

25 Octombrie 2021

Sectorul Energetic

## Societatea Energetica Electrica (EL RO)

Mentinere

### In Tranzitie; MENTINERE

Pret tinta (Randament %):	13.2 lei (13.4%)
Pret curent:	11.6 lei
Capitalizare:	4,019 milioane lei
Lichiditate medie (RON/EUR)	1.0m/0.2m

- **Initiem acoperire, cu recomandarea MENTINERE si un pret tinta de 13.2 lei calculat prin metoda DCF, cu un randament potential de 13.4%.** Societatea Energetica Electrica are in vedere modernizarea retelei de distributie a energiei electrice, dar si proiecte din zona de fuziuni si achizitii. Pe 15 octombrie, compania a anuntat ca va cumpara - pentru 35 milioane euro - un grup care opereaza centrale electrice fotovoltaice. Astfel, Electrica este in prezent intr-o tranzitie, mai ales si prin prisma liberalizarii pietei energiei.
- **Piata energiei electrice a fost liberalizata** de la inceputul acestui an. Piata de furnizare este formata din segmentul concurential si din segmentul de serviciu universal (SU) si furnizor de ultima instanta (FUI). Segmentele SU si FUI erau reprezentate de segmentul reglementat inainte de 1 ianuarie 2021. Estimam o crestere cu 10% a cheltuielilor cu energia electrica si gaze naturale achizitionate, pe fondul majorarii pretului energiei electrice. In luna septembrie 2021, energia electrica pe piata pentru ziua urmatoare (PZU), administrata de OPCOM, a avut un pret mediu de 662.15 lei/MWh, cu aproape 200% mai ridicat comparativ cu aceeaasi luna a anului precedent si cu peste 130% mai mare fata de pretul mediu din luna decembrie 2020, de 284.32 lei/MWh.
- **Segmentul de distributie** a energiei electrice este reprezentat de filiala Distributie Energie Electrica Romania S.A. (DEER). Acesta este cel mai important operator de distributie a energiei electrice la nivel national, cu o acoperire de 40.7% din teritoriul Romaniei, care deservește peste 3.8 milioane de utilizatori de retea. Pentru anul acesta, filiala DEER si-a propus un plan de investitii in valoare de 638 milioane lei.
- **Segmentul de productie a energiei electrice** al grupului Electrica, reprezentat de filiala Electrica Energie Verde 1 S.R.L., se va extinde tot mai mult. In luna iulie 2021, au fost semnate trei contracte de vanzare-cumparare de parti sociale (100%) in trei companii de proiect, de catre ELSA, in calitate de cumparator, avand ca obiect principal de activitate productia de energie din surse regenerabile. Pe 15 octombrie, compania a anuntat ca va cumpara un grup care opereaza centrale electrice fotovoltaice, pentru 35 milioane euro.
- **Electrica a oferit investitorilor randamente stabile ale dividendelor platite in fiecare an in perioada 2014-2020.** Randamentul dividendului platit in anul 2021, aferent rezultatelor anului 2020, a inregistrat un nivel de 6%, dividendul brut pe actiune platit fiind de 0.73 lei.
- **Potentiale riscuri la recomandarea noastra** sunt legate de o crestere si mai pronuntata a cheltuielilor cu energia electrica achizitionata in perioada urmatoare, peste rata de crestere a veniturilor din vanzarea energiei electrice electrice, dar si o posibila intarziere a implementarii planului de investitii, legat de modernizarea retelei de distributie a energiei electrice.

#### Departament Analiza

0364 401 709 (int 3025)

[analiza@brk.ro](mailto:analiza@brk.ro)

#### Date despre actiuni

Pretul minim/maxim (lei) in 52 sapt	10.8-14.15
Dividend pe actiune 2020 (lei)	0.73
Numar total actiuni (milioane)	346.4

#### Actionari (%)

Statul Roman prin Ministerul Economiei, Energiei si Mediului de Afaceri	48.79%
Alti actionari	51.21%

#### Performanta actiunilor (%)

	YTD	1 sapt.	1 luna	6 luni	12 luni
Valoare absoluta	-7.3	1.0	0.3	-12.9	5.8
Relativ la BET	-37.9	-0.1	-2.7	-27.1	-39.9

#### EL – evolutia pretului actiunii



Sursa: BVB

Indicatori cheie	2018	2019	2020	2021E	2022E
Total venituri (mil. RON)	5,778	6,440	6,667	6,904	7,389
Evolutia veniturilor (%)	0.0%	11.5%	3.5%	3.6%	7.0%
Marja EBITDA (%)	11.8%	11.1%	14.1%	10.5%	11.4%
Profit net (mil. RON)	230	207	388	153	210
Evolutia profitului net (%)	34.3%	-10.3%	87.5%	-60.5%	37.5%
P/E (x)	17.4	19.4	10.4	26.3	19.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	7.7	7.9	6.1	9.2	8.3
ROE (%)	4.1%	3.7%	6.7%	3.0%	4.1%

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

## Evaluarea companiei

Initiem acoperire, cu recomandarea MENTINERE si un pret tinta de 13.2 lei/actiune, calculat prin metoda Discounted Cash Flow to Equity (DCF), avand un potential de crestere de 13.4%. Prin intermediul acestei metode de evaluare sunt surprinse modificarile prin care va trece compania de-a lungul timpului. Metoda isi are fundamentul in regula valorii prezente, unde valoarea oricarui activ este valoarea prezenta a fluxurilor de numerar viitoare generate de acesta. Rata de actualizare este o functie a riscului fluxurilor de numerar estimate, cu rate mai mari pentru cele mai riscante active si rate mai reduse pe masura ce gradul de risc asociat investitiei este mai scazut.

Liberalizarea pietei de energie electica are un impact major asupra activitatii companiei. Modelul de evaluare include veniturile estimate ale celor cinci segmente ale grupului Electrica pentru perioada 2021-2030, precum si investitiile pe care le are in vedere cu privire la modernizarea retelei de distributie a energiei electrice, dar si proiecte din zona de fuziuni si achizitii.

Rata de actualizare (CAPM) folosita pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale Electrica este de 12% (rata fara risc 5.10%, prima de risc a pietei 6.9% si beta 1x).

**Pret (22 Oct. 2021)** 11.6 lei  
**Pret tinta** 13.2 lei

DEER este cel mai important operator de distributie a energiei electrice la nivel national, cu o acoperire de 40,7% din teritoriul Romaniei. Compania are in vedere modernizarea retelei de distributie a energiei electrice si cresterea capacitatii de productie a energiei electrice din surse regenerabile. Profitul companiei este influentat de cresterea cheltuielilor cu energia electrica achizitionata ca urmare a liberalizarii pietei.

**Scenariu optimist** 16.0 lei

Cresterea numarului de clienti in cadrul segmentului de furnizare, odata cu majorarea pretului de vanzare a energiei electrice si cresterea capacitatii de productie a energiei electrice din surse regenerabile vor genera venituri in crestere pentru companie.

**Scenariu pesimist** 11.0 lei

Prezenta unor noi reglementari care pot aparea pe piata energiei electrice ar putea afecta evolutia companiei, precum si o intarziere a planului de investitii.

Figura 1: DCF

mil. RON	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Profit net	153	210	255	307	356	407	470	538	611	688	702
+ deprecieri	505	534	565	595	622	646	670	693	715	737	
+ crestere/-descrestere a datoriei pe termen lung	755	347	294	64	(176)	(168)	(152)	(136)	(123)	(111)	
+ crestere/-descrestere capitalului de lucru	109	(82)	(14)	(14)	(12)	(13)	147	(30)	(29)	(29)	(10)
- CapEx	(712)	(748)	(785)	(707)	(636)	(600)	(600)	(550)	(550)	(550)	
<b>Equity - Free cash flow</b>	810	261	315	245	153	272	536	515	625	736	692
Rata de actualizare (CAPM)	12.0%										
Factorul de actualizare		0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Valoarea actualizata a fluxurilor de numerar		247	266	185	103	164	288	247	268	282	
Suma valorilor prezente ale fluxurilor de numerar	2,050										
Crestere reziduala	2%										
Valoarea prezenta a valorii terminale	2,519										6,956
<b>Valoarea totala (RONm)</b>	4,568										
<b>Actiuni (milioane)</b>	346										
<b>Pret tinta estimat (RON)</b>	13.2										
<b>Pret la 22 Octombrie 2021 (RON)</b>	11.6										
<b>Randament (%)</b>	13.4%										

Sursa: Electrica, BRK

Figura 2: Analiza de senzitivitate

RON/actiune		Rata de crestere reziduala					
		0.5%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
<b>CAPM</b>	11.0%	13.6	14.0	14.9	15.4	16.0	16.6
	11.5%	12.8	13.2	13.9	14.4	14.9	15.5
	<b>12.0%</b>	12.2	12.5	<b>13.2</b>	13.6	14.0	14.5
	12.5%	11.5	11.8	12.4	12.7	13.1	13.5
	13.0%	11.0	11.2	11.7	12.0	12.3	12.7

Sursa: BRK

25 Octombrie 2021

## Aspecte cheie in evaluarea companiei

### Estimarea veniturilor pe segmente

Veniturile companiei sunt generate de la operatiunile celor cinci segmente: furnizare de energie electrica si gaze naturale, distributie de energie electrica, productie de energie electrica, servicii aferente retelelor de distributie externe si sediul central.

Incepand cu 1 ianuarie 2021, piata de furnizare a energiei electrice a fost liberalizata pentru toate categoriile de clienti finali. Acesta este un pas important spre cresterea investitiilor din acest sector si modernizarea retelei de electricitate. Am estimat o crestere medie cu 7% a veniturilor acestui segment in perioada 2021-2030, sustinuta de majorarea pretului energiei electrice si a gazelor naturale.

Segmentul de distributie a energiei electrice este reprezentat de filiala Distributie Energie Electrica Romania S.A. (DEER). Aceste este cel mai important operator de distributie a energiei electrice la nivel national, cu o acoperire de 40.7% din teritoriul Romaniei, care deservește peste 3.8 milioane de utilizatori de retea. Tarifele de distributie sunt stabilite de ANRE prin metoda „cosului de tarife plafon”. In 2019 a inceput perioada a patra de reglementare (PR4), care se va finaliza in 2023. In 2020 a fost modificata rata reglementata a rentabilitatii (RRR) la 6.39%. Am estimat ca RRR se va mentine la nivelul de 6.39% pe parcursul perioadei de evaluare. DEER a incheiat acte aditionale la contractele de concesiune cu Ministerul Economiei, care au ca obiect exploatarea serviciului de distributie a energiei electrice in teritoriul stabilit (Transilvania Nord, Transilvania Sud, Muntenia Nord).

Segmentul de productie a energiei electrice, reprezentat de filiala Electrica Energie Verde 1 S.R.L detine un parc fotovoltaic cu o capacitate instalata de 7.5 MW. In luna iulie 2021, au fost semnate trei contracte de vanzare-cumparare de parti sociale (100%) in trei companii de proiect, de catre ELSA, in calitate de cumparator, avand ca obiect principal de activitate productia de energie din surse regenerabile. Astfel, au fost achizitionate 100% din partile sociale detinute de vanzatori in: *Curcea Power Parl S.R.L.*, care dezvolta proiectul eolian “Crucea Est” cu o capacitate instalata proiectata de 121 MW; *Sunwind Energy S.R.L.*, care dezvolta proiectul fotovoltaic “Satu Mare 2” cu o capacitate instalata proiectata de 27 MW; *New Trend Energy S.R.L.*, care dezvolta proiectul fotovoltaic “Satu Mare 3” cu o capacitate proiectata de 59 MW. In ceea ce priveste veniturile segmentului, acestea ar putea creste semnificativ o data cu preluarea celor trei companii de proiect, in functie de gradul de dezvoltare a acestora. Am estimat o crestere a veniturilor segmentului, in medie cu 18%, in perioada 2021-2030.

In ceea ce priveste veniturile serviciilor aferente retelelor de distributie externe, estimam o evolutie medie constata a acestora in perioada 2021-2030. Pentru Sediul Central nu au fost estimate venituri.

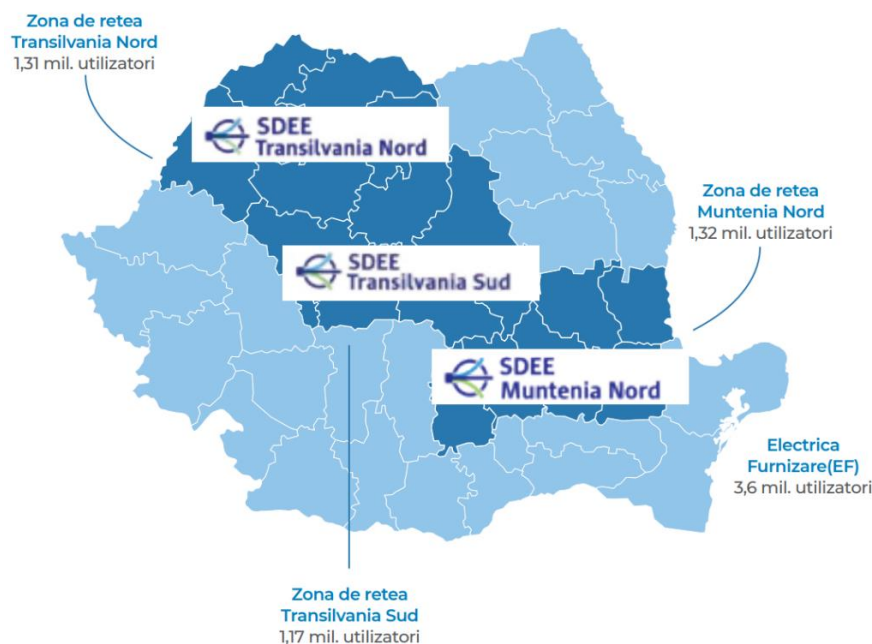
Figura 3: Estimarea veniturilor pe segmente

mil. RON	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Venituri distributie	2,729	2,676	2,800	2,844	2,907	2,961	3,014	3,066	3,116	3,165	3,212
Mentenananta retelei de distributie	133	156	168	171	174	178	181	184	187	190	193
Eliminari	(111)	(111)	(118)	(119)	(122)	(124)	(127)	(129)	(131)	(133)	(135)
<b>Total venituri segment distributie</b>	<b>2,751</b>	<b>2,721</b>	<b>2,850</b>	<b>2,895</b>	<b>2,959</b>	<b>3,015</b>	<b>3,069</b>	<b>3,121</b>	<b>3,172</b>	<b>3,222</b>	<b>3,270</b>
Cantitate energie electrica furnizata (TWh)	9.3	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
Venituri nete	4,458	4,769	5,151	5,563	5,952	6,309	6,688	7,089	7,514	7,965	8,443
Certificate verzi	557	572	618	668	714	757	803	851	902	956	1,013
<b>Venituri segmentul de furnizare energie electrica si gaze naturale</b>	<b>5,015</b>	<b>5,341</b>	<b>5,769</b>	<b>6,230</b>	<b>6,666</b>	<b>7,066</b>	<b>7,490</b>	<b>7,940</b>	<b>8,416</b>	<b>8,921</b>	<b>9,456</b>
Venituri din productie de energie electrica	4	5	5	6	8	9	11	13	15	18	18
Servicii aferente retelelor de distributie externe	30	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Venituri sediul central	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eliminari si ajustari consolidate	(1,299)	(1,377)	(1,459)	(1,547)	(1,640)	(1,738)	(1,843)	(1,953)	(2,070)	(2,194)	(2,326)
<b>Total venituri</b>	<b>6,501</b>	<b>6,736</b>	<b>7,209</b>	<b>7,629</b>	<b>8,039</b>	<b>8,397</b>	<b>8,772</b>	<b>9,166</b>	<b>9,578</b>	<b>10,011</b>	<b>10,463</b>
<i>Evolutia (%)</i>	<i>3.5%</i>	<i>3.6%</i>	<i>7.0%</i>	<i>5.8%</i>	<i>5.4%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.5%</i>

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

Figura 4: Aria de acoperire geografica a companiilor din grupul Electrica in 2020



Sursa: Electrica

### Situatia veniturilor si cheltuielilor

Veniturile companiei sunt influentate cu precadere in acest an de liberalizarea pietei energiei electrice, incepand cu 1 ianuarie 2021. Piata de furnizare este formata din segmentul concurential si din segmentul de serviciu universal (SU) si furnizor de ultima instanta (FUI). Segmentul de SU si FUI era reprezentat de segmentul reglementat inainte de 1 ianuarie 2021.

In ceea ce priveste evolutia cheltuielilor din exploatare, ponderea cea mai semnificativa este reprezentata de cheltuielile cu energia electrica si gaze naturale achizitionate, peste 60% din totalul acestor cheltuieli.

Pentru anul 2021, am estimat o crestere de aproximativ 8% a cheltuielilor din exploatare, iar pentru cheltuielile cu energia electrica si gazele naturale achizitionate, estimam o crestere de 10%, fata de valorile inregistrate in anul 2020. Evolutia este determinata in principal de majorarea preturilor de achizitie a energiei electrice.

In luna septembrie 2021, energia electrica pe Piata pentru Ziua Urmatoare (PZU), administrata de OPCOM, a avut un pret mediu de 662.15 lei/MWh, cu aproape 200% mai ridicat comparativ cu aceeași luna a anului precedent si cu peste 130% mai mare fata de pretul mediu din luna decembrie 2020, de 284.32 lei/MWh.

Figura 5: Situatiia veniturilor si cheltuielilor

mil. RON	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Venituri	6,501	6,736	7,209	7,629	8,039	8,397	8,772	9,166	9,578	10,011	10,463
Alte venituri din exploatare	165	168	180	191	201	210	219	229	239	250	262
<b>Total venituri</b>	<b>6,667</b>	<b>6,904</b>	<b>7,389</b>	<b>7,820</b>	<b>8,240</b>	<b>8,607</b>	<b>8,992</b>	<b>9,395</b>	<b>9,818</b>	<b>10,262</b>	<b>10,725</b>
Deprecierea si amortizarea	(491)	(505)	(534)	(565)	(595)	(622)	(646)	(670)	(693)	(715)	(737)
Cheltuieli din exploatare (fara D&A)	(5,724)	(6,182)	(6,548)	(6,883)	(7,204)	(7,488)	(7,785)	(8,096)	(8,420)	(8,760)	(9,114)
Total cheltuieli din exploatare	(6,215)	(6,687)	(7,082)	(7,448)	(7,799)	(8,110)	(8,432)	(8,766)	(9,114)	(9,476)	(9,852)
<b>Profit din exploatare</b>	<b>452</b>	<b>217</b>	<b>307</b>	<b>372</b>	<b>440</b>	<b>497</b>	<b>560</b>	<b>629</b>	<b>704</b>	<b>786</b>	<b>873</b>
Venituri financiare	10	6	7	7	7	8	8	8	9	9	10
Cheltuieli financiare	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(8)	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)
Cheltuieli cu dobanzile	(21)	(35)	(57)	(69)	(75)	(73)	(75)	(69)	(63)	(58)	(54)
<b>Rezultat financiar net</b>	<b>(17)</b>	<b>(35)</b>	<b>(57)</b>	<b>(69)</b>	<b>(75)</b>	<b>(73)</b>	<b>(75)</b>	<b>(69)</b>	<b>(63)</b>	<b>(58)</b>	<b>(54)</b>
Profit inainte de impozitare	442	182	251	304	365	423	484	560	641	728	819
Cheltuiala cu impozitul pe profit	55	29	40	49	58	68	78	90	102	116	131
<b>Profitul exercitiului financiar</b>	<b>388</b>	<b>153</b>	<b>210</b>	<b>255</b>	<b>307</b>	<b>356</b>	<b>407</b>	<b>470</b>	<b>538</b>	<b>611</b>	<b>688</b>

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

**Graficul investitiilor si al amortizarii**

Pentru anul 2021, planul de investitii al grupului Electrica este in suma totala de 712.4 milioane RON, din care 638.9 milioane RON reprezinta planul de investitii al filialei de Distributie Energie Electrica Romania S.A., 51.2 milioane RON reprezinta planul financiar al Electrica Furnizare S.A., iar 11.6 milioane RON reprezinta planul financiar al Electrica Serv S.A. Grupul Electrica are in vedere modernizarea retelei de distributie a energiei electrice, dar si proiecte din zona de fuziuni si achizitii.

Pentru estimarea acestor investitii a fost realizat un grafic al amortizarii liniare, pe o durata de 25 de ani.

**Figura 6: Graficul investitiilor si al amortizarii**

mil. RON										
<b>Graficul investitiilor</b>	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Active imobilizate detinute la inceputul perioadei, la valoarea contabila	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486
Activele imobilizate detinute la inceputul perioadei, la valoarea contabila, inclusiv investitiile in curs	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486	10,486
CapEx	712	748	785	707	636	600	600	550	550	550
Perioada medie de amortizare pentru activele noi	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Total active imobilizate la valoare contabila	11,198	11,946	12,732	13,438	14,075	14,675	15,275	15,825	16,375	16,925
<b>Graficul amortizarii</b>										
Amortizarea anuala a activelor imobilizate detinute la inceputul perioadei	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491
Amortizarea anuala pentru noile achizitii										
2021	14	28	28	28	28	28	28	28	28	28
2022		15	30	30	30	30	30	30	30	30
2023			16	31	31	31	31	31	31	31
2024				14	28	28	28	28	28	28
2025					13	25	25	25	25	25
2026						12	24	24	24	24
2027							12	24	24	24
2028								11	22	22
2029									11	22
2030										11
Amortizarea anuala totala pentru noile achizitii	14	43	74	104	131	156	180	203	225	247
Amortizarea anuala totala	505	534	565	595	622	646	670	693	715	737
Deprecierea cumulata	5,020	5,555	6,120	6,715	7,336	7,983	8,653	9,347	10,062	10,800
Imobilizari corporale nete	6,178	6,391	6,612	6,724	6,738	6,692	6,621	6,478	6,312	6,125

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

**Pozitia financiara**

Bazandu-ne pe datele istorice ale companiei si pe evolutia veniturilor acesteia, am estimat componentele bilantului. Spre exemplu, compania isi incaseaza creantele comerciale in aproximativ 60 de zile si isi achita datoriile comerciale in aproximativ 40 de zile.

**Figura 7: Pozitia financiara**

mil. RON	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Active circulante</b>										
Numerar si echivalent de numerar	525	632	669	705	736	769	804	840	878	917
Creante comerciale	1,107	1,185	1,254	1,321	1,380	1,442	1,507	1,574	1,646	1,720
Alte active circulante	337	337	337	337	337	337	337	337	337	337
Stocuri	68	72	75	79	82	85	89	92	96	100
<b>Total active circulante</b>	<b>2,037</b>	<b>2,226</b>	<b>2,336</b>	<b>2,442</b>	<b>2,536</b>	<b>2,634</b>	<b>2,736</b>	<b>2,844</b>	<b>2,957</b>	<b>3,074</b>
Active imobilizate	11,198	11,946	12,732	13,438	14,075	14,675	15,275	15,825	16,375	16,925
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(5,020)	(5,555)	(6,120)	(6,715)	(7,336)	(7,983)	(8,653)	(9,347)	(10,062)	(10,800)
<b>Active imobilizate nete</b>	<b>6,178</b>	<b>6,391</b>	<b>6,612</b>	<b>6,724</b>	<b>6,738</b>	<b>6,692</b>	<b>6,621</b>	<b>6,478</b>	<b>6,312</b>	<b>6,125</b>
Alte active imobilizate	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
<b>Total active</b>	<b>8,263</b>	<b>8,666</b>	<b>8,995</b>	<b>9,214</b>	<b>9,322</b>	<b>9,373</b>	<b>9,406</b>	<b>9,370</b>	<b>9,317</b>	<b>9,247</b>
<b>Datorii curente</b>										
Datorii comerciale	677	718	754	790	821	853	887	923	960	999
Datorii privind impozitul pe profit curent	10	10	11	11	12	12	13	14	14	15
Alte datorii curente	542	580	614	647	676	706	737	771	806	842
Portiunea curenta a imprumuturilor bancare pe termen lung	392	420	444	468	489	511	614	630	648	668
Leasing	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
<b>Total datorii curente</b>	<b>1,632</b>	<b>1,738</b>	<b>1,834</b>	<b>1,927</b>	<b>2,008</b>	<b>2,093</b>	<b>2,343</b>	<b>2,420</b>	<b>2,504</b>	<b>2,593</b>
Imprumuturi bancare pe termen lung	1,156	1,503	1,797	1,861	1,685	1,516	1,365	1,228	1,105	995
Leasing	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Alte datorii pe termen lung	356	356	356	356	356	356	356	356	356	356
<b>Total datorii pe termen lung</b>	<b>1,528</b>	<b>1,875</b>	<b>2,169</b>	<b>2,233</b>	<b>2,057</b>	<b>1,889</b>	<b>1,737</b>	<b>1,601</b>	<b>1,478</b>	<b>1,367</b>
Capital social	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464	3,464
Rezultat reportat	1,102	1,051	992	1,053	1,256	1,391	1,325	1,348	1,335	1,287
Rezerve	509	509	509	509	509	509	509	509	509	509
Actiuni proprii	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)	(75)
Prime de emisiune	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103
<b>Total capitaluri proprii</b>	<b>5,103</b>	<b>5,052</b>	<b>4,992</b>	<b>5,054</b>	<b>5,257</b>	<b>5,392</b>	<b>5,326</b>	<b>5,349</b>	<b>5,336</b>	<b>5,287</b>
<b>Total capitaluri proprii si datorii</b>	<b>8,263</b>	<b>8,666</b>	<b>8,995</b>	<b>9,214</b>	<b>9,322</b>	<b>9,373</b>	<b>9,406</b>	<b>9,370</b>	<b>9,317</b>	<b>9,247</b>
Capitalul de lucru	406	488	502	516	528	541	394	424	453	482

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

**Evolutia datoriilor**

Grupul Electrica are in vedere implementarea unui program de investitii pentru modernizarea retelei de distributie, dar si pentru a imbunatati calitatea serviciilor si siguranta operationala. Banca Europeana pentru Reconstructie si Dezvoltare (BERD) sustine dezvoltarea operatorului de distributie a energiei electrice din cadrul grupului Electrica, DEER, caruia ii acorda un imprumut in lei echivalentul a 40 de milioane de euro.

In vederea diversificarii surselor de finantare la nivelul grupului Electrica, se urmareste contractarea unor credite de la Banca Europeana de Investitii (BEI). Atragerea unor surse de finantare de la o institutie internationala poate prezenta anumite avantaje, precum o perioada mai mare de rambursare, de pana la 15 ani, dar si cu costuri de finantare mai reduse. Astfel, imprumutul ce va fi contractat de catre DEER va avea o valoare de pana la 210 milioane EUR si va fi tras in una sau mai multe transe pentru finantarea planului de investitii aferent perioadei 2021-2023.

Pentru a finanta oportunitatile de crestere anorganica referitoare la proiecte din zona de fuziuni si achizitii, Electrica va contracta un credit-punte in suma de pana la 750 milioane RON, cu caracter neangajant, de la un consortiu format din bancile Erste Bank si Raiffeisen Bank.

Pentru perioada analizata estimam o dobanda medie de aproximativ 4% pentru creditele contractate.

**Figura 8: Evolutia datoriilor**

mil. RON	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Datorii pe termen scurt</b>										
Dobanda (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Datorii pe termen scurt ca procent din vanzari	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Valoarea medie a datoriei	392	420	444	468	489	511	534	558	583	609
Cheltuieli cu dobanda	6	6	7	7	7	8	8	8	9	9
<b>Datorii pe termen lung</b>										
Dobanda (%)	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Soldul la inceputul perioadei	400	1,267	1,613	1,925	1,982	1,784	1,606	1,445	1,300	1,170
Imprumut nou	915	473	473	250	0	0	0	0	0	0
Plati ale imprumuturilor	(48)	(127)	(161)	(192)	(198)	(178)	(161)	(144)	(130)	(117)
Soldul final	1,267	1,613	1,925	1,982	1,784	1,606	1,445	1,300	1,170	1,053
Cheltuieli cu dobanda	29	50	62	68	66	68	61	55	49	44
<b>Total cheltuieli cu dobanzile</b>	35	57	69	75	73	75	69	63	58	54
<b>Numerar si depozite bancare</b>										
Dobanda (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Numerar si depozite bancare (in zile)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Valoarea medie a numerarului si a depozitelor bancare	554	593	627	661	690	721	753	787	823	860
Venit din dobanzi	6	6	6	7	7	7	8	8	8	9

Sursa: Electrica, BRK

25 Octombrie 2021

## Evaluare relativa

In completarea analizei DCF, am analizat multiplii de tranzactionare estimati pentru alte companii din sectorul de energie si utilitati pentru anii 2021 si 2022.

In ceea ce priveste indicatorul P/E, Electrica se afla peste nivelul companiilor prezentate in tabelul de mai jos, atat in anul 2021. Acest aspect este influentat de scaderea profitului net estimat ca urmare a cresterii semnificative a pretului energiei electrice si implicit a cheltuielilor de achizitie a acesteia. Pe de alta parte, raportul EV/EBITDA indica ca Electrica se afla sub nivelul companiilor prezentate.

**Pentru anul 2021, P/E estimat pentru Electrica este de 26.3x (fata de mediana companiilor din sector de 14.1x), iar EV/EBITDA este de 9.2x (comparativ cu mediana companiilor din sector de 10.3).**

Datorita faptului ca aceste companii din sectorul de energie si utilitati nu sunt pe deplin comparabile cu operatiunile lui Electrica, am folosit aceasta analiza ca o verificare a evaluarii pe care am facut-o prin metoda DCF.

**Figura 9: Evaluare relativa**

	Market Cap. (milioane EUR)	2021E		2022E	
		EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA	P/E
TERNA-RETE ELETTRICA NAZIONA	12,599	12.0	16.0	12.2	16.8
RED ELECTRICA CORPORACION SA	9,485	10.5	13.7	10.4	13.6
REDES ENERGETICAS NACIONAIS	1,765	9.4	15.2	9.3	14.9
TAURON POLSKA ENERGIA SA	1,434	4.8	5.5	5.2	4.9
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	1,392	10.0	14.4	9.6	13.7
POLENERGIA SA	802	12.9	12.2	12.2	30.0
AUDAX RENOVABLES SA	636	15.8	34.0	7.9	13.5
FJORDKRAFT HOLDING ASA	631	7.6	13.0	7.4	11.5
<b>Mediana</b>		<b>10.3</b>	<b>14.1</b>	<b>9.5</b>	<b>13.6</b>

Sursa: Bloomberg, BRK



25 Octombrie 2021

## Anexe – Date istorice

Pentru a intelege mai bine modul in care compania isi desfasoara activitatea, precum si trendul acesteia, am analizat si datele istorice, necesare pentru a putea preziona evolutia companiei. Acestea sunt prezentate in tabelele urmatoare.

**Figura 10: Situatia consolidata a contului de profit si pierdere**

mil. RON	2017	2018	2019	2020
<b>Total venituri</b>	<b>5,603</b>	<b>5,613</b>	<b>6,280</b>	<b>6,501</b>
Alte venituri din exploatare	173	165	160	165
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(396)	(423)	(480)	(491)
Cheltuieli din exploatare (fara D&A)	(5,184)	(5,093)	(5,725)	(5,724)
Total cheltuieli din exploatare	(5,580)	(5,517)	(6,206)	(6,215)
<b>Profit din exploatare</b>	<b>197</b>	<b>261</b>	<b>234</b>	<b>452</b>
Venituri financiare	20	14	14	10
Cheltuieli financiare	(8)	(9)	(9)	(6)
Cheltuieli cu dobanzile	(2)	(3)	(13)	(21)
<b>Rezultat financiar net</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>(8)</b>	<b>(17)</b>
Profit inainte de impozitare	207	263	226	442
Cheltuiala cu impozitul pe profit	35	32	19	55
<b>Profitul exercitiului financiar</b>	<b>172</b>	<b>230</b>	<b>207</b>	<b>388</b>

Sursa: Electrica, BRK

**Figura 11: Situatia consolidate a pozitiei financiare**

mil. RON	2017	2018	2019	2020
<b>Active circulante</b>				
Numerar si echivalent de numerar	562	666	608	571
Creante comerciale	860	845	918	1,062
Cheltuieli in avans	4	3	3	3
Alte active circulante	761	176	92	337
Stocuri	22	64	74	70
<b>Total active circulante</b>	<b>2,208</b>	<b>1,753</b>	<b>1,695</b>	<b>2,043</b>
Active imobilizate	8,418	9,200	9,961	10,486
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(3,371)	(3,775)	(4,215)	(4,515)
<b>Active imobilizate nete</b>	<b>5,046</b>	<b>5,425</b>	<b>5,746</b>	<b>5,971</b>
<b>Alte active imobilizate</b>	<b>362</b>	<b>351</b>	<b>377</b>	<b>48</b>
<b>Total active</b>	<b>7,617</b>	<b>7,529</b>	<b>7,817</b>	<b>8,062</b>
<b>Datorii curente</b>				
Datorii comerciale	689	742	730	607
Datorii privind impozitul pe profit curent	4	2	5	9
Alte datorii curente	531	424	684	523
Portiunea curenta a imprumuturilor bancare pe termen lung	-	-	8	379
Leasing	-	-	27	11
<b>Total datorii curente</b>	<b>1,224</b>	<b>1,168</b>	<b>1,454</b>	<b>1,529</b>
Imprumuturi bancare pe termen lung	320	320	433	400
Leasing	-	-	10	17
Alte datorii pe termen lung	418	412	331	356
<b>Total datorii pe termen lung</b>	<b>738</b>	<b>732</b>	<b>774</b>	<b>773</b>
Capital social	3,459	3,459	3,464	3,464
Rezultat reportat	1,713	1,675	1,638	1,760
Rezerve	451	461	459	509
Actiuni proprii	(75)	(75)	(75)	(75)
Prime de emisiune	103	103	103	103
Contributii ale actionarilor in natura	5	5	0	0
<b>Total capitaluri proprii</b>	<b>5,656</b>	<b>5,628</b>	<b>5,590</b>	<b>5,760</b>
<b>Total capitaluri proprii si datorii</b>	<b>7,617</b>	<b>7,529</b>	<b>7,817</b>	<b>8,062</b>
Capitalul de lucru	984	585	241	515

Sursa: Electrica, BRK

October 25, 2021

Energy Sector

# Societatea Energetica Electrica (EL RO)

**Neutral**

## A Changeover; NEUTRAL

Target price (Return %):	RON 13.2 (13.4%)
Price:	RON 11.6
Market Cap.:	RONm 4,019
Avg. Daily Turnover (RON/EUR)	1.0m/0.2m

- Initiating coverage, with a NEUTRAL recommendation, and a DCF-derived target price of RON13.2 with a potential upside return of 13.4%.** Societatea Energetia Electrica is considering the modernization of the electricity distribution network, but also projects in the area of mergers and acquisitions. On October 15, the company announced that it would buy a group that operates photovoltaic power plants for 35 million euros. Thus, Electrica is currently in a transition, especially in terms of the liberalization of the energy market.
- The electricity market was liberalized on January 1, 2021.** The supply market is formed by the competitive segment and the universal service segment (US) and supplier of last resort (SoLR). The US and SoLR segments were represented by the regulated segment before January 1, 2021. We estimate a 10% increase in the expenditures on purchased electricity and natural gas, amid the increase in the price of electricity. In September 2021, the price of electricity on the Day-Ahead Market (DAM), managed by OPCOM, had an average of 662.15 RON/MWh, almost 200% higher compared to the same month of the previous year and over 130% higher than the average price in December 2020, of 284.32 RON/MWh.
- The electricity distribution segment** is represented by the subsidiary Distributie Energie Electrica Romania S.A. (DEER). It is the most important electricity distribution operator at national level, with a coverage of 40.7% of the Romanian territory, which serves over 3.8 million network users. For the year 2021, the DEER branch envisages an investment plan worth RON 638.9 million.
- The electricity production segment** of Electrica represented by the subsidiary Electrica Energie Verde 1 S.R.L will expand more and more. In July 2021, three more contracts for the sale-purchase of shares (100%) were signed in three project companies, by ELSA, as a buyer, having as main object of activity the production of energy from renewable sources. On October 15, the company announced that it would buy a group that operates photovoltaic power plants for 35 million euros.
- Electrica offered investors stable returns on dividends paid each year from 2014-2020.** The yield of the dividend paid in 2021, related to the results of 2020, registered a level of 6%, the gross dividend per share paid being 0.73 RON.
- Potential risks to our recommendation** are related to an even more pronounced increase in expenditures on electricity purchased in the next period, above the growth rate of revenues from the sale of electricity, but also a possible delay in the investment plan related to the modernization of the grid. electricity distribution.

### Share Data

52-week price low/high	10.8-14.15
Dividend per share 2020 (RON)	0.73
Shares outstanding (m)	346

### Shareholders (%)

Romanian State – Ministry of Economy, Energy and Business Environment	48.79%
Free Float	51.21%

### Share Performance (%)

	YTD	1w	3m	6m	12m
Absolute	-7.3	1.0	0.3	-12.9	5.8
Relative to BET	-37.9	-0.1	-2.7	-27.1	-39.9

### EL – share price evolution



Source: BVB

Key indicators	2018	2019	2020	2021E	2022E
Total turnover (mil. RON)	5,778	6,440	6,667	6,904	7,389
Revenue evolution (%)	0.0%	11.5%	3.5%	3.6%	7.0%
EBITDA margin (%)	11.8%	11.1%	14.1%	10.5%	11.4%
Net profit (mil. RON)	230	207	388	153	210
Net profit evolution (%)	34.3%	-10.3%	87.5%	-60.5%	37.5%
P/E (x)	17.4	19.4	10.4	26.3	19.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	7.7	7.9	6.1	9.2	8.3
ROE (%)	4.1%	3.7%	6.7%	3.0%	4.1%

Sursa: Electrica, BRK

### Note

This page translated into English is only an abbreviated version of the original report, written in Romanian, and it is for information purposes only. We advise readers to refer to the original report in Romanian to find out more details.

## Denegarea responsabilitatii legale

### Sistem de recomandari:

- Cumparare:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Mentintere:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera un randament intre -15% si 15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Vanzare:** Este estimat ca instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% in urmatoarele 12 luni, conform cu pretul tinta
- Restrictionat:** Divulgarea de estimari financiare, pret tinta sau rating pentru un instrument financiar este temporar restrictionata pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)
- Acoperire in tranzitie:** Datorita schimbarilor in echipa de analiza, furnizarea de estimari financiare, pret tinta sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.

### Acest document nu poate fi copiat, reprodus, distribuit sau publicat, in totalitate sau in parte, fara autorizarea prealabila a BRK Financial Group.

Acest document a fost intocmit de catre SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor sai. Acest material are doar un scop informativ si nu reprezinta o recomandare de a achizitiona, detine sau vinde produsul financiar descris aici. Toate informatiile continute in acest document au fost compilate din surse considerate a fi de incredere in momentul in care au fost obtinute. Cu toate acestea, datele, informatiile si/sau comentariile prezentate aici sunt pur orientative si pot fi incomplete. Orice investitor ar trebui sa revizuiasca documentatia completa care reglementeaza problema acestui produs financiar. Tranzactionarea unor astfel de produse financiare poate implica un grad ridicat de risc, incluzand dar fara a se limita la riscul unor evolutii negative sau neprevazute ale pietei, fluctuatiile cursurilor de schimb valutar, riscul de contrapartida, riscul de faliment al emitentului si riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, pretului sau veniturilor generate de produsul financiar descris in acest document.

Inainte de a face un angajament pentru a achizitiona acest produs financiar, beneficiarii acestui document ar trebui sa analizeze cu atentie oportunitatea tranzactiei la circumstantele lor specifice si sa revizuiasca in mod independent (impreuna cu consilierii lor profesionali daca e cazul) riscurile financiare specifice, precum si cele de natura juridica si fiscala ale unei astfel de investitii. SSIF BRK Financial Group S.A. a emis acest raport doar in scop informativ. Acest raport nu a fost conceput si nu trebuie interpretat ca o oferta sau o solicitare a unei oferte pentru a cumpara sau vinde valorile mobiliare mentionate in prezentul document sau orice alte instrumente financiare conexe.

Acest raport nu intentioneaza sa fie cuprinzator sau sa contina toate informatiile de care poate avea nevoie un potential investitor pentru a lua o decizie de investitie. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluari si decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investitie discutata sau recomandata in acest raport poate fi improprie pentru un investitor in functie de obiectivele specifice de investitie si de pozitia financiara a acestuia. Materialele din acest raport sunt informatii generale pentru destinatari care inteleg si isi asuma riscurile investitiilor in instrumente financiare.

Acest raport nu ia in considerare daca o investitie sau un curs de actiune si riscurile asociate sunt adecvate destinatarului. Prin urmare, recomandarile continute in acest raport nu trebuie sa fie invocate ca sfaturi de investitie bazate pe circumstantele personale ale beneficiarului. Investitorii vor trebui sa isi faca propria evaluare independenta a informatiilor continute in acest document, sa ia in considerare propriul obiectiv de investitie, situatia financiara si nevoile speciale si sa caute sfaturi proprii financiare, de afaceri, juridice, fiscale si de alta natura in ceea ce priveste oportunitatea investitiilor in titluri sau strategii de investitie discutate sau sugerate in acest raport.

Toate informatiile continute in acest raport se bazeaza pe informatii publice si au fost obtinute din surse pe care SSIF BRK Financial Group S.A. le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totusi, astfel de surse nu au fost verificate in mod independent de catre SSIF BRK Financial Group S.A. si acest raport nu intentioneaza sa contina toate informatiile pe care un investitor potential le-ar putea solicita. SSIF BRK Financial Group S.A. nu are nici o obligatie de a actualiza sau de a pastra informatiile si opiniile exprimate aici sau de a oferi cititorului acestui raport acces la orice alte informatii suplimentare. In consecinta, SSIF BRK Financial Group S.A. nu garanteaza, reprezinta sau adevereste, in mod expres sau implicit, in ceea ce priveste adecvarea, exactitatea, corectitudinea informatiilor continute in acest raport. SSIF BRK Financial Group S.A. nu accepta nici o raspundere pentru pierderi directe, indirecte, pierderi de profit si/sau daune care ar putea rezulta din folosirea acestui raport. Orice astfel de responsabilitate sau raspundere este in mod expres exclusa. Desi s-au depus toate eforturile pentru a se asigura ca declaratiile de fapt realizate in acest raport sunt corecte, toate estimarile, proiectiile, prognozele, expresiile de opinie si alte judecati subiective continute in acest raport se bazeaza pe presupuneri considerate rezonabile si nu trebuie sa fie interpretat ca o reprezentare ca sugestiile la care se face referire vor avea loc.

Acest raport poate contine declaratii prospective, care sunt adesea, dar nu intotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimeaza”, „intentioneaza” si „asteapta” si declaratii ca un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” sa apara sau sa fie realizate si alte astfel de expresii similare. Aceste declaratii prospective se bazeaza pe presupuneri facute si informatii disponibile in prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. si sunt supuse riscurilor, incertitudinilor si altor factori cunoscuti si necunoscuti care pot afecta rezultatele, performanta sau realizările reale sa fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanta sau realizare, exprimata sau implicata de astfel de declaratii prospective. Ar trebui sa se

acorde precautie cu privire la aceste declaratii, iar destinatarii acestui raport nu trebuie sa depinda de o dependenta excesiva de declaratii prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declina in mod expres orice obligatie de actualizare sau revizuire a oricaror declaratii prospective, ca urmare a unor noi informatii, evenimente viitoare sau circumstante dupa data acestei publicatii, pentru a reflecta aparitia unor evenimente neanticipate.

Acest raport poate contine informatii obtinute de la terti. Furnizorii de continut terti nu garanteaza acuratetea, completitudinea, actualitatea sau disponibilitatea oricaror informatii si nu sunt responsabili pentru erori sau omisiuni (neglijente sau de altfel), indiferent de cauza sau pentru rezultatele obtinute in urma utilizarii unui astfel de continut. Furnizorii de continut terti nu ofera nici o garantie expresa sau implicita, incluzand, dar fara a se limita la, orice garantii de comerciabilitate pentru un anumit scop sau utilizare. Furnizorii de continut terti nu sunt raspunzatori pentru daune, cheltuieli, taxe legale sau pierderi directe (indirecte, exemplare, compensatorii, punitive, speciale sau consecutive) in legatura cu orice utilizare a continutului lor.

Analistii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifica prin prezenta ca opiniile exprimate aici reflecta in mod exact si exclusiv opiniile personale despre oicare si toti emitentii sau titlurile analizate in acest raport, iar raportul nu reprezinta cercetare pentru investitii independenta si nu face obiectul vreunei interdictii privind difuzarea cercetarii pentru investitii.

### Certificarea analistului

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in actiunile, sau alte produse de pe piata de capital, care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport, cu exceptia:

Analist	Companie
-	-

2. nicio parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

### Raportari BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
Electrica	EL	-

BRK Financial Group SA este furnizor de lichiditate in ceea ce priveste produsele structurate emise de aceasta.

### Note explicative

1. BRK Financial Group SA detine o pozitie lunga sau scurta neta peste pragul de 5% din capitalul social total al emitentului.
2. BRK Financial Group SA actioneaza ca formator de piata sau furnizor de lichiditate in ceea ce priveste instrumentele financiare ale emitentului.
3. Emitentul este actionar semnificativ al BRK Financial Group SA (detine mai mult de 10% din capitalul social).
4. Emitentul este actionar al BRK Financial Group SA (detine o participatie mai mare de 5% din capitalul sau social emis total).
5. Emitentul este in prezent sau a fost in ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investitii financiare.
6. In ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricarei oferte publice de instrumente financiare a emitentului.
7. In ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investitii financiare prestate emitentului.
8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administratie al acestui emitent.
9. BRK Financial Group este actionar semnificativ al emitentului (detine cel putin 10% din capitalul social).
10. Persoanele implicate in elaborarea prezentului raport nu detin actiuni in cazul emitentului.
11. BRK Financial Group este market maker.

## Investment Research Disclaimer

<b>Buy:</b>	Share price may exceed 15% over the next 12 months
<b>Neutral:</b>	Share price may fall within the range of +/- 15% over the next 12 months
<b>Sell:</b>	Share price may fall by more than 15% over the next 12 months
<b>Restricted:</b>	Sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary restricted based on compliance (ex: conflicts of interest)
<b>Not Rated:</b>	Due to changes in the equity research team, sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary suspended.

**This document may not be copied, reproduced, distributed or published, in whole or in part, without the prior authorization of BRK Financial Group.**

This document was issued by the equity research department of BRK Financial Group, only for information purposes. This material is intended for information and it does not represent a recommendation to acquire, hold or sell the financial product described. All information contained in this document was compiled from sources deemed reliable in the moment they were acquired. Regardless, the data, information and/or comments presented here are just indicative and may be incomplete. Any investor should double check the complete description which labels this financial product. Transacting such financial products is considered high risk actions, including but not limited to the risk of adverse or unforeseen market developments, exchange rate fluctuations, counterparty risk, issuer bankruptcy and liquidity risk, each of which could have a negative impact on its value, price or income generated by the financial product described in this document.

Before making a commitment to purchase this financial product, the beneficiaries of this document should carefully consider the appropriateness of the transaction in their specific circumstances and independently review (together with their professional advisors if necessary) the specific financial risks, as well as those of a legal and fiscal nature of such an investment. BRK Financial Group has issued this report for information purposes only. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report is not intended to be comprehensive or contain all the information that a potential investor may need to make an investment decision. The beneficiary of this report shall make his or her own independent evaluations and decisions regarding any securities or financial instruments referred to. Any investment discussed or recommended in this report may be inappropriate for an investor depending on their specific investment objectives and financial position. The materials in this report are general information for recipients who understand and assume the risks of investing in financial instruments.

This report shall not consider whether an investment or course of action and the associated risks are appropriate to the recipient. Therefore, the recommendations contained in this report should not be invoked as investment advice based on the personal circumstances of the beneficiary. Investors will need to make their own independent assessment of the information contained in this document, take into account their own investment objective, financial situation and special needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice. regarding the appropriateness of investing in securities or investment strategies discussed or suggested in this report.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that BRK Financial Group believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by BRK Financial Group and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are BRK Financial Group's present opinions only and are subject to change without prior notice. BRK Financial Group is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, BRK Financial Group does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. BRK Financial Group does not accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed. Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur.

This report may contain forward-looking statements, which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or other such expressions may "appear" or be made. These forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to BRK Financial Group and are subject to risks, uncertainties and other known and unknown factors that may impact actual results, performance or achievements to be materially different from any future result, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be exercised in relation to these statements, and the recipients of this report should not be dependent on an excessive reliance on forward-

looking statements. BRK Financial Group expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication, to reflect the occurrence of unanticipated events.

This report may contain information obtained from third parties. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause or the results obtained from the use of such content. Third party content providers make no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability for any particular purpose or use. Third party content providers are not liable for damages, expenses, legal fees or direct losses (indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for producing this report hereby certify that the views expressed herein accurately and exclusively reflect the personal views of any and all issuers or securities reviewed in this report, and that the report does not constitute an independent investment research and is not subject to any prohibition on dissemination of investment research.

### Analyst Certification

The analyst(s) who prepared this report and other related persons to him/her or to them, certify that:

1. they do not have any financial interest in the securities or other capital market products of the subject companies mentioned in this report, except for:

Analyst	Company
-	-

2. no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this report.

### Reports of BRK Financial Group:

Company	Ticker	The explanatory note applies number:
Electrica	EL	-

BRK Financial Group SA is a provider of liquidity in respect to the structured products it issued.

### Explanatory notes:

1. BRK Financial Group SA holds a net long or short position above the threshold of 5% of the issuer's total share capital.
2. BRK Financial Group SA acts as a market maker or liquidity provider for the issuer's financial instruments.
3. The issuer is a significant shareholder of BRK Financial Group SA (holds more than 10% of the share capital).
4. The issuer is a shareholder of BRK Financial Group SA (holds a stake of more than 5% of its total issued share capital).
5. The issuer is currently or has been in the last 12 months a client of BRK Financial Group SA for the provision of financial investment services.
6. For the last 12 months, BRK Financial Group SA has been the coordinator / associate coordinator of any public offering of financial instruments of the issuer.
7. In the last 12 months, BRK Financial Group SA has been remunerated for financial investment services provided to the issuer.
8. A director, executive director or agent of BRK Financial Group SA is an administrator, executive director, consultant or member of the Board of Directors of this issuer.
9. BRK Financial Group is a significant shareholder of the issuer (holds at least 10% of the share capital).
10. The authors of the investment research do not hold shares in the issuer.
11. BRK Financial Group is a market maker.