aplicare a impozitului pe veniturile suplimentare, precum si cele legate de costurile reale de constructie si retehnologizare pentru reactoarele nucleare, in contextul inflationist actual. De asemenea, trebuie avut in vedere faptul ca am ales o abordare „neortodoxa” si am inclus depozitele bancare in echivalentele de numerar, acest lucru adaugand 7,94 lei/actiune la valoarea obtinuta prin metoda DCF. Ramanem la parerea ca e o abordare corecta, avand in vedere specificul companiei.

Nu in ultimul rand, un factor de risc important tine de posibilitatea ca in final sa nu poata fi realizate toate obiectivele investitionale, sau ca realizarea lor sa intarzie foarte mult, mai ales daca ne uitam la felul in care s-au derulat lucrurile in trecut. Optimismul de a include toate proiectele cu termenele furnizate de autoritati vine de la contextul in care ne aflam, cu o nevoie brusca de a gasi surse de productie de energie complet independente de Rusia, si de la implicarea SUA in acest proiect. Nu exista, totusi, nicio garantie ca actualul context va determina ca si pe termen lung lucrurile sa fie tratate

la fel de serios ca acum.

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, 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