

Societatea Energetică Electrica (EL)

Cumpărare

Update interimar

Preț țintă: 13,0 lei (+16,8%)

Elemente cheie ale companiei

Alex Dodoi, CFA

Head of Research

alex.dodoi@brk.ro

- **Rezultatele finale pentru anul 2024 ale Electrica au arătat o scădere a veniturilor totale de 19,8%, de la 13,3 mld. lei la 10,7 mld. lei**, în linie cu așteptările și ușor peste estimările noastre (10,2 mld. lei estimat). Scăderea a venit pe fondul unei încetiniri înregistrate pe segmentul de furnizare, unde compania a marcat venituri cu 13,1% mai mici (6,3 mld. lei vs. 7,28 mld. anterior), scădere doar parțial compensată de creșterea pe segmentul de distribuție (+6,8% față de 2023).
- **EBITDA a scăzut cu 13,8%, până la 1,85 mld. lei (vs. 1,98 mld. estimat)**, pe fondul creșterii ceva mai accelerate a cheltuielilor cu salariile (+12,0%, până la 1,07 mld. lei vs. 1,02 mld. estimat). Costurile cu energia, deși au înregistrat o scădere notabilă (de la 9,05 mld. lei la 6,58 mld. lei, -27,3%), au fost totuși ușor peste estimările noastre, de 6,14 mld. lei. Profitul net a scăzut cu 49,5%, de la 772 mil. lei la 390 mil. lei, față de 471 mil. lei estimat.
- **Estimarea din modelul DCF indică un preț de 13,0 lei/acțiune pentru Electrica (+16,8% potențial de creștere)**, însă, având în vedere volatilitatea extremă din ultimele zile cauzată de noile măsuri tarifare impuse de SUA, estimarea prețului țintă rămâne sub observație — nu în ultimul rând din cauza implicațiilor materiale la nivel macro, atât pentru creșterea economică, cât și pentru inflație.
- **Un aspect important de menționat este opinia cu rezerve exprimată de auditor.** Baza acestei opinii a fost legată de evaluarea creanțelor comerciale, mai specific, de o parte dintre creanțele care erau încă nefacturate către clienții finali, pentru care auditorul nu a primit probe de audit suficiente pentru a stabili eventualele corecții necesare. Creanțele în cauză totalizează 979,5 mil. lei — aproximativ cât profitul total realizat în ultimii doi ani. În cadrul conferinței pentru investitori, managementul companiei a oferit clarificări suficiente și adecvate, în opinia noastră. Concret, sumele nefacturate au fost cauzate de necesitatea aplicării OUG 312/2024, care a impus stornarea și reemiterea facturilor cu tariful aferent contribuției la contractele CfD — situație care a generat adaptări tehnice complexe în sistemele informatice ale companiei și a dus la întârzieri în procesul de facturare. Managementul a menționat că suma corespunde unei cantități de cca. 430 GWh de energie electrică livrată și mapată în proporție de 97% pe punctele de consum, și că va fi facturată până cel târziu la data de 30 aprilie 2025. Din sondajele noastre, situația întâmpinată de companie nu a fost unică, fiind similară cu cea a altor furnizori de energie din piață (Hidroelectrică, PPC Energie, E.ON Energie), motiv pentru care nu am considerat necesară estimarea unui eventual write-off.

Sector: Utilități

Date despre acțiuni

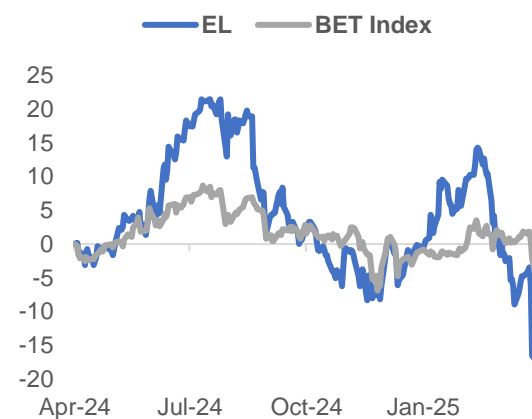
Preț min/max în 52 săpt.	11,2 – 16,38
Dividend pe acțiune	0,1767
Număr total acțiuni (mio.)	339,55
Capitalizare (mio. lei)	3.802,9
Lichiditate 52 săpt. (mio. lei)	344,7

Structura acționariatului

	%
Statul Român	49,8
Persoane juridice	45,6
Persoane fizice	4,6

Performanța acțiunilor 1 an

	%
EL	-17,3
BET Index	-5,1



sursa: Bloomberg

Rezultate finale 2024

Rezultatele Electrica pentru finalul anului 2024 au arătat o scădere a veniturilor totale de 19,8%, de la 13,3 mld. lei la 10,7 mld. lei, pe fondul scăderii cu 13,1% a veniturilor pe segmentul de furnizare (6,3 mld. lei vs. 7,3 mld. lei), precum și a scăderii altor venituri cu 51,7%, până la 1,7 mld. lei, pe fondul încasării unui nivel de subvenții mult mai redus față de anul anterior.

Segmentul de distribuție a înregistrat o creștere de 6,8% față de anul precedent, veniturile ajungând la 4,7 mld. lei, susținute de creșterea volumului de energie electrică distribuită cu 4,2%, până la 17,77 TWh, precum și de majorarea tarifului mediu realizat cu 2,5%, până la 265 lei/MWh (calculare proprie, tarif reglementat +6,8%).

Costurile cu CPT au crescut cu 9%, până la 1.077 mil. lei, în principal datorită creșterii prețului mediu de achiziție cu 11%, creștere resimțită în special în ultimul trimestru al anului 2024, producătorii vânzând voluntar către OPCOM la prețul de 400 lei/MWh.

EBITDA pe segmentul de distribuție a crescut cu 10,0%, până la 1,58 mld. lei, în timp ce profitul net a fost mai mare cu 13,7%, ajungând la 726 mil. lei. Profitul net reglementat pentru 2024 a fost de 900 mil. lei, neincluzând efectul capitalizării deviației costului cu CPT de 190 mil. lei.

Baza activelor reglementate (BAR) pentru anul 2024 a crescut cu 6,1%, până la 8,16 mld. lei, în timp ce BAR pentru 2022 și 2023 a fost ajustată cu inflația realizată în loc de cea estimată. Rentabilitatea activelor (RRR) pentru perioada de reglementare 5 (PR5) a fost ajustată în sus, la 6,39% față de 5,66%, motiv pentru care prognoza noastră pe partea de venituri din distribuție a fost ajustată în sus (4,46 mld. lei vs. 3,99 mld. lei anterior), cu impact pozitiv asupra prețului țintă al companiei.

O mare parte din acest upside a fost însă anulată de o prognoză mai puțin optimistă privind evoluția costurilor CPT, costuri care au depășit estimările pentru anul 2024.

Pe segmentul de furnizare, Electrica a înregistrat o scădere a veniturilor de 13,1%, până la 6,32 mld. lei, pe fondul scăderii volumelor de vânzare cu 2,6% și al scăderii costului de achiziție a energiei electrice cu 36,0% (scădere ce s-a tradus și în diminuarea veniturilor).

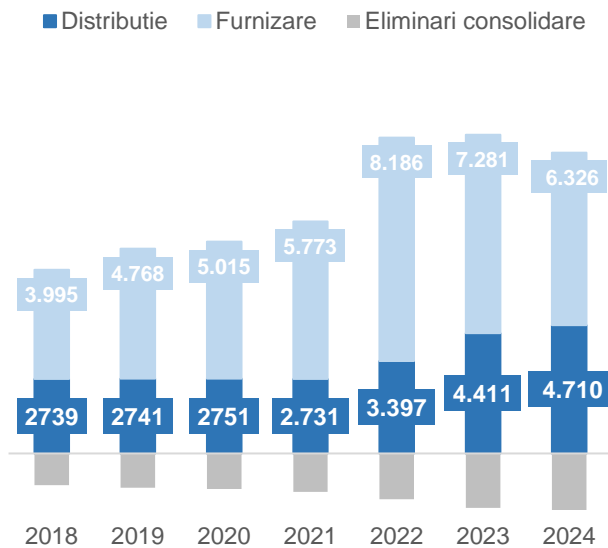
EBITDA pe segmentul de furnizare a fost negativă, de -167 mil. lei, față de +305 mil. lei cu un an mai devreme. Per total, segmentul a înregistrat pierderi de -338 mil. lei, fiind afectat semnificativ și de scăderea subvențiilor încasate de la stat, ca urmare a reducerii costurilor de achiziție a energiei electrice.

(mil. lei, consolidat)	2023	2024	var
Venituri Totale	13.315	10.684	-19,8%
Costuri Energie	(9.058)	(6.589)	-27,3%
Rezultat Brut	4.257	4.095	-3,8%
Cheltuieli cu salariile	(962)	(1.078)	12,0%
Cheltuieli constr & reparatii	(1.147)	(1.166)	1,6%
EBITDA	2.148	1.852	-13,8%
Amortizare și deprecieri	(524)	(598)	14,0%
Alte cheltuieli	(431)	(490)	13,6%
EBIT	1.192	764	-35,9%
Venituri financiare	3	13	268,5%
Cheltuieli financiare	(297)	(290)	-2,5%
Profit brut	898	487	-45,8%
Impozit pe profit	(126)	(97)	-22,7%
Profit Net	772	390	-49,5%

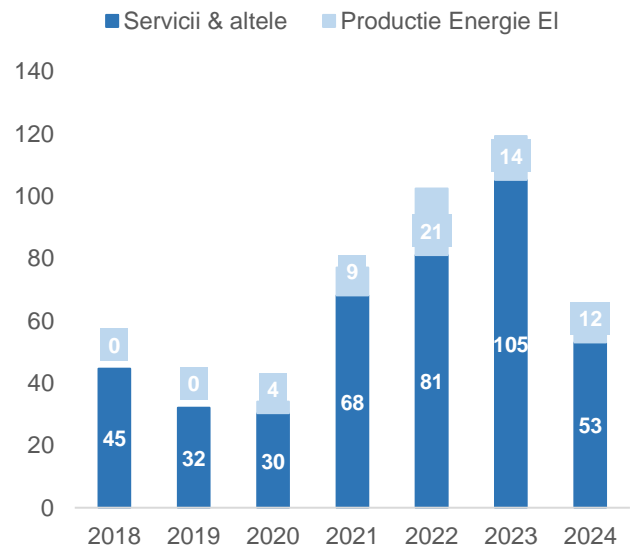
sursa: EL, calcule proprii

(mil. lei, consolidat)	2024f	2024e	var
Venituri Totale	10.684	10.229	4,4%
Costuri Energie	(6.589)	(6.143)	7,3%
Rezultat Brut	4.095	4.086	0,2%
Cheltuieli cu salariile	(1.078)	(1.023)	5,3%
Cheltuieli constr & reparatii	(1.166)	(1.074)	8,5%
EBITDA	1.852	1.989	-6,9%
Amortizare și deprecieri	(598)	(615)	-2,8%
Alte cheltuieli	(490)	(522)	-6,1%
EBIT	764	852	-10,3%
Venituri financiare	13	16	-20,9%
Cheltuieli financiare	(290)	(307)	-5,6%
Profit brut	487	561	-13,3%
Impozit pe profit	(97)	(90)	8,3%
Profit Net	390	471	-17,4%

sursa: EL, calcule proprii



sursa: EL, calcule proprii



sursa: EL, calcule proprii

Evaluarea DCF

Evaluăm compania la un preț de 13,0 lei/acțiune în modelul DCF (+16,8% upside) unde am luat în calcul o îmbunătățire a marjei EBITDA de la 17,3% în prezent, până la 21,5% în 2029. Alte ipoteze ale modelului nostru includ:

- Un cost mediu ponderat al capitalului (WACC) de 10,3%, calculat folosind un cost al capitalului propriu de 13,5% și un cost al datoriei de 7,8%;
- BETA levered de 0,8, estimat printr-o regresie liniară față de indicele BET
- Primă de risc a pieței de 7,7%, reprezentând randamentul total istoric al indicelui BET peste randamentul titlurilor de stat pe 10 ani de 7,3%;
- Valoarea terminală a fost estimată folosind modelul Gordon Growth, utilizând o rată terminală de 3,0% în linie cu rata inflației pe termen lung.

(RON mln, consolidated)	Raportat 31-Dec-24	Estimat 31-Dec-25	Estimat 31-Dec-26	Estimat 31-Dec-27	Estimat 31-Dec-28	Estimat 31-Dec-29
Total Revenues	10.684	10.432	10.086	9.969	10.196	10.457
<i>% chg</i>	-19,8%	-2,4%	-3,3%	-1,2%	2,3%	2,6%
EBITDA	1.852	2.387	1.778	1.727	1.975	2.250
<i>EBITDA M</i>	17,3%	22,9%	17,6%	17,3%	19,4%	21,5%
EBIT	764	1.298	619	552	768	1.008
<i>EBIT M</i>	7,2%	12,4%	6,1%	5,5%	7,5%	9,6%
EBIT*(1- Tax Rate)	611	1.091	520	464	645	847
D&A	598	640	725	746	769	792
WCC	-1.023	-94	-91	-90	-92	-94
CAPEX	-1.206	-906	-933	-959	-968	-986
FCFF	-1.019	730	221	161	354	558
<i>discount factor</i>		0,91	0,82	0,74	0,67	0,61
<i>NPV FCFF</i>		662	181	120	239	341

PV FCFF	1.543
PV Terminal Value	7.326
Terminal growth	3,0%
Firm Value	8.869
Net Debt	4.468
Equity Value	4.401
No. shares	340
Price/share	12,96
Market Price	11,10
Upside/Downside	16,76%

sursa: EL, calcule proprii

Situații financiare și estimări

(mil lei, consolidat)	Raportat 2021	Raportat 2022	Raportat 2023	Raportat 2024	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e
Venituri Totale	7.375	12.851	13.315	10.684	10.432	10.086	9.969	10.196	10.457
Costuri Energie	-5.695	-10.507	-9.058	-6.589	-6.094	-6.432	-6.368	-6.304	-6.241
Rezultat Brut	1.680	2.344	4.257	4.095	4.337	3.654	3.601	3.892	4.215
Cheltuieli cu salariile	-803	-823	-962	-1.078	-960	-928	-917	-938	-962
Cheltuieli constr & reparat	-659	-794	-1.147	-1.166	-991	-948	-957	-979	-1.004
EBITDA	218	727	2.148	1.852	2.387	1.778	1.727	1.975	2.250
Amortizare și deprecieri	-481	-496	-524	-598	-640	-725	-746	-769	-792
Alte cheltuieli	-343	-353	-431	-490	-449	-434	-429	-438	-450
EBIT	-606	-123	1.192	764	1.298	619	552	768	1.008
Venituri financiare	3	10	3	13	16	16	16	16	16
Cheltuieli financiare	-30	-175	-297	-290	-223	-216	-214	-218	-224
Alte venituri / (cheltuieli)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Profit brut	-632	-288	898	487	1.091	419	354	565	800
Impozit pe profit	80	47	-126	-97	-175	-67	-57	-90	-128
Profit Net	-553	-240	772	390	916	352	297	475	672

sursa: EL, calcule proprii

Marje	Raportat 2021	Raportat 2022	Raportat 2023	Raportat 2024	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e
GPM	22,8%	18,2%	32,0%	38,3%	41,6%	36,2%	36,1%	38,2%	40,3%
EBITDA M	3,0%	5,7%	16,1%	17,3%	22,9%	17,6%	17,3%	19,4%	21,5%
EBIT M	-8,2%	-1,0%	9,0%	7,2%	12,4%	6,1%	5,5%	7,5%	9,6%
NPM	-7,5%	-1,9%	5,8%	3,6%	8,8%	3,5%	3,0%	4,7%	6,4%
ROE	-10,3%	-5,0%	15,6%	7,0%	13,3%	4,8%	3,7%	5,4%	7,3%
ROA	-6,9%	-2,6%	6,6%	2,9%	5,6%	2,0%	1,5%	2,2%	3,0%

sursa: EL, calcule proprii

Denegarea responsabilității legale

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

Menținere: 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.

Acest document nu poate fi copiat, reprodus, distribuit sau publicat, în totalitate sau în parte, fără autorizarea prealabilă a BRK Financial Group.

Acest document a fost întocmit de către SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor săi. Acest material are doar un scop informativ și nu reprezintă o recomandare de achiziționare, deține sau vinde produsul financiar descris aici. Toate informațiile conținute în acest document au fost compilate din surse considerate a fi de încredere în momentul în care au fost obținute. Cu toate acestea, datele, informațiile și/sau comentariile prezentate aici sunt pur orientative și pot fi incomplete. Orice investitor ar trebui să revizuiască documentația completă care reglementează problema a acestui produs financiar. Tranzacționarea unor astfel de produse financiare poate implica un grad ridicat de risc, incluzând dar fără a se limita la riscul unor evoluții negative sau neprevăzute ale pieței, fluctuațiile cursurilor de schimb valutar, riscul de contrapartida, riscul de faliment al emitentului și riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, prețului sau veniturilor generate de produsul financiar descris în acest document.

Înainte de a face un angajament pentru a achiziționa acest produs financiar, beneficiarii acestui document ar trebui să analizeze cu atenție oportunitatea tranzacției la circumstanțele lor specifice și să revizuiască în mod independent (împreună cu consilierii lor profesionali dacă e cazul) riscurile financiare specifice, precum și cele de natura juridică și fiscală ale unei astfel de investiții. SSIF BRK Financial Group S.A. a emis acest raport doar în scop informativ. Acest raport nu a fost conceput și nu trebuie interpretat ca o ofertă sau o solicitare a unei oferte pentru a cumpăra sau vinde valorile mobiliare menționate în prezentul document sau orice alte instrumente financiare conexe.

Acest raport nu intenționează să fie cuprinzător sau să conțină toate informațiile de care poate avea nevoie un potențial investitor pentru a lua o decizie de investiție. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluări și decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investiție discutată sau recomandată în acest raport poate fi improprie pentru

un investitor în funcție de obiectivele specifice de investiție și de poziția financiară a acestuia. Materialele din acest raport sunt informații generale pentru destinatari care înțeleg și își asumă riscurile investițiilor în instrumente financiare.

Acest raport nu ia în considerare dacă o investiție sau un curs de acțiune și riscurile asociate sunt adecvate destinatarului. Prin urmare, recomandările conținute în acest raport nu trebuie să fie invocate ca sfaturi de investiții bazate pe circumstanțele personale ale beneficiarului. Investitorii vor trebui să își facă propria evaluare independentă a informațiilor conținute în acest document, să ia în considerare propriul obiectiv de investiții, situația financiară și nevoile speciale și să caute sfaturi proprii financiare, de afaceri, juridice, fiscale și de altă natură în ceea ce privește oportunitatea investițiilor în titluri sau strategii de investiții discutate sau sugerate în acest raport.

Toate informațiile conținute în acest raport se bazează pe informații publice și au fost obținute din surse pe care SSIF BRK Financial Group S.A. le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totuși, astfel de surse nu au fost verificate în mod independent de către SSIF BRK Financial Group S.A. și acest raport nu intenționează să conțină toate informațiile pe care un investitor potențial le-ar putea solicita. SSIF BRK Financial Group S.A. nu are nici o obligație de a actualiza sau de a păstra informațiile și opiniile exprimate aici sau de a oferi recipientului acestui raport acces la orice alte informații suplimentare. În consecință, SSIF BRK Financial Group S.A. nu garantează, reprezintă sau adevărește, în mod expres sau implicit, în ceea ce privește adecvarea, exactitatea, corectitudinea informațiilor conținute în acest raport. SSIF BRK Financial Group S.A. nu acceptă nici o răspundere pentru pierderi directe, indirecte, pierderi de profit și/sau daune care ar putea rezulta din folosirea acestui raport. Orice astfel de responsabilitate sau răspundere este în mod expres exclusă. Deși s-au depus toate eforturile pentru a se asigura că declarațiile de fapt realizate în acest raport sunt corecte, toate estimările, proiecțiile, prognozele, expresiile de opinie și alte judecăți subiective conținute în acest raport se bazează pe presupuneri considerate rezonabile și nu trebuie să fie interpretat ca o reprezentare că sugestiile la care se face referire vor avea loc.

Acest raport poate conține declarații prospective, care sunt adesea, dar nu întotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimează”, „intenționează” și „așteaptă” și declarații că un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” să apară sau să fie realizate și alte astfel de expresii similare. Aceste declarații prospective se bazează pe presupuneri făcute și informații disponibile în prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. și sunt supuse riscurilor, incertitudinilor și altor factori cunoscuți și necunoscuți care pot afecta rezultatele, performanța sau realizările reale să fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanță sau realizare, exprimată sau implicată de astfel de declarații prospective. Ar trebui să se acorde precauție cu privire la aceste declarații, iar destinatarii acestui raport nu trebuie să depindă de o dependență excesivă de declarații prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declină în mod expres orice obligație de actualizare sau revizuire a oricăror declarații prospective, ca urmare a unor noi

informații, evenimente viitoare sau circumstanțe după data acestei publicații, pentru a reflecta apariția unor evenimente neanticipate.

Acest raport poate conține informații obținute de la terți. Furnizorii de conținut terți nu garantează acuratețea, completitudinea, actualitatea sau disponibilitatea oricăror informații și nu sunt responsabili pentru erori sau omisiuni (neglijente sau de altfel), indiferent de cauză sau pentru rezultatele obținute în urma utilizării unui astfel de conținut. Furnizorii de conținut terți nu oferă nici o garanție expresă sau implicită, incluzând, dar fără a se limita la, orice garanții de comerciabilitate pentru un anumit scop sau utilizare. Furnizorii de conținut terți nu sunt răspunzători pentru daune, cheltuieli, cheltuieli, taxe legale sau pierderi directe (indirecte, incidentale, exemplare, compensatorii, punitive, speciale sau consecutive) în legătură cu orice utilizare a conținutului lor.

Analizii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifică prin prezenta că opiniile exprimate aici reflectă în mod exact și exclusiv opiniile personale despre oricare și toți emitenții sau titlurile analizate în acest raport, iar raportul nu reprezintă cercetare pentru investiții independentă și nu face obiectul vreunei interdicții privind difuzarea cercetării pentru investiții.

Certificarea analistului

Analistul/analizii care au pregătit acest raport și persoanele în legătură cu acesta/aceștia, prin prezenta certifică următoarele:

Acest raport a fost întocmit de:

Analist

Alex Dodoi

1. Nu au nici un interes financiar în instrumentele financiare care ar include compania/comaniile menționate în prezentul raport.

Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
Societatea Energetica Electrica	EL	5, 7, 11

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

Note explicative

1. BRK Financial Group SA deține o poziție lungă sau scurtă netă peste pragul de 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 sau 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. Persoanele implicate în elaborarea prezentului raport nu dețin acțiuni în cazul emitentului.

11. BRK Financial Group este market maker.