



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

Update raport de analiza Nuclearelectrica

Sumar:

- Desi conditiile de pe piata energiei electrice s-au mai stabilizat, pretul actiunii SNN a fost foarte volatil in prima jumatate a anului, rupandu-se de evolutia calma a principalului indice de la BVB.
- Profitul net a batut pasul pe loc in primul trimestru al anului, in ciuda cresterii destul de mari a veniturilor din activitatea principala. In urmatoarele trei trimestre ne asteptam chiar ca el sa scada destul de mult, din cauza plafonarii pretului energiei.
- Dividendul aprobat in acest an a fost sub asteptarile noastre, inasa a ramas cu unul dintre cele mai mari randamente de la BVB.
- Scaderea pretului energiei pe piata libera a redus considerabil probabilitatea ca sistemul de achizitie centralizata la pret fix sa intre in colaps. Tinand cont de aceste doua elemente, am ajustat in jos estimarile privind pretul mediu de vanzare al energiei pentru 2024 si 2025.
- Valoarea intrinseca estimata a scazut cu 11,39% fata de materialul anterior, inasa se mentine cu peste 60% mai sus fata de pretul de piata. Scaderea fata de materialul anterior are la baza pe de o parte estimarile privind pretul energiei, iar pe de alta parte costul mediu ponderat mai mare al capitalului, cauzat la randul sau de prima de risc a pietei si de volatilitatea mai mare a actiunii SNN.

Valoare intrinseca
estimata (lei/actiune)

72,3442

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 20.01.2023	44,5000
Capitalizare	13.423.153.283,00
Variatie pret YTD	3,97%
➤ Relativ la BET	-1,06%
Variatie pret 1 luna	-5,02%
Variatie pret 12 luni*	+3,43%
➤ Relativ la BET*	+12,88%
Maxim 52 saptamani*	52,2000
Minim 52 saptamani*	38,8500
Valoare medie tranzactii 60 zile	2.182.517,97 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

Prima jumatate a anului curent a fost una volatila pentru actiunea SNN, pretul acesteia avand doua perioade de crestere abrupta, urmate de fiecare data de scaderi care au dus cotatia de unde pornise. Cea de-a doua scadere a avut legatura si cu trecerea datei de inregistrare pentru dividende, insa chiar si dupa acel moment pretul a continuat sa mearga in jos, fara sa existe un motiv evident pentru aceasta evolutie.

Evolutia pretului nu a fost determinata de vreun eveniment important, stirile dinspre companie fiind destul de putine si nu neaparat de natura sa produca o reactie majora in piata. Comparativ, in aceeasi perioada indicele BET a avut o evolutie laterala, osciland intr-un interval ingust, intre 12.000 si 12.500 de puncte de la inceputul anului si pana in prezent.

Diferenta dintre volatilitatea pretului actiunii SNN si cea generala a pietei poate fi observata si din faptul ca indicatorul Beta calculat pentru ultimii 2 ani in raport cu indicele BET a crescut de la 0,9 la data realizarii update-ului anterior (in ianuarie 2023) pana la 1,19 in momentul de fata. La jumatatea lui 2022 acest indicator era la 1,09, la momentul respectiv volatilitatea provenind de la cresterea accelerata a pretului actiunii SNN, de la mai putin de 5 lei in anul 2016 pana la ceva mai mult de 50 de lei in vara anului trecut.



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET	5,20%
BET-XT	5,44%
BET-NG	16,12%
BET-BK	4,20%
BET Plus	4,85%
ROTX	4,05%
BET-TR	5,54%
BET-XT-TR	5,79%

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:	31.783.464	10,54%
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%
The Vanguard Group	1.932.963	0,64%
Goldman Sachs Asset Management	1.402.718	0,47%
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

Printre cele mai importante evenimente care s-au intamplat de la data ultimului update (20.01.2023) se numara:

- In AGA din 15 februarie au fost desemnati patru membri CA neexecutivi, „ca urmare a finalizarii procedurii de selectie”, potrivit comunicatului publicat de companie. Asa cum ne-am obisnuit la companiile de stat, „selectia” s-a intamplat sa returneze fix numele membrilor care fusesera deja numiti de Stat in CA cu mandate provizorii. Ulterior, pe 29.03 unul dintre acesti membri, George-Sergiu Niculescu, a fost „selectat” si la Hidroelectrica, incetandu-si de drept mandatul in CA al Nuclearelectrica, doar pentru ca mai apoi sa plece si de la Hidroelectrica in functia de presedinte ANRE. In prezent ambele companii cauta un inlocuitor care sa ocupe locul ramas liber in CA. Din pacate, aceasta practica s-a impamantenit la toate companiile de Stat, facand ca o initiativa laudabila, cum este cea de a selecta conducerea acestor companii in mod profesionist, sa se transforme intr-o acoperire pentru rotirea unor persoane de la o companie la alta, in domenii care de cele mai multe ori nu au legatura unul cu celalalt.
- La inceputul lunii martie a fost semnat un contract in valoare de aproximativ 65 mil. USD cu SNC-Lavalin, din care face parte Candu Energy Inc., pentru lucrari suplimentare pre-proiect in vederea re tehnologizarii Unitatii 1 a centralei. Termenele avansate initial pentru realizarea acestui proiect au ramas aceleasi, ceea ce confirma, deocamdata, abordarea optimista pe care am avut-o in evaluarea companiei. Nici valoarea estimata a proiectului nu a fost modificata pana acum, insa in contextul inflationist actual riscurile raman unele ridicate din acest punct de vedere.
- In AGA din 26 aprilie a fost aprobat un dividend de 4,25407469 lei pe actiune, cu 21,63% mai mic decat ultima noastra estimare, rata de distributie fiind sub cea la care ne asteptam. Chiar si asa, rezultatele foarte bune din 2022 au facut ca randamentul dividendului sa fie unul dintre cele mai mari de la BVB in acest an.
- Pe 7 mai, Unitatea 2 a intrat in programul de oprire planificata care are loc o data la doi ani. De obicei acesta dureaza circa o luna si jumătate.
- De pe 1 iunie, actiunile SNN au fost incluse in indicii MSCI Frontier Markets si MSCI Romania. Acest lucru nu a avut un efect imediat, luna iunie fiind deocamdata una slaba din punct de vedere al performantei bursiere.

Conducerea companiei

Nume	Funcție
Teodor Chirica	Presedinte CA
Cosmin Ghita	Membru CA si Director General
Vasilica Grajdan	Membru CA
Elena Popescu	Membru CA
Dumitru Chirlesan	Non-Executive Director
Remus Vulpescu	Membru CA

Sursa: EquityRT

Analiza rezultatelor financiare pentru T3 2022

Indicator (RON)	T1 2023	T1 2022	Evolutie T1	2022	2021	Evolutie anuala
Venituri vanzare energie electrica	2.093.433.460	1.844.367.692	13,50%	6.343.639.700	3.103.149.573	104,43%
Venituri transport energie	7.006.854	4.155.903	68,60%	22.902.955	13.489.781	69,78%
Total venituri	2.100.440.314	1.847.523.595	13,69%	6.366.542.655	3.116.639.354	104,28%
Alte venituri	19.252.979	18.844.745	2,17%	167.467.707	87.240.542	91,96%
Depreciere si amortizare	-156.159.585	-150.903.929	3,48%	-605.405.084	-562.856.167	7,56%
Cheltuieli cu personalul	-139.769.691	-119.554.402	16,91%	-555.235.871	-444.087.233	25,03%
Cost energie achizitionata	-2.243.515	-8.113.761	-72,35%	-513.740.391	-249.251.484	106,11%
Reparatii si mentenanta	-14.755.039	-14.625.515	0,89%	-86.468.972	-87.343.797	-1,00%

Cheltuieli transport energie	-7.006.854	-4.155.903	68,60%	-22.902.955	-13.489.781	69,78%
Cheltuieli piese de schimb	-2.625.679	-3.533.092	-25,68%	-25.907.604	-17.483.880	48,18%
Cost combustibil nuclear	-44.796.349	-43.956.669	1,91%	-151.211.177	-154.445.202	-2,09%
Impozit pe venitul suplimentar	-840.842.238	-459.176.701	83,12%	-1.085.014.040	0	-
Alte cheltuieli exploatare	-111.520.344	-107.221.612	4,01%	-502.116.398	-495.442.284	1,35%
Total cheltuieli operationale	-1.319.719.294	-911.241.584	44,83%	-3.548.002.492	-2.024.399.828	75,26%
Rezultat operational	799.973.999	956.126.756	-16,33%	2.986.007.870	1.179.480.068	153,16%
Rezultat financiar net	107.730.893	18.696.549	476,21%	206.489.041	24.613.234	738,94%
Profit brut	907.704.892	974.823.305	-6,89%	3.192.496.911	1.204.093.302	165,14%
Impozit pe profit	-141.186.889	-155.921.917	-9,45%	-428.073.459	-167.831.676	155,06%
Profit net	766.518.003	818.901.388	-6,40%	2.764.423.452	1.036.261.626	166,77%

Nuclearelectrica a fost ajunsa din urma de impozitele mari, impozitul pe venitul suplimentar impiedicand-o sa raporteze in primul trimestru al anului o crestere de profit atipica pentru contextul actual de pe piata energetica locala.

In mod paradoxal, plafonarea pretului energiei electrice nu a fost urmata in cazul producatorului de energie din surse nucleare de o scadere a pretului mediu realizat, ci de o crestere a acestuia. Cantitatea de energie vanduta prin mecanismul centralizat introdus de Stat nu a fost la nivelul la care ne-am fi asteptat, totalizand doar 1,23 mil. MWh in primul trimestru al anului, restul de 1,54 mil. MWh fiind vandut pe piata libera, acolo unde pretul a fost mult mai mare.

Un alt paradox este ca pretul mediu din contractele bilaterale ale Nuclearelectrica a ajuns sa depaseasca pretul mediu de pe piata pentru ziua urmatoare si piata intrazilnica. Media pentru contractele bilaterale a urcat de la 563,09 RON/MWh in T1 2022 la 1.104,04 RON/MWh in T1 2023, in timp ce pentru cele doua pietele pe termen scurt a scazut de la 1.067,66 RON/MWh la 615,99 RON/MWh. Contractele bilaterale au fost incheiate anul trecut, intr-o perioada cu preturi foarte mari, iar acum au practic un efect de „coada de cometa”, pastrand veniturile sus chiar daca pe piata situatia s-a schimbat. Reciproca a fost si ea valabila pe parcursul anului trecut, atunci cand producatorii care vindeau mai mult pe PZU si PI au vandut la preturi medii mult peste cele ale Nuclearelectrica.

Pe segmentul reglementat pretul mediu a fost de 447,47 RON/MWh, fiind egal cu pretul de 450 RON/MWh stabilit de Guvern, minus tariful de introducere a energiei electrice in retea, urmand sa ramana la acest nivel si in viitor. Avand in vedere ponderea destul de mica a vanzarilor de pe piata reglementata, apare in mod firesc intrebarea daca ea va ramane in mod natural in acest punct sau, dimpotriva, se datoreaza contractelor bilaterale incheiate deja anterior, pe care compania trebuia sa le onoreze, iar in trimestrele urmatoare va creste considerabil. Momentan nu exista informatii in acest sens, insa evolutia din T2 ar trebui sa furnizeze niste indicii mai relevante.

Per total, pretul mediu pentru toata cantitatea de energie vanduta a crescut cu 14,26%, de la 659,91 RON/MWh in T1 2022 pana la 753,99 RON/MWh in T1 2023, intr-un context complet nefavorabil, in care preturile de pe piata energiei au scazut, iar o parte importanta a productiei a fost vanduta la pret plafonat. Cantitatea totala vanduta a fost, asa cum se intampla de obicei in cazul Nuclearelectrica, una stabila, cu o scadere usoara, de 0,62%. In aceste conditii, veniturile totale din vanzarea energiei electrice au crescut cu 13,5%, de la 1,84 mld. RON in T1 2022 la 2,09 mld. RON in T1 2023.

Majoritatea cheltuielilor au avut variatii mici, cu cresteri notabile pentru cheltuielile cu personalul (+16,91%, sau 20,22 mil. RON) si cele cu deprecierea si amortizarea (+3,48%, sau 5,26 mil. RON) si cu o scadere mai mare in cazul costului cu energia achizitionata (-72,35%, sau 5,87 mil. RON). Exceptia care in final a facut diferenta a fost cea a cheltuielii cu impozitul pe venitul suplimentar, care a crescut cu 381,67 mil. RON, de la 459,18 mil. RON in T1 2022 la 840,84 mil. RON in T1 2023

(+83,12%), un motiv important pentru aceasta crestere fiind chiar pretul mediu de vanzare mai mare decat cel din primul trimestru al anului trecut.

Impozitul pe venitul suplimentar a dus in cele din urma profitul operational mai jos decat in T1 2022, la 799,97 mil. RON, in scadere de la 956,13 mil. RON (-16,33%). Contextul de pe piata monetara a compensat partial aceasta scadere, rezultatul financiar net crescand de la un profit de 18,7 mil. RON la unul de 107,73 mil. RON. Din aceasta diferenta, 80,29 mil. RON au venit de la veniturile mai mari din dobanzi, iar 5,41 mil. RON de la diferentele nete de curs valutar. Nuclearelectrica este unul dintre emitentii cu cele mai consistente rezerve de numerar de la BVB, dar situatia se va schimba atunci cand va incepe sa deruleze programul de investitii care include retehnologizarea Unitatii 1 a centralei nucleare de la Cernavoda si constructia Unitatilor 3 si 4.

Influenta de sens opus a impozitului pe venituri suplimentare si a veniturilor mai mari a facut ca profitul net sa aiba o scadere destul de mica, de 6,4%, de la 818,9 mil. RON in T1 2022 la 766,52 mil. RON in T1 2023. Profitul net TTM a scazut la 2,71 mil. RON, fata de 2,76 mil. RON la finalul anului 2022, insa e in continuare in zona maximului istoric, departe de maximele anterioare. Evolutia rezultatelor in perioada urmatoare va depinde foarte mult de ponderea vanzarilor la pret reglementat in cantitatea totala de energie vanduta, dar si de eventualele modificari legislative care ar putea sa mai apara. Avand in vedere ca impozitul pe venitul suplimentar este unul destul de mare, nici vanzarile de pe piata libera nu au potentialul de a creste profitul in mod substantial, scenariul cel mai bun fiind, la fel ca la Romgaz, mentinerea sa aproape de nivelul de anul trecut.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	T1 2023 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,23	-1,46
Numerar/Active	18,80%	21,91%	25,43%	28,65%	39,45%	40,89%
Datorii totale/Active	19,03%	16,75%	14,98%	13,10%	10,66%	12,13%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	1.089,49	1.184,97	1.316,14	1.742,10	3.547,26	3.396,37
Lichiditate						
Rata rapida	3,23	3,89	3,99	4,49	6,36	5,26
Rata curenta	3,89	4,64	4,72	5,34	7,17	5,95
Rata numerarului	2,95	3,58	3,73	4,16	5,81	4,72
Efect de levier	0,24	0,20	0,18	0,15	0,12	0,14
Durata incasare creante (zile)	26,75	27,23	26,09	22,20	19,70	23,17
Durata mentinere stocuri (zile)	122,70	134,23	142,10	159,49	171,97	138,86
Durata plata furnizori (zile)	64,91	71,05	71,33	75,86	110,26	100,38
Ciclu conversie numerar (zile)	84,54	90,41	96,86	105,83	81,42	61,64
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	4,49%	6,07%	7,99%	11,55%	25,59%	23,66%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	5,52%	7,39%	9,48%	13,37%	29,17%	26,92%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,23	0,27	0,28	0,35	0,60	0,59
Rata de rotatie capital propriu	0,29	0,33	0,33	0,40	0,68	0,67
Profitabilitate						
Marja operationala	43,18%	46,88%	48,09%	50,93%	52,01%	47,73%

Marja neta	19,29%	22,52%	28,59%	33,24%	42,86%	40,44%
Marja EBITDA	51,18%	49,84%	53,81%	55,90%	55,72%	51,32%
Rata efectiva de impozitare	28,30%	15,15%	14,24%	13,94%	13,37%	13,18%

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Majoritatea indicatorilor au avut imbunatatiri in ultimul trimestru din 2022, pentru ca ulterior sa revina la finalul T1 2023 aproape de nivelul la care erau dupa publicarea rezultatelor la noua luni.

Risc financiar

Indicatorii de risc financiar nu sunt foarte relevanti deocamdata la Nuclearelectrica, datoriile financiare fiind mult mai mici decat numerarul si depozitele bancare. Ponderea celor din urma in activele totale a continuat sa creasca, ajutata de rezultatele financiare foarte bune. In anii urmatoari lucrurile se vor schimba, proiectele mari de investitii urmand sa atraga dupa ele o indatorare semnificativa.

Lichiditate

Ponderea foarte mare a numerarului face ca si indicatorii de lichiditate sa fie in mod constant cu cateva ordine de marime peste nivelul la care ar putea fi considerati intr-o zona confortabila. Ciclul de conversie a numerarului a scazut la randul sau pana la un minim al ultimilor ani, in principal ca urmare a scaderii duratei medii de mentinere a stocurilor.

Rentabilitate si profitabilitate

Ambele categorii de indicatori au avut cresteri intre momentul realizarii update-ului anterior, atunci cand am luat in calcul rezultatele la noua luni pe 2022, si finalul anului, ajungand apoi din nou aproape de nivelul initial. Totusi, o parte a marjelor de profit, mai exact cea operationala si marja EBITDA, au ramas in aceeasi zona si la finalul anului, ajungand ulterior mai jos, in principal din cauza cresterii cheltuielii cu impozitul pe veniturile suplimentare. Marjele ar trebui sa creasca treptat, avand in vedere ca o parte importanta a vanzarilor va fi realizata la pretul de 450 RON/MWh, aceasta fiind chiar limita peste care este calculat acest impozit.

Eficienta operationala

Aceasta categorie de indicatori s-a imbunatatit considerabil, inasa nu neaparat ca urmare a unei eficiente mai mari, ci ca urmare a cresterii mari a pretului mediu de vanzare, fiind obtinute venituri mult mai mari cu aceleasi active si acelasi capital propriu. Este, asadar, o evolutie conjuncturala si e de asteptat sa se inverseze daca pretul mediu de vanzare se va reduce.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	T1 2023
Portiune curenta imprumuturi pe termen lung	203.393.860	212.891.292	211.995.082	168.126.539	65.525.433	66.183.472
Portiune curenta leasing	0	0	117.721	264.025	2.734.403	2.805.245
Imprumuturi pe termen lung	683.967.469	499.908.597	290.478.567	130.135.030	64.810.940	54.440.100
Leasing termen lung	0	0	515.074	910.586	12.831.121	13.115.935
Total datorii financiare	887.361.329	712.799.889	503.106.444	299.436.180	145.901.897	136.544.752
Procent din activele totale	10,01%	8,09%	5,69%	3,11%	1,24%	1,06%
Procent din capitalul propriu	12,36%	9,72%	6,69%	3,58%	1,38%	1,21%
Datorii financiare/EBITDA	-0,72	-1,03	-1,33	-1,41	-1,23	-1,46
Datorii financiare nete	-723.814.437	-1.080.345.500	-1.664.840.000	-2.346.936.819	-4.364.897.030	-4.966.123.346

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In perioada actuala datoriile financiare ale companiei sunt la un nivel nesemnificativ, inasa ele ar trebui sa creasca din anul 2027, posibil si mai devreme, ca urmare a inceperii programului de investitii prin care urmeaza sa fie dublata capacitatea de productie si extinsa semnificativ durata de functionare a centralei nucleare de la Cernavoda.

Cresterea considerabila a numerarului si depozitelor face ca in momentul de fata acestea sa acopere mai mult de jumatate din necesarul de finantare estimat de conducerea companiei pentru retehnologizarea Unitatii 1. E putin probabil, totusi, ca pana la inceperea lucrarilor sa fie atinsa suma necesara fara a mai fi nevoie de credite, in conditiile in care din acest an pretul energiei electrice a fost plafonat la 450 RON/MWh.

Evolutia dividendelor

Rata de distributie a dividendelor a fost mai mica decat cea pe care o anticipam in acest an, inasa chiar si asa dividendul brut este mai mult decat dublu fata de maximumul istoric anterior, inregistrat chiar anul trecut.

Cresterile mari ale pretului actiunii din ultimii ani au facut ca, in ciuda dividendului record, randamentul brut sa fie doar al 6-lea ca marime din 2014 si pana acum, ramanand totusi printre cele mai mari de la BVB in acest an.

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%
2023	4,2541	47%	9,10%

Sursa: Prime Analyzer

Evaluare

Comparatie multipli de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales	Medie	Medie ajustata
Nuclearelectrica	4,95	1,19	2,03	2,49	1,28		
Mediana Regulated Electric	6,27	0,70	0,75	4,21	0,72		
Pret cu mediana Regulated Electric	56,3667	26,1765	16,4409	75,2390	25,0313	39,8508	39,8508
Mediana Utilities-Diversified	15,29	1,38	1,00	7,75	1,01		
Pret cu mediana Utilities-Diversified	137,4556	51,6050	21,9212	138,5040	35,1133	76,9198	74,7246
Mediana Utilities-Renewable	18,05	2,05	3,53	12,75	5,10		
Pret cu mediana Utilities-Renewable	162,2677	76,6597	77,3818	227,8614	177,3047	144,2950	161,2039
Mediana Independent Power Producers	21,45	1,79	0,96	6,20	1,05		
Pret cu mediana Independent Power Producers	192,8333	66,9370	21,0443	110,8032	36,5039	85,6244	85,6244

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Chiar daca toti multiplii de piata ai Nuclearelectrica au scazut, concomitent cu o usoara crestere a pretului actiunii, pentru trei dintre cele patru sub-sectoare pe care le-am luat in calcul in aceasta comparatie pretul mediu rezultat din comparatie a scazut, mediana multiplilor companiilor europene din aceste domenii scazand mai mult decat multiplii SNN. Singurul pentru care rezultatul a crescut fata de materialul anterior este sub-sectorul Utilities-Diversified, de la 64,17 lei/actiune la 74,72 lei/actiune.

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)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Venituri totale	7.533,75	5.381,25	5.381,25	6.995,63	3.550,28	3.603,53
<i>Evolutie</i>	18,33%	-28,57%	0,00%	30,00%	-49,25%	1,50%
Cheltuieli operationale	-5.961,75	-4.179,25	-4.129,25	-4.192,38	-2.720,15	-2.629,24
<i>Evolutie</i>	68,03%	-29,90%	-1,20%	1,53%	-35,12%	-3,34%
Profit operational	1.572,00	1.202,00	1.252,00	2.803,25	830,13	974,30
<i>Evolutie</i>	-47,35%	-23,54%	4,16%	123,90%	-70,39%	17,37%
Marja operationala	21,39%	22,90%	23,85%	41,07%	23,97%	27,71%
Rezultat financiar net	160	130	100	70	-420	-405
<i>Evolutie</i>	-22,51%	-18,75%	-23,08%	-30,00%	-700,00%	-3,57%
Profit net	1.454,88	1.118,88	1.135,68	2.413,53	344,51	478,21
<i>Evolutie</i>	-47,37%	-23,09%	1,50%	112,52%	-85,73%	38,81%
Marja neta	19,79%	21,31%	21,63%	35,36%	9,95%	13,60%

Sursa: estimari Prime Transaction

In cazul Nuclearelectrica am folosit in continuare acelasi mod de calcul ca si pana acum, compania fiind evaluata ca un proiect, cu o durata de viata limitata, si nu ca un business care sa functioneze in perpetuitate. 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:

- Am modificat din nou estimarile privind evolutia pretului energiei electrice, tinand cont de contextul actual de pe piata. Astfel, desi initial am considerat putin probabil ca plafonarea preturilor sa dureze pe perioada planificata initial, se pare ca pana acum planurile Guvernului au fost ajutate de calmarea tensiunilor de pe piata energiei, diferenta mai mica intre pretul plafonat si cel de pe piata libera reducand probabilitatea ca sistemul de achizitie centralizata la pret fix sa intre in colaps. Astfel, am scazut estimarea pentru 2024 si 2025 la o medie de 500 RON/MWh, urmand ca din 2026 pretul sa revina pe tendinta de crestere multianuala pe care o anticipam. Pentru acest an cifrele au ramas aceleasi, fiind apropiate de cele din Bugetul de Venituri si Cheltuieli aprobat de companie si fiind confirmate intr-o oarecare masura (in principal pe partea de venituri) si de rezultatele din T1.
- Am ajustat in sus cifrele privind investitiile pentru perioada 2023-2026, atat pe partea de cheltuieli de capital, cat si pe cea de amortizare, in linie cu rezultatele recente publicate de companie.
- Costul mediu ponderat al capitalului de 13,42%, in crestere de la 12,51% in materialul anterior, in principal din cauza cresterii primei de risc a pietei, dar si riscului asociat emitentului, exprimat prin indicatorul Beta.

De asemenea, raman valabile celelalte ipoteze:

- 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 retehnologizarea 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 retehnologizarea 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 retehnologizarea 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.
- Impozitul pe veniturile suplimentare luat in calcul pana in anul 2026 inclusiv. O eventuala pastrare a acestuia in viitor ar duce valoarea companiei mai jos, chiar pana aproape de zero in cazul extrem in care ar fi mentinut pe toata durata de functionare a centralei de la Cernavoda.

- 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)	1.320,48	1.009,68	1.051,68	2.354,73	697,31
+ Amortizare	650,00	650,00	650,00	650,00	325,00
- Variatie capital de lucru	551,22	606,34	-2.207,25	1.338,75	-2.857,12
- Cheltuieli de capital	550,00	550,00	550,00	550,00	9.350,00
FCFF	507,07	503,34	3.358,93	1.115,98	-5.470,57
WACC	13,42%				
Factor actualizare	1,0783	1,2229	1,3870	1,5732	1,7842
FCFF actualizat	470,26	411,58	2.421,65	709,39	-3.066,07
Enterprise Value	16.856,07				
+ Numerar	5.102,67				
- Datorii	136,54				
Equity Value	21.822,19				
Numar actiuni	301.643.894				
Valoare estimata pe actiune	72,3442				

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.
- 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 13,42%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,84%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 6,65%, egala cu randamentul actual al titlurilor de stat romanesti la 5 ani.
 - Prima de risc a pietei de 9,40%, 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 1,19, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 9%, in scadere fata de cel din materialul anterior.

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	17,84%
➤ Rata fara risc	6,65%
➤ Prima de risc a pietei	9,40%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	16,05%
○ Rata fara risc	6,65%
➤ Beta (2 ani)	1,19
Costul datoriilor	9,00%
Pondere capital propriu	50%
Pondere datorii	50%
WACC	13,42%

Sursa: estimari Prime Transaction

- 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 72,3442 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 62,57% mai mare decat pretul de inchidere din data de 9 iunie si cu 11,39% mai mica decat cea rezultata in materialul anterior. Diferenta fata de materialul anterior are la baza pe de o parte reducerea estimarilor privind pretul energiei electrice pe termen mediu, iar pe de alta parte cresterea 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.

Asa cum am precizat si in materialul anterior, exista mai multe elemente de risc specifice emitentului, tinand in principal de pretul de vanzare plafonat, de perioada de aplicare a impozitului pe veniturile suplimentare si de costurile reale de constructie si retehnologizare pentru reactoarele nucleare.

De asemenea, trebuie tinut cont de posibilitatea ca in final sa nu poata fi realizate toate obiectivele investitionale, sau ca realizarea lor sa intarzie foarte mult, un lucru cu care Statul roman e obisnuit. Faptul ca am luat in calcul toate obiectivele investitionale in termenele comunicate pana acum se datoreaza implicarii recente a SUA in proiect si contextului geopolitic international.

Departament analiza,

Marius Pandeles

*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

Política 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