

## Inițiere Acoperire

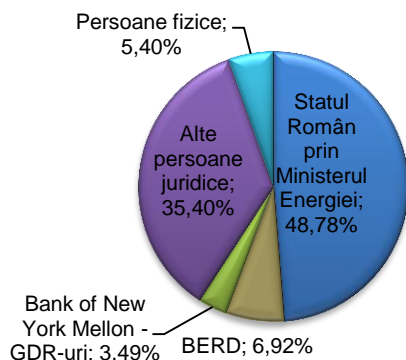
Recomandare	
Preț target (lei/acțiune)	13,58
Potențial de apreciere	37,69%
Recomandare	Cumpărare

Sursa: Calcule BRK Financial Group

Informații cheie	
Simbol BVB	EL
Preț Piață – 28.01.2019	9,8600
Maxim 52 săpt.	12,2200
Minim 52 săpt.	9,0500
Variație % YTD	1,65%
Capitalizare (Mil. RON)	3.410,97
Număr acțiuni (Mil.)	345,94
Free float (Mil. Acțiuni)	177,20
Free float (%)	51,22%
Beta vs BET	0,88

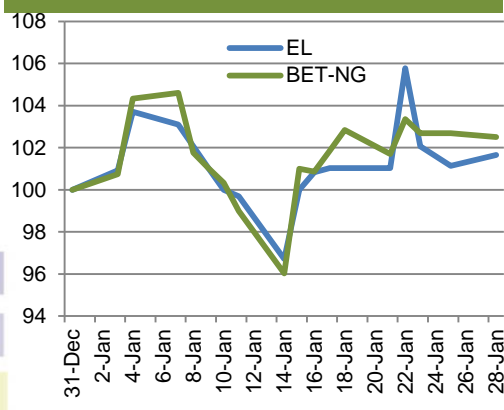
Sursa: BVB, Bloomberg – 29 ianuarie 2019

### Structura acționariat la data de 30 septembrie 2018



Sursa: Situații financiare T3/2018 EL

### Evoluția normalizată a EL vs BET-NG, YTD



Sursa: Bloomberg, 29 ianuarie 2019

## Electrica

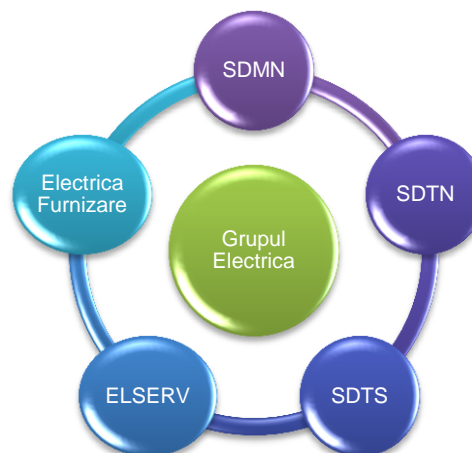
### Considerații

- Un aspect important este faptul că randamentul dividendului în ceea ce privește acțiunea EL este de 7,3% (calculat la prețul de închidere din data de 28 ianuarie 2018), cu 20,5% peste media companiilor din același domeniu de activitate situate în Europa de Vest (6,06%).
- În septembrie 2018, ANRE a aprobat diminuarea ratei reglementate a rentabilității la 5,66% de la 7,7%, cu valabilitate începând cu 1 ianuarie 2019. Acest lucru se poate transpune într-o posibilă scădere a investițiilor pentru cele trei societăți de distribuție în perioada următoare.
- La finalul anului 2018, Guvernul a aprobat OUG nr. 114/2018 care prevede și plata unei contribuții de 2% din cifra de afaceri realizată de titularii de licențe ce activează în sectorul energetic. Potrivit estimărilor noastre, această taxă va avea un impact negativ de aproximativ 109,43 milioane lei în ceea ce privește profitul net 2019.

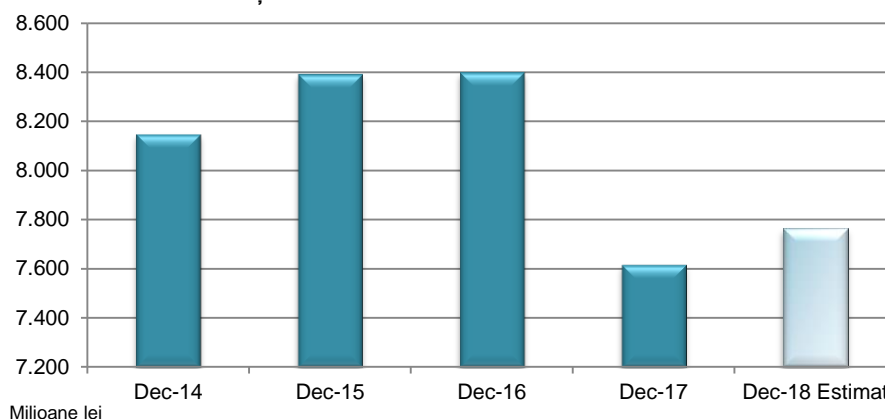
### Activitate

- Grupul Electrica se numără printre principalii distribuitori și furnizori de energie electrică de pe piața din România.
- Acesta își desfășoară activitatea prin intermediul a două segmente principale și anume: **segmentul de distribuție** (Societatea de Distribuție a Energiei Electrice Muntenia Nord – SDMN, Societatea de Distribuție a Energiei Electrice Transilvania Nord – SDTN, Societatea de Distribuție a Energiei Electrica Transilvania Sud – SDTS și Electrica Serv – ELSERV) și **segmentul de furnizare** (Electrica Furnizare – EFSA).
- Acțiunile Electrica sunt listate la Bursa de Valori București din 4 iulie 2014, având ca simbol bursier EL.

### Filiale Grupului Electrica



Sursa: Prelucrări proprii după Situații financiare Electrica

**Evoluția activelor totale 2014-2017 + estimare 2018**


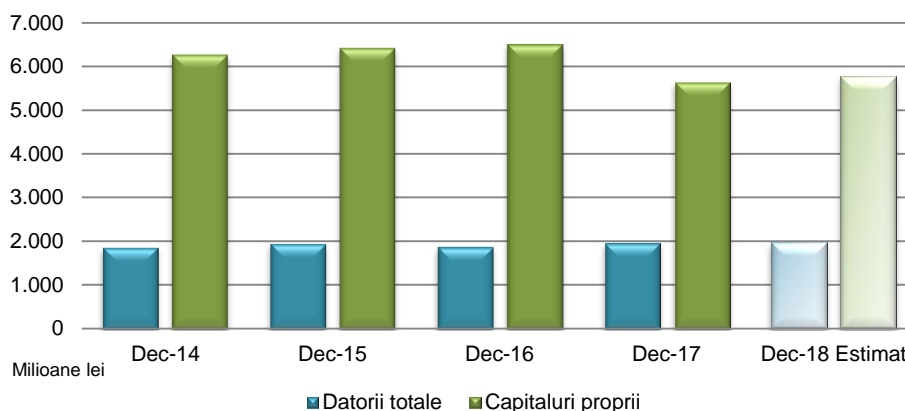
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

**Evoluția activelor în septembrie 2018**

Categoriile de active (Milioane lei)	Dec-17	Sep-18	Δ (%)	Δ (Milioane Lei)
<b>Active imobilizate - TOTAL</b>	<b>5.408,88</b>	<b>5.564,36</b>	<b>2,9%</b>	<b>155,49</b>
Imobilizări necorporale privind acorduri de concesiune	4.330,91	4.543,82	4,9%	212,91
Alte imobilizări necorporale	14,05	10,10	-28,1%	-3,95
Imobilizări corporale	701,51	664,89	-5,2%	-36,62
Numerar restricționat	320,00	320,00	0,0%	0,00
Creanțe privind impozitul amânat	41,10	23,70	-42,3%	-17,40
Alte active imobilizate	1,31	1,85	41,7%	,54
<b>Active circulante - TOTAL</b>	<b>2.208,46</b>	<b>1.819,30</b>	<b>-17,6%</b>	<b>-389,15</b>
Creanțe comerciale	804,36	727,49	-9,6%	-76,87
Alte creanțe	55,53	28,75	-48,2%	-26,78
Numerar și echivalente de numerar	562,49	620,48	10,3%	57,98
Depozite, certificate de trezorerie și obligațiuni guvernamentale	746,98	405,74	-45,7%	-341,24
Stocuri	21,62	25,23	16,7%	3,61
Cheltuieli în avans	3,69	5,53	49,8%	1,84
Certificate verzi	12,64	6,09	-51,9%	-6,56
Creanțe privind impozitul pe profit curent	1,13	0,00	-100,0%	-1,13
<b>Total active</b>	<b>7.617,34</b>	<b>7.383,67</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-233,67</b>

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

- **Activele imobilizate ale societății** au înregistrat o creștere în septembrie 2018 comparativ cu decembrie 2017 (+2,9%), în principal datorită investițiilor efectuate de filialele de distribuție și al ieșirilor de imobilizări.
- **Activele circulante ale grupului Electrica** au scăzut cu 17,6% în primele 9 luni ale anului 2018 față de nivelul înregistrat în decembrie 2017, în principal ca urmare a diminuării valorii certificatelor de trezorerie, depozitelor și a valorii creanțelor comerciale. Pe fondul acestor evoluții, activele totale ale grupului au scăzut cu 3,1% în septembrie 2018 comparativ cu finalul anului 2017.
- În perioada ianuarie-septembrie 2018, volumul investițiilor în rețelele de distribuție a crescut cu 9,1% față de perioada similară a anului 2017, ajungând la 504 milioane lei de la 462 milioane lei. Această creștere s-a datorat în principal investițiilor realizate aferente Bazei de Active Reglementate (BAR). În baza creșterilor volumului de investiții de la o perioadă la alta, precum și a programelor de investiții bugetate pentru anul 2018 (905 milioane lei – în termeni nominali), estimările noastre pentru finalul anului 2018 în ceea ce privește activele totale ale companiei mizează pe o creștere a acestora cu 1,9% față de nivelul înregistrat în decembrie 2017, până la valoarea de 7.765,19 milioane lei.

**Evoluția datoriilor totale și a capitalurilor proprii 2014-2017 + estimare 2018**


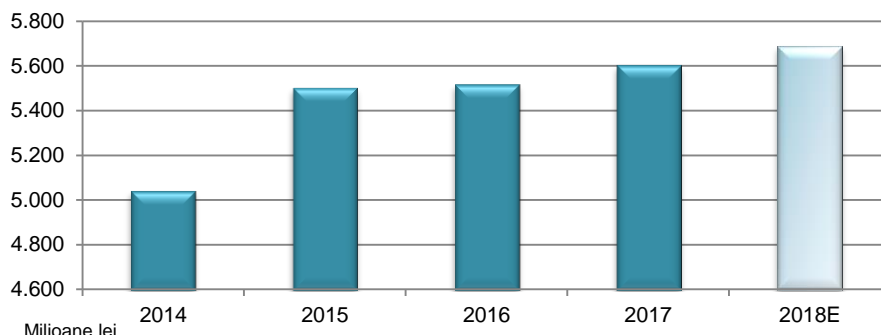
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

**Evoluția datoriilor totale și a capitalurilor proprii în septembrie 2018**

Categoriile de pasive (Milioane lei)	Dec-17	Sep-18	Δ (%)	Δ (Milioane Lei)
<b>Capitaluri proprii</b>	<b>5.655,56</b>	<b>5.725,10</b>	<b>1,2%</b>	<b>69,54</b>
Capital social	3.814,24	3.814,24	0,0%	0,00
Prime de emisiune	103,05	103,05	0,0%	0,00
Acțiuni proprii	-75,37	-75,37	0,0%	0,00
Contribuții ale acționarilor în natură	5,14	5,14	0,0%	0,00
Rezerva din reevaluare	123,75	115,04	-7,0%	-8,71
Alte rezerve	326,78	326,78	0,0%	0,00
Rezultat reportat	1.357,97	1.436,21	5,8%	78,25
<b>Datorii totale</b>	<b>1.961,78</b>	<b>1.658,57</b>	<b>-15,5%</b>	<b>-303,21</b>
Datorii curente	1.224,27	916,33	-25,2%	-307,94
Datorii pe termen lung	737,51	742,25	0,6%	4,73
<b>Total Datorii și Capitaluri proprii</b>	<b>7.617,34</b>	<b>7.383,67</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-233,67</b>

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

- **Datoriile curente înregistrate de societate au scăzut cu 25,2% în primele 9 luni ale anului 2018** comparativ cu decembrie 2017, în principal datorită scăderii datoriilor comerciale cu 24,2%. În ceea ce privește datoriile pe termen lung ale societății, acestea au înregistrat o creștere cu 0,6% (4,73 milioane lei). Pe fondul acestor evoluții, datoriile totale ale societății au scăzut cu 15,5% în primele 9 luni ale anului 2018 comparativ cu sfârșitul anului 2017.
- În perioada 2014-2017, datoriile curente ale Grupului au scăzut, în medie, cu 0,5%, în timp ce datoriile pe termen lung ale acestuia au crescut, în medie, cu 3,9%, așadar estimările noastre pentru anul 2018 în ceea ce privește datoriile totale ale Grupului mizează pe o creștere de 1,1% față de anul 2017, ajungând la valoarea de 1.984,23 milioane lei.
- **Electrica a înregistrat în septembrie 2018 capitaluri proprii în creștere cu 1,2%** comparativ cu decembrie 2017, în principal ca urmare a creșterii rezultatului reportat cu 5,8%, respectiv a scăderii rezervei din reevaluare cu 7%. În ipoteza menținerii capitalului emis, a rezervelor la nivelul înregistrat în primele 9 luni ale anului curent și a estimărilor realizate pentru datoriile societății, mizăm pe o creștere cu 2,2% a capitalurilor proprii în 2018 comparativ cu 2017.

**Evoluția veniturilor 2014-2017 + estimare 2018**


Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

Segmente operaționale (Mil. RON)	Furnizare de energie electrică			Distribuție de energie electrică			Servicii aferente rețelelor de distribuție externe			Total (cu eliminări și ajustări de consolidare)		
	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%
Venituri segment	3.231,3	2.932,4	-9%	1.891,7	1.906,2	1%	30,6	36,0	18%	4.035,0	4.010,0	-1%
Profit brut	-64,3	195,1	-403%	205,2	215,6	5%	4,3	-4,6	-208%	126,5	390,0	208%
EBITDA*	-56,2	202,1	-459%	494,8	529,5	7%	16,2	-3,6	-122%	408,2	705,6	73%
Profit net	-54,9	163,3	-398%	164,6	172,4	5%	16,2	-4,6	-129%	95,3	314,9	230%
Marja brută	n.a.	6,7%	n.a.	10,8%	11,3%	4%	14,1%	n.a.	n.a.	3,1%	9,7%	210%
Marja EBITDA	n.a.	6,9%	n.a.	26,2%	27,8%	6%	52,9%	n.a.	n.a.	10,1%	17,6%	74%
Marja netă	n.a.	5,6%	n.a.	8,7%	9,0%	4%	52,9%	n.a.	n.a.	2,4%	7,9%	232%

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

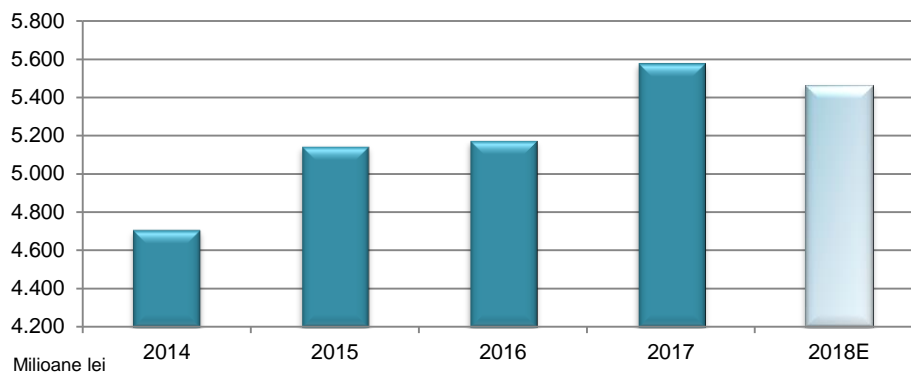
Segmente operaționale de distribuție (Mil. RON)	Distribuție Muntenia Nord			Distribuție Transilvania Nord			Distribuție Transilvania Sud			Mentenanța rețelei de distribuție		
	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%	Sep-17	Sep-18	Δ%
Venituri segment	603,7	631,5	5%	592,6	629,4	6%	623,5	619,6	-1%	242,5	120,1	-50%
Profit brut	41,3	38,3	-7%	74,3	87,0	17%	95,3	71,1	-25%	-5,7	19,2	n.a.
EBITDA*	125,5	136,0	8%	174,5	193,7	11%	192,8	174,4	-10%	2,1	25,3	n.a.
Profit net	34,4	28,3	-18%	60,9	68,5	13%	75,2	58,7	-22%	-5,9	16,9	n.a.
Marja brută	6,8%	6,1%	-11%	12,5%	13,8%	10%	15,3%	11,5%	-25%	-2,4%	16,0%	n.a.
Marja EBITDA	20,8%	21,5%	4%	29,4%	30,8%	4%	30,9%	28,2%	-9%	0,9%	21,1%	2346%
Marja netă	5,7%	4,5%	-21%	10,3%	10,9%	6%	12,1%	9,5%	-21%	-2,4%	14,0%	n.a.

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

- **Veniturile Grupului Electrica s-au diminuat cu 1%** în perioada ianuarie-septembrie 2018 față de aceeași perioadă a anului 2017, în principal pe fondul scăderii veniturilor din segmentul de furnizare a energiei electrice, respectiv a creșterii vânzărilor de energie electrică către terți.
- Pe perioada 2015-2017, în medie, Grupul Electrica și-a bugetat venituri în sumă de 5.541,28 milioane lei, iar media realizării bugetului în ceea ce privește veniturile acestuia este de 100,6%. În ipoteza menținerii mediei de realizare a bugetului la 100,6%, estimările noastre pentru anul 2018 mizează pe venituri în sumă de 5.688,21 milioane lei.

Evoluția veniturilor realizate comparativ cu cele bugetate, estimare 2018					
Milioane Lei	2015	2016	2017	Media 3 ani	2018E
Venituri realizate	5.502,80	5.517,80	5.603,24	<b>5.541,28</b>	5.654,65
Venituri bugetate	5.397,59	5.693,20	5.444,67	<b>5.511,82</b>	
%realizat/bugetat	101,9%	96,9%	102,9%	<b>100,6%</b>	
<b>Venit estimat</b>					<b>5.688,21</b>

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Bugetul de Venituri și Cheltuieli Electrica

**Evoluția cheltuielilor din exploatare 2014-2017 + estimare 2018**


Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

**Evoluția cheltuielilor în septembrie 2018**

Milioane lei	Sep-17	Sep-18	Δ (%)	Δ (Milioane Lei)
Energie electrică achiziționată	2.201,78	1.855,56	-15,7%	-346,22
Certificate verzi	277,09	257,72	-7,0%	-19,36
Cheltuieli cu construcția rețelelor electrice	450,20	492,52	9,4%	42,32
Beneficiile angajaților	472,50	469,37	-0,7%	-3,13
Reparații, întreținere și materiale	55,48	64,35	16,0%	8,87
Amortizarea imobilizărilor corporale și necorporale	293,34	323,03	10,1%	29,69
Ajustări/(Reluarea) ajustărilor pentru deprecierea imobilizărilor corporale, net	-0,76	-1,42	87,6%	-0,66
Ajustări/(Reluarea) ajustărilor pentru deprecierea creanțelor comerciale și altor creanțe	11,01	2,81	-74,5%	-8,20
Alte cheltuieli de exploatare	291,06	278,35	-4,4%	-12,71
Modificări în provizioane	2,35	0,05	-97,8%	-2,30
<b>Cheltuieli din exploatare</b>	<b>4.054,05</b>	<b>3.742,33</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-311,71</b>

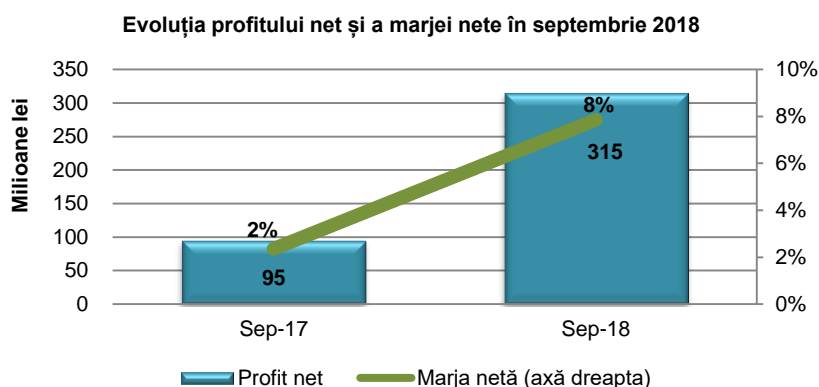
Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

- **Cheltuielile de exploatare ale Grupului Electrica au scăzut cu 7,7% (-311,71 milioane lei) în primele 9 luni ale anului 2018** comparativ cu aceeași perioadă a anului 2017, în principal pe seama diminuării costului cu energia electrică achiziționată. Această categorie de cheltuieli ca pondere în total venituri din exploatare reprezintă 45% în perioada ianuarie – septembrie 2018, respectiv 52,8% în aceeași perioadă a anului 2017.
- În ipoteza efectuării de către Grup a investițiilor, ce cuprind în principal modernizarea și re tehnologizarea infrastructurii rețelelor existente, dezvoltarea rețelei pentru racordarea de noi consumatori, și modernizarea sistemului de automatizare a rețelei și contorizare inteligentă, precum și luarea în considerare a reducerii consumului propriu tehnologic (CPT), estimările noastre pentru 2018 mizează pe cheltuielile din exploatare în sumă de 5.465,52 milioane lei, cu 2% sub valoarea înregistrată în 2017, respectiv cu 2,6% sub valoarea bugetată.

**Evoluția cheltuielilor din exploatare 2014-2017 și 2018 estimat**

Milioane lei	2014	2015	2016	2017	2018E
<b>Cheltuieli din exploatare</b>	<b>4.709,61</b>	<b>5.145,32</b>	<b>5.175,40</b>	<b>5.579,69</b>	<b>5.465,52</b>

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica



Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

<b>Sumarul Contului de Profit și Pierdere 2014-2017 și estimări</b>								
Milioane lei	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Venituri	5.043,73	5.502,80	5.517,80	5.603,24	5.688,21	5.471,15	5.556,64	5.567,41
EBITDA	836,33	919,45	958,95	592,63	791,49	842,44	881,46	916,60
EBIT	510,63	568,64	585,85	197,03	377,79	408,47	426,22	439,05
Profit brut	523,89	589,12	589,03	206,75	383,41	411,11	424,58	437,94
Profit net înainte de deducerea taxei de 2% din cifra de afaceri (OUG 114/2018)	412,90	482,16	468,90	171,56	293,89	318,55	335,70	352,68
Profit net după deducerea taxei de 2% din cifra de afaceri (OUG 114/2018)						209,12	224,57	241,33

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

<b>Tabel indicatori Electrica</b>								
Indicatori	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
P/E	9,53	8,75	9,71	22,79	11,32	22,46*	20,91*	19,46*
P/S	0,78	0,77	0,83	0,70	0,59	0,86*	0,85*	0,84*
EV/EBITDA	4,70	4,59	4,75	6,60	4,20	5,57*	5,33*	5,12*
Marja operațională	10,12%	10,33%	10,62%	3,52%	6,64%	7,47%	7,67%	7,89%
Marja brută	10,39%	10,71%	10,68%	3,69%	6,74%	7,51%	7,64%	7,87%
<b>Marja netă</b>	<b>8,19%</b>	<b>8,76%</b>	<b>8,50%</b>	<b>3,06%</b>	<b>5,17%</b>	<b>3,82%</b>	<b>4,04%</b>	<b>4,33%</b>

\* Indicatori calculați la prețul target înaintat de BRK Financial Group

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica, Bloomberg

- În primele 9 luni ale anului 2018, profitul operațional a crescut cu 232% comparativ cu perioada similară a anului 2017, în principal pe fondul creșterii punerilor în funcțiune a investițiilor, în timp ce rezultatul financiar a scăzut cu 44%. Pe fondul acestor evoluții, societatea a înregistrat un profit net în creștere cu 230% (+219,59 milioane lei) în perioada ianuarie – septembrie 2018 față de perioada similară a anului 2017. În baza acestor considerente, estimările noastre pentru finalul anului 2018 în ceea ce privește profitul net mizează pe o creștere cu 71,3% (+122,33 milioane lei) față de valoarea înregistrată în aceeași perioadă a anului trecut.
- Potrivit OUG nr. 114/2018, titularii de licențe ce activează în sectorul energetic vor plăti o contribuție de 2% din cifra de afaceri realizată de aceștia. Așadar, cel mai probabil profitul net estimat pentru anul 2019 (după deducerea taxei de 2% din cifra de afaceri) va avea un impact negativ de aproximativ 109,43 milioane lei, ajungând astfel la valoarea de 209,12 milioane lei. Desigur că pentru Grupul Electrica, această taxă reprezintă un cost, pe care cel mai probabil îl va transfera în tarifele practicate de acesta. Prin urmare, pentru perioada 2019-2021 am estimat o rată medie de creștere a rezultatului net după deducerea taxei de 2% din cifra de afaceri de aproximativ 4,8%.

**Consiliul de Administrație al Electrica**

Valentin Radu	Președinte
Bogdan George Iliescu	Membru
Ramona Ungur	Membru
Dragos Andrei	Membru
Gicu Iorga	Membru
<u>Willem Schoeber</u>	<u>Membru</u>

Sursa: BVB, Rapoarte curente Electrica

- În data de 12 decembrie 2018, Consiliul de Administrație al Electrica a decis numirea dlui. Valentin Radu în funcția de Președinte al acestuia, pentru un mandat de 1 an.
- În data de 18 decembrie 2018, dl. Willem Jan Antoon Henri Schoeber a anunțat societatea cu privire la decizia de a demisiona din calitatea de membru al Consiliului de Administrație, începând cu data de 6 februarie 2019.

**Investiții și Baza de active reglementate (BAR)**

BAR	Perioada a 3a de reglementare						Perioada a 4a de reglementare				
	Mil. lei	2013	2014	2015	2016	2017*	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
SDMN	1.434	1.487	1.543	1.581	1.675	1.717	1.778	1.841	1.905	1.958	2.023
SDTN	1.292	1.335	1.424	1.522	1.629	1.699	1.801	1.895	1.984	2.074	2.170
SDTS	1.332	1.341	1.384	1.393	1.478	1.489	1.534	1.574	1.619	1.649	1.695
<b>Total</b>	<b>4.058</b>	<b>4.163</b>	<b>4.351</b>	<b>4.496</b>	<b>4.782</b>	<b>4.904</b>	<b>5.113</b>	<b>5.309</b>	<b>5.508</b>	<b>5.681</b>	<b>5.888</b>

\*Valorile din anul 2017 pot suferi corecții urmare a procesului de analiză ANRE. (Raport anual 2017 Electrica)

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

CAPEX Realizat în perioada 2014-2017 + 2018 estimat							Total perioada a 3 a de reglementare
Mil. lei	2014	2015	2016	2017	2018E		
SDMN	120,51	144,90	159,97	240,21	287,09		952,69
SDTN	120,39	194,43	236,07	253,97	288,00		1.092,85
SDTS	122,22	183,92	161,83	241,36	287,50		996,83
<b>Total</b>	<b>363,11</b>	<b>523,25</b>	<b>557,87</b>	<b>735,54</b>	<b>862,59</b>		<b>3.042,37</b>

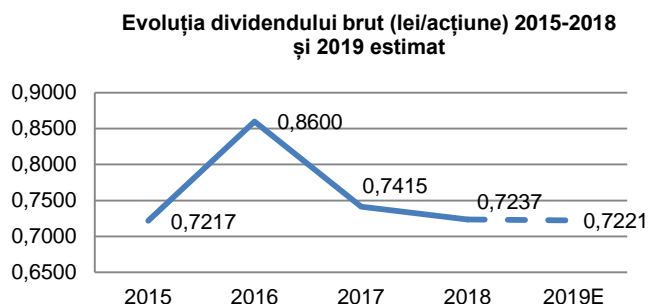
Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

CAPEX aprobat de ANRE pentru perioada 2014-2018							Total a 3 a perioada de reglementare
Mil. lei	2014	2015	2016	2017	2018		
SDMN	113,81	171,33	205,04	252,41	287,09		1.029,68
SDTN	126,00	184,00	223,20	259,20	288,00		1.080,40
SDTS	117,00	180,00	219,60	250,00	287,50		1.054,10
<b>Total</b>	<b>356,81</b>	<b>535,33</b>	<b>647,84</b>	<b>761,61</b>	<b>862,59</b>		<b>3.164,18</b>

Sursa: Prelucrări BRK Financial Group după Situații financiare Electrica

- Pentru perioada 2014-2018 (perioada a 3a de reglementare), ANRE a aprobat investiții totale aferente celor trei filiale de distribuție în suma de 3.164,18 milioane lei. În ipoteza în care, Grupul ar realiza în 2018 investiții în sumă de 862,59 milioane lei, egală cu suma aprobată de ANRE, însă cu 4,7% sub valoarea investițiilor bugetate pentru filialele de distribuție, atunci valoarea totală estimată a investițiilor realizate de Electrica în perioada a3a de reglementare s-ar situa la nivelul de 3.042,37 milioane lei, cu 3,8% sub valoarea aprobată de ANRE pentru aceeași perioadă de referință.
- În septembrie 2018, ANRE a aprobat ordinul prin care rata reglementată a rentabilității (RRR) pentru distribuitorii de energie electrică va fi redusă la 5,66%, de la 7,7%, cu valabilitate începând cu 1 ianuarie 2019. Acest lucru se poate transpune într-o posibilă scădere a investițiilor la nivelul fiecărui an din a 4a perioadă de reglementare față de nivelul aprobat de ANRE pentru 2018. Astfel că pentru perioada 2019-2023, estimările noastre privind CAPEX-ul pentru cele 3 societăți de distribuție mizează pe o valoare de aproximativ 664,85 milioane lei/an (cu 23% sub nivelul aprobat de ANRE pentru 2018), ceea ce înseamnă o investiție totală de 3.324,24 milioane lei (cu 5% peste nivelul aprobat de ANRE pentru perioada 2014-2018). În baza acestor estimări, pentru perioada 2019-2023, mizăm pe o creștere de 20% a bazei de active reglementate (BAR), până la nivelul de 5.888 milioane lei față de 4.904 lei înregistrat în perioada a3a de reglementare.

An	Dividend brut (lei/acț.)	Rata de distribuire a dividendelor brute (%)	Data de înregistrare	Data plății
2017	0,7237	99,99%	08-Jun-18	22-Jun-18
2016	0,7415	70,50%	08-Jun-17	22-Jun-17
2015	0,8600	80,40%	12-Jul-16	18-Jul-16
2014	0,7217	85,01%	10-Jul-15	15-Jul-15



Sursa: BVB, Calcule BRK Financial Group după Situații Financiare Electrica

- Politica de dividende a societății Electrica este de a oferi acționarilor săi o rentabilitate a investiției pentru nivelul pieței, astfel că în perioada 2015-2018, societatea a distribuit dividende cu o rată de distribuție cuprinsă între 70% și 100%.
- În ipoteza unei rate de distribuții de 85% din profitul net către acționari (care reprezintă mijlocul intervalului 70%-100%), dividendul brut calculat pentru 2019 este de 0,7221 lei/acțiune.

**Evaluare comparativă**

- Tabelul de mai jos prezintă o comparație cu câțiva emitenți similari din punct de vedere al capitalizării bursiere și activității, situați în Europa de Vest. Dacă facem o comparație cu societatea Ascopiave SPA care are o capitalizare bursieră de 3,58 miliarde lei, apropiată de cea a Grupului Electrica, putem observa că acțiunea EL este ieftină raportată la P/B, P/S, respectiv EV/EBITDA.
- De asemenea, multiplii de preț înregistrați de societatea Energiedienst Holding, care are o capitalizare bursieră de 4,07 miliarde lei apropiată de cea a Grupului Electrica, se situează peste valorile înregistrate de Grup, ceea ce înseamnă că acțiunea EL este ieftină.

Emitenți	Capitalizare bursieră (miliarde lei)	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	ROE	ROA	ROIC
Public Power Corp	1,48	-	0,09	0,09	5,90	-5,66%	-1,99%	0,01%
Eniwa Holding AG	1,12	21,07	0,75	1,89	14,84	3,63%	2,29%	2,04%
Ascopiave SPA	3,58	14,99	1,57	1,21	9,46	10,45%	6,05%	7,81%
Energiedienst Holding	4,07	33,90	1,28	0,91	-	3,46%	1,74%	-
<b>Electrica</b>	<b>3,41</b>	<b>29,74</b>	<b>0,68</b>	<b>0,68</b>	<b>5,47</b>	<b>2,25%</b>	<b>1,60%</b>	<b>1,87%</b>

Sursa: Bloomberg – 29 ianuarie 2019



- În vederea realizării unei evaluări a acțiunii EL am folosit modelul DCF (Discounted Cash Flow Model) – metoda FCFF (Free Cash Flow to Firm) pentru o perioadă de 5 ani și am luat în considerare următorii factori:
  - Rf – rata activului fără risc
  - PR – prima de risc de piață
  - rata de creștere de 3,6%
- Mediul macroeconomic din România afectează situația financiară a societății, astfel că apariția unor condiții macroeconomice nefavorabile ar putea avea un impact negativ asupra cantităților de energie electrică distribuite de societate, precum și asupra prețurilor de energie electrică, ceea ce ar putea duce la o scădere a veniturilor acesteia. Având în vedere că dezvoltarea societății depinde într-o mare măsură de mediul macroeconomic, am luat în considerare o rată de creștere de 3,6%, ce reprezintă de fapt creșterea reală a PIB-ului pe ramura de servicii (estimare Comisia Națională de Strategie și Prognoză pentru 2018). De asemenea, pentru calculul factorului de discount am luat în considerare modelul CAPM (Capital Asset pricing Model).
- Având în vedere statutul de piață de frontieră a României, este dificil să se găsească obligațiuni guvernamentale pe termen lung care să aibă o lichiditate suficientă, astfel că pentru calcularea ratei activului fără risc (Rf) am luat în considerare rata inflației și rata activului fără risc din SUA, respectiv rata inflației a României.
- În urma aplicării modelului DCF, **estimăm un preț țintă de 13,58 lei/acțiune**, cu 37,69 % peste prețul de închidere din data de 28 ianuarie 2019 (9,86 lei/acțiune). Așadar, prețul propus corespunde **unei recomandări de cumpărare pentru acțiunile EL**, deoarece potențialul de apreciere depășește pragul de 15%.
- Cu toate acestea trebuie să fim atenți la faptul că pot apărea factori externi nefavorabili ce nu pot fi controlați de societate (un exemplu ar fi modificarea cadrului legislativ și cel fiscal) și care pot avea un impact semnificativ asupra evoluției pieței locale, respectiv asupra acțiunilor Electrica. Considerăm că legislația în domeniul energiei joacă un rol important în profitabilitatea companiei astfel riscul asociat schimbărilor frecvente ale acesteia este greu cuantificabil.

Modelul DCF					
Milioane lei	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	377,79	408,47	426,22	439,05	458,01
EBIT*tax rate	60,45	65,35	68,20	70,25	73,28
D&A	-413,70	-433,97	-455,24	-477,54	-500,94
CAPEX	873,59	675,85	675,85	675,85	675,85
ΔCL	-91,57	45,79	-22,89	11,45	-5,72
<b>FCFF</b>	<b>-234,11</b>	<b>55,45</b>	<b>114,53</b>	<b>159,06</b>	<b>204,10</b>
Factorul de discount	0,92	0,86	0,79	0,74	0,68
Valoarea prezentă	-216,53	47,55	90,93	117,04	139,29
Valoarea finală					4.871,18
EV					4.966,10
Numerarul net					269,68
Capitalizare					4.696,42
Număr acțiuni					345,94
<b>Preț target obținut (lei/act)</b>					<b>13,58</b>
Preț piață 28 ianuarie 2019 (lei/actiune)					9,86
Potențial de apreciere					37,69%

Sursa: Calcule BRK Financial Group după Situații financiare Electrica, BVB, Comisia Națională de Strategie și Prognoză

Calcul CAPM 2018-2022					
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Rf	3,65%	3,04%	3,06%	2,95%	2,81%
Rm	9,37%	9,37%	9,37%	9,37%	9,37%
Beta	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Rm-Rf	5,72%	6,32%	6,31%	6,42%	6,55%
<b>CAPM</b>	<b>8,12%</b>	<b>7,99%</b>	<b>7,99%</b>	<b>7,97%</b>	<b>7,94%</b>

Sursa: Calcule BRK Financial Group, Bloomberg, Comisia Națională de Strategie și Prognoză, Statista

## DISCLAIMER

Departamentul de Analiză emite recomandări care se bazează pe informații obținute din surse de informare publică considerate de încredere, dar pentru a căror acuratețe și caracter complet nu ne asumăm responsabilitatea. Toate estimările și opiniile incluse în prezentul raport reprezintă judecata independentă a analiștilor la data publicării. Ne rezervăm dreptul de a modifica opiniile exprimate în acest raport în orice moment fără notificare prealabilă. Analizele realizate au scop exclusiv informativ și nu constituie o ofertă de vânzare sau cumpărare a instrumentului financiar prezentat. Niciun material, conținut sau orice copie a acestora nu poate fi modificat, transmis, copiat sau distribuit oricărei alte părți fără permisiunea BRK Financial Group.

Autorii acestei analize atestă faptul că nu au fost remunerați direct sau indirect pentru a exprima opiniile și recomandările din acest document. De asemenea, opiniile exprimate în analiză reflectă cu acuratețe propriile convingeri despre instrumentele financiare prezentate.

## Raportări BRK Financial Group

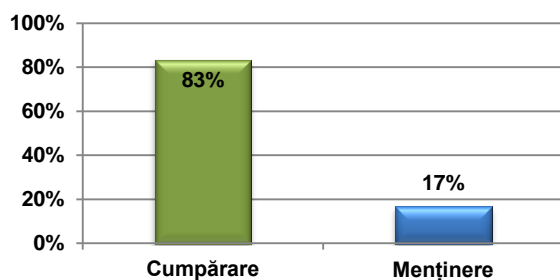
Societate	Simbol	Raportări
Anteco	ANTE	9, 10
Petal Husi	PETY	9, 10
SIF Muntenia	SIF4	3, 10
Fimaro	FIMA	5, 10
Foraj Sonde SA Craiova	FOSB	5, 10
Electrica	EL	10

BRK Financial Group SA este furnizor de lichiditate în ceea ce privește produsele structurate emise de aceasta.

## Notă

1. BRK Financial Group SA deține o poziție lungă sau scurtă netă peste pragul de 0,5% din capitalul social total al emitentului.
2. BRK Financial Group SA acționează ca formator de piață sau furnizor de lichiditate în ceea ce privește instrumentele financiare ale emitentului.
3. Emitentul este acționar semnificativ al BRK Financial Group SA (deține mai mult de 10% din capitalul social).
4. Emitentul este acționar al BRK Financial Group SA (deține o participație mai mare de 5% din capitalul său social emis total).
5. Emitentul este în prezent sau a fost în ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investiții financiare.
6. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricărei oferte publice de instrumente financiare a emitentului.
7. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investiții financiare prestate emitentului.
8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administrație al acestui emitent.
9. BRK Financial Group este acționar semnificativ al emitentului (deține cel puțin 10% din capitalul social).
10. Autorii cercetării de investiții nu dețin acțiuni în cadrul emitentului.

## Istoric recomandări BRK Financial Group valabile la data de 29 ianuarie 2019



Istoric Prețuri target BRK Financial Group							
Data analizei	Simbol	Recomandare	Preț țintă	Preț din piață la data analizei	Analist	Data la care a fost atins prețul țintă	Interval valabil pentru prețul țintă
24.10.2017	BIO	Mentținere	0,331	0,3	Maria VLAD	26.04.2018	24.10.2017 - 24.10.2018
31.01.2018	SNP	Cumpărare	0,375	0,312	Maria VLAD	05.10.2018	31.01.2018 - 31.01.2019
23.04.2018	TGN	Cumpărare	477,5	415	Maria VLAD		23.04.2018 - 23.04.2019
24.07.2018	COTE	Cumpărare	113,1	87,4	Maria VLAD		24.07.2018 - 24.07.2019
05.10.2018	M	Cumpărare	34,4	27	Maria VLAD		05.10.2018 - 05.10.2019
29.01.2019	EL	Cumpărare	13,58	9,86	Maria VLAD		29.01.2019 - 29.01.2020

Sursa: Centralizare pe baza analizelor realizate de către analiștii BRK Financial Group

#### Sistem de recomandări :

**Cumpărare:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Mentținere:** este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Vânzare:** este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Restricționat:** divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)

**Acoperire în tranziție:** datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.