

3 Martie 2021

Sectorul Energetic | Productie

S.N. Nuclearelectrica S.A. (SNN RO)

Cumparare

Catre un viitor sustenabil; CUMPARARE

Pret tinta (Randament %):	28.6 Lei (24.2%)
Pret curent:	23.0 Lei
Capitalizare:	6.9 miliarde Lei
Lichiditate medie (RON/EUR)	3.2m/0.66m

- **Initiem acoperire, cu recomandarea CUMPARARE si un pret tinta de 28.6 lei calculat prin metoda DCF, cu un randament potential de 24.2%.** Dezvoltarea companiei se afla pe o traiectorie ascendenta. A fost semnat acordul interguvernamental intre Statele Unite ale Americii si Romania, care a primit avizul Comisiei Europene. Astfel, pot fi demarate demersurile pentru constructia Unitatilor 3 si 4 de la Cernavoda. Finantarea in valoare de 7 miliarde de dolari va include constructia celor doua Unitati si re tehnologizarea Unitatii 1. Proiectul se va desfasura in cadrul unui consorciu care va include SUA, Canada si Franta.
- **Energia nucleara este a doua cea mai importanta sursa de electricitate din lume, cu emisii scazute de carbon.** Extinderea duratei de viata a centralelor nucleare din Europa, precum si construirea de noi centrale nucleare, vor fi necesare pentru tranzitia catre o energie curata. Cea mai mare bariera in calea constructiei unor noi centrale nucleare este valoarea ridicata a investitiilor. Energia electrica produsa in prezent de cele doua reactoare de la Cernavoda reprezinta aproximativ 20% din necesarul de energie al Romaniei.
- **Compania se tranzactioneaza in prezent la multipli scazuti** in comparatie cu alte companii din acelasi sector, listate pe alte piete. Pentru anul 2021, P/E estimat pentru SNN este de 9.7x (fata de mediana companiilor din sector de 15.9x) si EV/EBITDA este de 4.6x (fata de 7.8x). Prin urmare, consideram ca pretul actiunii SNN este subevaluat.
- **Politica de dividend a fost generoasa in ultimii ani** cu o rata de distributie a dividendelor de peste 90%, valoarea dividendului brut fiind in crestere. In anul precedent dividendul brut a fost de 1.653 lei/actiune. In cazul mentinerii acestui dividend, randamentul obtinut ar fi de 7.19% la pretul de inchidere din data de 01 martie 2021.
- **SNN a fost inclusa in indicii de piata emergenta ai FTSE Russell** in septembrie 2020, ceea ce ofera companiei o mai buna vizibilitate in randul investitorilor institutionali.
- **Potentiale riscuri la recomandarea noastra** sunt legate de o posibila decalare a planului de investitii al companiei, astfel incat acesta sa nu poata fi realizat in perioada estimata, dar si de o posibila crestere a costurilor pentru procesul de re tehnologizare si constructie.

Departament Analiza

0364 401 709 (int 3025)

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

Date despre actiuni

Pretul minim/maxim (Lei) in 52 sapt	10.56-24.45
Dividend pe actiune 2020 (Lei)	1.65
Numar total actiuni (milioane)	302

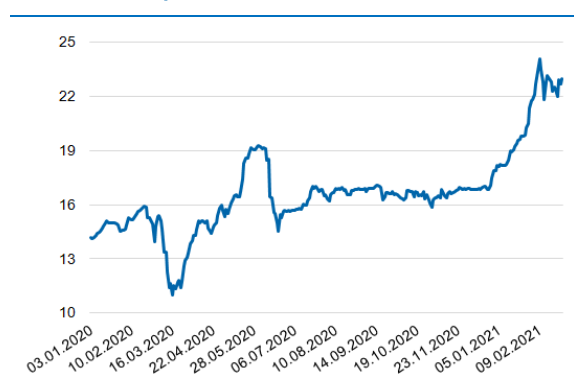
Actionari (%)

Statul Roman prin Ministerul Economiei, Energiei si Mediului de Afaceri	82.5%
Free Float	17.5%

Performanta actiunilor (%)

	YTD	1 sapt.	1 luna	6 luni	12 luni
Valoare absoluta	28.78	2.68	5.75	36.42	54.99
Relativ la BET	24.14	2.39	7.00	22.54	46.44

SNN – evolutia pretului actiunii



Sursa: BVB

Indicatori cheie	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21F	Dec-22F	Nota explicativa
Total venituri (RONm)	2,179	2,418	2,501	2,407	2,385	Acest raport a fost intocmit de BRK Financial Group in conformitate cu programul de promovare a emitentilor listati la BVB administrat de Bursa De Valori Bucuresti. Acest raport a fost realizat independent de orice influenta din partea Bursei De Valori Bucuresti sau a companiei in cauza. Consultati si mentiunile importante aflate la sfarsitul acestui raport.
Cresterea veniturii (%)	12.7%	11.0%	3.4%	-3.8%	-0.9%	
Marja EBITDA (%)	50.0%	49.0%	52.5%	56.3%	56.3%	
Profit net (RONm)	411	536	685	719	707	
Cresterea profitului net (%)	35.1%	30.4%	27.8%	5.0%	-1.7%	
P/E (x)	16.9	13.0	10.1	9.7	9.8	
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	
EV/EBITDA (x)	6.4	5.5	4.7	4.6	4.6	*Expert local Adrian Ciocoi, CFA, a revizuit acest raport in calitate de expert local, in cadrul unui acord de parteneriat cu BRK Financial Group.
ROE (%)	5.7%	7.3%	9.1%	10.3%	10.4%	

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Evaluarea companiei

Initiem acoperire, cu recomandarea **CUMPARARE** la un pret tinta de **28.6 lei/actiune**, calculat prin metoda **Discounted Cash Flow to Equity (DCF)**, avand un potential de crestere de **24.2%**. Prin intermediul acestei metode de evaluare am putut surprinde mai bine 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.

Estimarile au la baza rezultatele financiare preliminare raportate de SNN pentru anul 2020. Modelul de evaluare include re tehnologizarea Unitatii 1, ce va avea loc in perioada 2027 – 2028 si constructia Unitatilor 3 si 4, al caror termen de finalizare estimam ca va fi in anul 2030 pentru U3 si 2031 pentru U4. Pentru acestea, SNN va primi finantare din partea statului american, in valoare de 7 miliarde de dolari. Modelul include si re tehnologizarea Unitatii 2 ce va avea loc in perioada 2038 – 2039, pentru care estimam ca va contracta un imprumut de 1.5 miliarde de euro, care va fi rambursat intr-o perioada de 30 de ani. Totodata, in conditiile in care Unitatile 3 si 4 vor avea o durata de viata de 30 ani si acestea vor avea nevoie de un proces de re tehnologizare in perioada 2060 – 2061.

O data cu finalizarea procesului de re tehnologizare pentru Unitatea 1 si constructia Unitatilor 3 si 4, in anul 2031 SNN isi va putea dubla capacitatea de productie a energiei electrice, ajungand la o productie anuala de 21.500 GWh. Aceasta crestere se va reflecta si asupra fluxurilor viitoare de numerar.

Pret (01 Martie 2021) RON23.0
Pret tinta RON28.6

De ce cumparare? SNN este unicul producator de energie nucleara din Romania. Pe baza analizei fundamentale, estimam ca evolutia companiei va fi pe o traiectorie ascendenta luand in calcul proiectele viitoare de investitii.

Cel mai bun scenariu RON35.0

O crestere semnificativa a pretului energiei electrice pe perioada analizata ar putea avea un impact semnificativ asupra fluxurilor viitoare de numerar.

Cel mai rau scenariu RON16.5

Dependenta companiei de reglementarile ce pot aparea in domeniul energiei electrice in Romania si de buna functionare a reactoarelor, poate genera dezavantaje.

Figura 1: DCF

RONm	2020	2021E	2022E	2023E	2024E ●●●	2027E	2028E ●●●	2031E	2032E	2033E	2034E ●●●	2067E	2068E	2069E	2070E
Productie energie neta:															
Unitatea 1 (GWh)	5,173	5,145	5,121	5,121	5,096	0	0	5,200	5,200	5,200	5,200	0	0	0	0
Unitatea 2 (GWh)	5,385	5,355	5,330	5,330	5,304	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,200	5,400	5,400	5,400	5,400
Unitatea 3 (GWh)								5,500	5,500	5,500	5,500	5,300	5,300	5,300	5,300
Unitatea 4 (GWh)								5,500	5,500	5,500	5,500	5,300	5,300	5,300	5,300
Cantitatea totala de energie vanduta (GWh)	10,558	10,500	10,450	10,450	10,400	5,300	5,300	21,500	21,500	21,500	21,400	16,000	16,000	16,000	16,000
Profitul net (RONm)	1.8%	-0.5%	-0.5%	0.0%	-0.5%	-49.0%	0.0%	34.4%	0.0%	0.0%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
+ deprecieri	685	719	707	717	721	(340)	(410)	409	476	543	597	676	730	784	830
+ crestere/-descrestere a datoriei pe termen lung	545	548	553	559	565	1,086	1,164	1,185	1,192	1,199	1,206	1,916	1,925	1,934	1,947
+ crestere/-descrestere altor datorii pe termen lung	(210)	(73)	(73)	(73)	(73)	7,469	0	(991)	(991)	(991)	(991)	(724)	(724)	(724)	(480)
+ crestere/-descrestere in working capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- CapEx	(269)	278	18	(19)	(10)	1,004	(11)	(1,177)	(43)	(43)	(22)	(45)	(46)	(46)	(47)
FCFE	527	1,222	905	884	903	1,819	393	(924)	284	358	440	1,373	1,435	1,498	1,800
Rata de actualizare (CAPM)	9.0%	0.00	1.00	2.00	3.00	6.00	7.00	10.00	11.00	12.00	13.00	46.00	47.00	48.00	49.00
Factorul de actualizare		1.00	0.92	0.84	0.77	0.60	0.55	0.42	0.39	0.36	0.33	0.02	0.02	0.02	0.01
Valoarea actualizata a fluxurilor de numerar		1,222	830	744	697	1,085	215	(390)	110	127	144	26	25	24	26
Suma valorilor prezente ale fluxurilor de numerar	8,489														
Crestere reziduala	0.0%														
Valoarea prezenta a valorii terminale	124														
Valoarea capitalului propriu (RONm)	8,613														
Actiuni (milioane)	301.5														
Pret tinta estimat (RON)	28.6														
Pret la 01 Martie 2021 (RON)	23.00														
Randament (%)	24.2%														

Sursa: SNN, BRK

Rata de actualizare folosita pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale SNN este de 9%. Prezentam mai jos o analiza de senzitivitate.

Figura 2: Analiza de senzitivitate

	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
CAPM	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
Pret tinta estimat	31.8	30.1	28.6	27.2	26.1
Randament (%)	38.4%	30.8%	24.2%	18.4%	13.4%

Sursa: BRK

3 Martie 2021

Aspecte cheie in evaluarea companiei

Estimarea productiei si a veniturilor din productia energiei electrice

Avand in vedere ca cele doua Unitati de la Cernavoda au o durata de viata de aproximativ 30 de ani in conditiile unui factor de utilizare de 80%, Unitatea 1 va intra intr-un proces de re tehnologizare incepand cu decembrie 2026, care se va incheia in decembrie 2028, iar pentru Unitatea 2 re tehnologizarea va trebui sa inceapa in anul 2037. De asemenea, pana in anul 2031 estimam ca se vor construi Unitatile 3 si 4.

Energia electrica produsa de SNN reprezinta aproximativ 20% din productia totala a tarii. Estimam ca productia de energie electrica va scadea usor, odata ce Unitatea 1 se va apropia de scoaterea din functiune pentru re tehnologizare. Pe de alta parte, in momentul in care se va finaliza si constructia Unitatilor 3 si 4 (anul 2031), capacitatea de productie s-ar putea dubla si ar ajunge la aproximativ 21.500 GWh.

Veniturile din vanzarea energiei electrice au provenit pana in anul 2020 din vanzarea acestora pe piata concurentiala, piata reglementata si piata de echilibru. Obiectivul in anul 2021 este liberalizarea pietei de energie electrica. Incepand cu 1 ianuarie 2021 compania va vinde energia electrica produsa pe piata concurentiala (contracte bilaterale si vanzari pe PZU si PI) si un procent scazut – de 10%, pe piata de echilibru. Liberalizarea pietei energiei electrice este un prim pas important pentru cresterea investitiilor din Romania in acest sector.

Totodata, pretul energiei electrice de pe piata concurentiala a crescut de-a lungul timpului, ajungand in 2020 la un pret mediu de 217 lei/GWh, pret care estimam ca se va majora de-a lungul perioadei analizate.

Pe parcursul procesului de re tehnologizare a Unitatii 1, estimam ca veniturile din vanzarea energiei electrice vor scadea cu aproximativ 50%, ramanand in functiune doar Unitatea 2, cu o productie medie de aproximativ 5.300 GWh. Totodata, incepand cu anul 2031, estimam ca veniturile companiei din vanzarea energiei electrice s-ar putea dubla, odata ce toate cele patru reactoare vor fi functionale.

Figura 3: Productia de energie electrica si veniturile aferente

	2021E	2022E	2023E	2024E	2027E	2028E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Productia de energie electrica estimata (GWh)	10,500	10,450	10,450	10,400	5,300	5,300	21,500	21,500	21,500	21,400	21,400
Productia Unitatea 1 (%)	49%	49%	49%	49%	0%	0%	24%	24%	24%	24%	24%
Productia neta Unitatea 1 (GWh)	5,145	5,121	5,121	5,096	0	0	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
Productia Unitatea 2 (%)	51%	51%	51%	51%	51%	51%	25%	25%	25%	24%	24%
Productia neta Unitatea 2 (GWh)	5,355	5,330	5,330	5,304	5,300	5,300	5,300	5,300	5,300	5,200	5,200
Productia Unitatea 3 (%)							26%	26%	26%	26%	26%
Productia neta Unitatea 3 (GWh)							5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
Productia Unitatea 4 (%)							26%	26%	26%	26%	26%
Productia neta Unitatea 4 (GWh)							5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
Procent pe piata de echilibru	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Piata concurentiala	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
Pret piata echilibru (RON/MWh)	160	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Pret piata concurentiala (RON/MWh)	230	233	235	237	245	247	255	257	260	262	265
Productia pentru piata echilibru (GWh)	1,050	1,045	1,045	1,040	530	530	2,150	2,150	2,150	2,140	2,140
Productia pentru piata concurentiala (GWh)	9,450	9,405	9,405	9,360	4,770	4,770	19,350	19,350	19,350	19,260	19,260
Venituri piata de echilibru (RONm)	168	136	136	136	69	69	280	280	280	279	279
Venituri piata concurentiala (RONm)	2,174	2,185	2,207	2,219	1,165	1,177	4,917	4,966	5,015	5,042	5,092
Venit total din vanzarea energiei electrice (RONm)	2,342	2,321	2,343	2,354	1,234	1,246	5,196	5,245	5,295	5,320	5,371
Rata de crestere (%)	-3.73%	-0.89%	0.94%	0.46%	-48.56%	0.94%	35.65%	0.95%	0.95%	0.48%	0.95%
Venituri din transportul energiei electrice si alte venituri (RONm)	66	65	66	66	35	35	146	147	148	149	150
Total venituri (RONm)	2,407	2,386	2,408	2,419	1,268	1,280	5,341	5,392	5,443	5,469	5,521

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Situatia veniturilor

In ceea ce priveste evolutia veniturilor din vanzarea energiei electrice, acestea vor fi influentate pozitiv, intr-o prima faza, de cresterea pretului energiei ca urmare a procesului de liberalizare. In al doilea rand, veniturile sunt influentate de capacitatea de productie a reactoarelor. In acest moment, SNN are o capacitate de productie de aproximativ 10.500 GWh care provine de la Unitatile 1 si 2. In estimarile veniturilor nu au fost luate in considerare eventualele cantitati de energie electrica pe care compania ar trebui sa le achizitioneze pentru a-si acoperi integral obligatiile contractuale. Veniturile din vanzarea energiei electrice vor fi mai scazute in perioada 2027 – 2028, cand va ramane in functiune doar Unitatea 2. Acest lucru se va reflecta asupra profitului companiei, care estimam ca va avea valori negative pe parcursul re tehnologizarilor.

Valoarea cheltuielilor va creste in momentul in care va incepe re tehnologizarea Unitatii 1, dar si pana la finalizarea constructiei Unitatilor 3 si 4. Totalul cheltuielilor din exploatare va fi aproximativ dublu in 2030, fata de perioada actuala, fiind influentate in special de cresterea cheltuielilor cu personalul, combustibilul si apa grea. Rezultatul financiar va fi influentat in special de cresterea cheltuielilor cu dobanzile in momentul in care SNN va incepe sa ramburseze din imprumut catre SUA.

Estimam ca valoarea impozitului pe profit se va mentine la nivelul de 16% pe toata perioada previzionata. Deprecierea si amortizarea sunt prezentate in Figura 5.

Figura 4: Situatie veniturilor si cheltuielilor

RONm	2021E	2022E	2023E	2024E	● ● ●	2027E	2028E	● ● ●	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Total venituri	2,407	2,386	2,408	2,419		1,268	1,280		5,341	5,392	5,443	5,469	5,521
Venit total din vanzarea energiei electrice	2,342	2,321	2,343	2,354		1,234	1,246		5,196	5,245	5,295	5,320	5,371
Rata de crestere %	-3.74%	-0.90%	0.95%	0.47%		-48.54%	0.97%		35.63%	0.94%	0.95%	0.47%	0.96%
Cheltuieli din exploatare, din care:	1,054	1,045	1,055	1,059		556	561		2,339	2,361	2,383	2,394	2,417
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	548	553	559	565		1,086	1,164		1,185	1,192	1,199	1,206	1,213
Total cheltuieli din exploatare	1,601	1,598	1,613	1,624		1,641	1,724		3,523	3,552	3,581	3,600	3,629
Profit din exploatare	806	789	795	796		(373)	(444)		1,819	1,840	1,862	1,870	1,892
Venituri din dobanzi	50	50	50	50		27	27		110	111	112	113	114
PBIT	856	838	845	845		(347)	(418)		1,929	1,951	1,974	1,982	2,005
Cheltuieli cu dobanzile	10	8	7	5		3	3		1,286	1,241	1,197	1,152	1,108
PBT	847	830	839	840		(350)	(420)		643	710	777	830	898
Total venituri financiare	77	76	77	77		41	41		275	277	280	281	284
Total cheltuieli financiare	27	23	19	15		7	7		1,607	1,552	1,496	1,440	1,385
Rezultat financiar	50	54	58	63		34	35		(1,333)	(1,275)	(1,216)	(1,159)	(1,101)
Profit inainte de impozitul pe profit	856	842	853	858		(340)	(410)		487	566	646	711	791
Impozit pe profit (%)	16%	16%	16%	16%		16%	16%		16%	16%	16%	16%	16%
Impozit pe profit	137	135	137	138		0	0		78	91	104	114	127
Profit net	719	707	717	721		(340)	(410)		409	476	543	597	665

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Graficul investitiilor si al amortizarii

A fost semnat la Washington un acord cu SUA prin care se va primi o finantare de 7 miliarde de dolari pentru constructia Unitatilor 3 si 4 de la Cernavoda, dar si pentru re tehnologizarea Unitatii 1. Termenul estimat de punere in functiune este 2030 pentru U3 si 2031 pentru U4, an in care SNN ar avea patru reactoare pentru producerea energiei electrice, iar astfel capacitatea de productie se va putea dubla. Structurile civile ale U3 si U4 sunt finalizate in proportie de aproximativ 40%.

In decembrie 2026, compania va incepe procesul de re tehnologizarea pentru Unitatea 1, care va ajuta compania sa isi imbunatateasca capacitatea de productie. Procesul de re tehnologizare va avea o durata de aproximativ doi ani, iar investitia necesara va fi de aproximativ 1.5 miliarde de euro. Dupa extinderea duratei de viata cu inca 30 de ani, estimam ca in anul 2060 U1 va fi scoasa din functiune.

Unitatea 2 isi va atinge durata de viata in anul 2038, pentru care estimam ca se va implementa, de asemenea, un proces de re tehnologizare pe o durata de doi ani, cu un cost de aproximativ 1.5 miliarde de euro. Acelasi principiu a fost aplicat si in cazul Unitatilor 3 si 4, care si-ar atinge durata de viata in anul 2059.

Pentru estimarea acestor investitii a fost realizat un grafic al amortizarii liniare, pe o durata de 50 de ani.

Figura 5: Graficul investitiilor si al amortizarii

Graficul investitiilor (RONm)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2027E	2028E	2031E	2032E	2033E	2034E	2067E	2068E	2069E	2070E
Imobilizari corporale detinute la inceputul perioadei, la valoarea contabila		7,672	7,672	7,672	7,672	7,672	6,342	6,342	6,342	6,342	6,342	5,251	5,251	5,251	5,251
Pierdere de valoare		0	0	0	0	1,330	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imobilizari corporale detinute la inceputul perioadei, la valoarea contabila, inclusiv investitiile in curs	7,672	7,672	7,672	7,672	7,672	6,342	6,342	6,342	6,342	6,342	6,342	5,251	5,251	5,251	5,251
Capex (RONm)	224	250	300	300	300	7,400	350	350	350	350	350	450	450	450	450
Perioada medie de amortizare pentru activele noi	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Total imobilizari corporale la valoarea contabila	7,672	7,922	8,222	8,522	8,822	37,092	37,442	38,492	38,842	39,192	39,542	74,001	74,451	74,901	75,351
Graficul amortizarii (RONm)															
Amortizarea anuala a activelor imobilizate detinute la inceputul perioadei	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545
Amortizarea anuala pentru noile achizitii															
2021		3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
2022			3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
2023				3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
2024					3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
2025						148	148	148	148	148	148	148	148	148	148
2026						296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
2030								7	7	7	7	7	7	7	7
2031								4	7	7	7	7	7	7	7
2032									4	7	7	7	7	7	7
2033										4	7	7	7	7	7
2034											4	7	7	7	7
2067												5	9	9	9
2068													5	9	9
2069														5	9
2070															9
Amortizarea anuala totala pentru noile achizitii		3	8	14	20	541	619	640	647	654	661	1,371	1,380	1,389	1,402
Amortizarea anuala totala pentru toate imobilizarile corporale	545	548	553	559	565	1,086	1,164	1,185	1,192	1,199	1,206	1,916	1,925	1,934	1,947
Deprecierea cumulata	1,877	2,424	2,977	3,536	4,100	5,362	6,525	10,057	11,248	12,446	13,651	63,789	65,714	67,647	69,594
Imobilizari corporale nete	5,795	5,498	5,245	4,986	4,722	31,730	30,917	28,435	27,594	26,746	25,891	10,212	8,738	7,255	5,758

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 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 25 de zile si isi achita datoriile comerciale in aproximativ 45 de zile.

Figura 6: Pozitia financiara

RONm	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Active curente					
Numerar si echivalent de numerar	1,979	1,961	1,980	1,989	2,007
Creante comerciale	165	164	165	166	168
Stocuri	429	425	429	431	435
Alte active circulante	88	88	88	88	88
Total active curente	2,572	2,549	2,573	2,585	2,609
Imobilizari corporale din care:	7,922	8,222	8,522	8,822	16,222
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(2,424)	(2,977)	(3,536)	(4,100)	(4,742)
Imobilizari corporale nete	5,498	5,245	4,986	4,722	11,480
Alte active imobilizate	201	201	201	201	201
Active totale imobilizate	5,699	5,446	5,187	4,923	11,681
Total active	8,271	7,995	7,760	7,507	14,290
Datorii curente					
Datorii comerciale si alte datorii	284	282	284	285	288
Portiunea curenta a provizioanelor pentru riscuri si cheltuieli	58	58	58	58	58
Impozit pe profit datorat	37	36	37	37	37
Venituri in avans	25	24	25	25	25
Datorii bancare pe termen scurt	211	209	211	212	214
Total datorii curente	612	607	612	615	620
Imprumuturi bancare pe termen lung	218	146	73	0	7,469
Alte datorii pe termen lung	432	432	432	432	432
Total datorii pe termen lung	650	577	505	432	7,901
Total datorii	1,262	1,184	1,117	1,047	8,521
Capital social	3,211	3,211	3,211	3,211	3,211
Profit capitalizat	3,547	3,349	3,181	2,999	2,307
Prime din emisiune	32	32	32	32	32
Alte rezerve alocate	221	221	221	221	221
Total capital propriu	7,009	6,811	6,644	6,461	5,769
Total capital propriu si datorii	8,271	7,995	7,760	7,507	14,290
Capitalul de lucru	1,960	1,942	1,961	1,970	1,989

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Evolutia datoriilor

In acest moment SNN nu are datorii semnificative, iar procesul de re tehnologizare al Unitatii 1, precum si constructia Unitatilor 3 si 4 vor fi finantate de SUA cu 7 miliarde de dolari. Acest imprumut acordat ar putea fi restituit in conditii avantajoase, pe o perioada estimata de pana la 30 de ani.

Imprumutul in valoare de 7 miliarde de dolari va fi acordat de catre Banca de Export-Import a Statelor Unite ale Americii, pentru care estimam ca va fi restituit cu o dobanda de 4.5%. Conform estimarilor, compania va incepe sa ramburseze datoria in momentul in care va fi finalizat procesul de re tehnologizare pentru Unitatea 1 si odata cu punerea in functiune a Unitatilor 3 si 4.

Pentru re tehnologizarea Unitatii 2 in anul 2037, am estimat ca se va contracta un imprumut in valoare de 1.5 miliarde de euro, pe o durata de 30 de ani, cu o dobanda de 4.5%. De asemenea, in cazul Unitatilor 3 si 4, am estimat acelasi proces de re tehnologizare cu aceleasi costuri, in conditiile in care vor avea o durata de viata de 30 de ani.

Figura 7: Evolutia datoriilor

RONm	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2067E	2068E	2069E	2070E
Datorii pe termen scurt														
Dobanda (%)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Datorii pe termen scurt ca procent din vanzari	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
Valoarea medie a datoriei	211	209	211	212	214	216	112	113	225	345	490	495	500	505
Cheltuieli cu dobanda	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(3)	(3)	(5)	(7)	(10)	(10)	(10)	(11)
Datorii pe termen lung														
Dobanda (%)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%					4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Soldul la inceputul perioadei	291	218	146	73	0	7,469	22,243	29,712	29,712	29,469	12,831	12,107	11,384	10,660
Imprumut nou	0	0	0	0	7,469	14,774	7,469	0	0	0	0	0	0	0
Rambursare credit initial si constructia U3 si U4	(73)	(73)	(73)	(73)	0	0	0	0	0	(374)	0	0	0	0
Rambursare credit pentru re tehnologizarea U1									(244)	(244)				
Rambursare credit pentru re tehnologizarea U2											(244)	(244)	(244)	0
Rambursare credit pentru re tehnologizarea U3 si U4											(480)	(480)	(480)	(480)
Soldul final	218	146	73	0	7,469	22,243	29,712	29,712	29,469	28,852	12,107	11,384	10,660	10,180
Cresterea/Descresterea a datoriei pe termen lung	(73)	(73)	(73)	(73)	7,469	14,774	7,469	0	(244)	(617)	(724)	(724)	(724)	(480)
Cheltuieli cu dobanda	(6)	(4)	(3)	(1)	0	0	0	0	(327)	(1,313)	(562)	(529)	(496)	(469)
Total cheltuieli cu dobanzile	(10)	(8)	(7)	(5)	(5)	(5)	(3)	(3)	(331)	(1,320)	(571)	(539)	(506)	(479)
Numerar si depozite bancare														
Dobanda (%)	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Numerar si depozite bancare (in zile)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Valoarea medie a numerarului si a depozitelor bancare	1,979	1,961	1,980	1,989	2,007	2,026	1,043	1,052	2,104	3,237	4,599	4,643	4,688	4,733
Venit din dobanzi	50	50	50	50	51	51	27	27	53	81	115	117	118	119

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Descrierea companiei

SNN este singurul producator de energie nucleara din Romania, iar [principalele domenii de activitate](#) sunt producerea de energie electrica, termica si de combustibil nuclear. SNN are doua sucursale fara personalitate juridica: Sucursala CNE Cernavoda, unde opereaza Unitatile 1 si 2 cu ajutorul carora se asigura aproximativ 20% din necesarul de energie al Romaniei si Sucursala FCN Pitesti, unde se produce combustibilul nuclear.

Figura 8: Centrala nuclearelectrica Cernavoda



Sursa: Nuclearelectrica

In ceea ce priveste [guvernanta corporativa](#), prin intermediul regulilor implementate se asigura un proces decizional transparent menit sa conduca la cresterea nivelului de incredere a actionarilor. Organismele corporative ale SNN sunt structurate in Adunarea Generala a Actionarilor si Consiliul de Administratie. AGA reprezinta principalul organism de guvernare corporativa al companiei, care decide asupra activitatii, politicii economice si de afaceri a SNN. La 30 septembrie 2020, CA era alcatuit din 6 membri.

Analizand activitatea de comunicare cu investitorii, gradul de transparenta, acuratete si integralitate al informatiilor, SNN a obtinut 10 pentru indicatorul VEKTOR (indicatorul comunicarii cu investitorii pentru companiile listate la BVB). Compania transmite catre BVB si ASF rapoarte curente pentru informarea actionarilor cu privire la orice eveniment important in activitatea societatii.

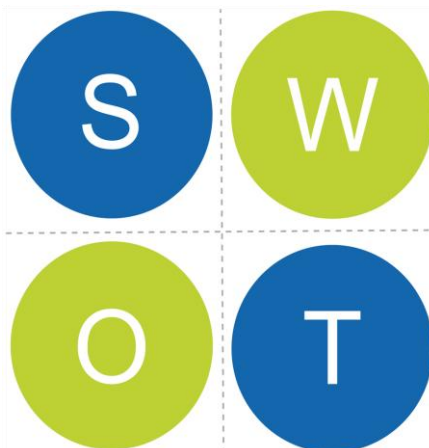
Figura 9: Analiza "SWOT"

PUNCTE FORTE

- Procesul de productie al energiei electrice este bazat pe o tehnologie eficienta, fasciculele de combustibil sunt produse intern
- Parteneriate internationale pentru suport si dezvoltare pe termen lung
- Personal inalt calificat

OPORTUNITATI

- Retehnologizarea U1 si finalizarea constructiei U3 si U4
- Cresterea pretului energiei electrice ca urmare a liberalizarii pietei
- Reducerea emisiilor de carbon prin utilizarea energiei nucleare



PUNCTE SLABE

- Dependenta de furnizori unici pentru materii prime
- Putere redusa de negociere cu furnizorii de echipamente si servicii
- Factor de capacitate limitat

AMENINTARI

- Evenimente care ar putea determina inreruperea neplanificata a activitatii
- Modificari legislative in domeniul energiei nucleare
- Costuri ridicate pentru retehnologizarea U1 si constructia U3 si U4

Sursa: SNN, BRK

3 Martie 2021

Evaluare relativa

In completarea analizei DCF, au fost analizati multiplii la care se tranzactioneaza alte companii din sectorul de energie si utilitati din regiunea Europei, in urma careia a rezultat ca multiplii la care se tranzactioneaza SNN sunt sub mediana companiilor analizate, ceea ce denota un potential de crestere al companiei.

Daca facem referire la companiile din Europa care se afla in sectorul de energie si utilitati, EDF, Enel, Engie si Uniper, veniturile generate de acestea reprezinta aproximativ 39% din veniturile anuale generate de toate companiile listate la bursa din acest sector. In Franta, peste 70% din necesarul de energie provine din energia nucleara, iar la nivel global energia nucleara are o pondere de 10%.

Multiplii companiei SNN se afla in prezent la un nivel mai scazut in comparatie cu alte companii reprezentative din acest sector. Indicatorul P/E si raportul EV/EBITDA se afla sub nivelul companiilor prezentate in tabelul de mai jos, ceea ce ne indica faptul ca pretul actiunii SNN este subevaluat. **Pentru anul 2021, P/E estimat pentru SNN este de 9.7x (fata de mediana companiilor din sector de 15.9x), iar EV/EBITDA este de 4.6x (fata de 7.8x).**

Am analizat comparativ SNN si China National Nuclear Power Co. (simbol 601985). CNNP are o capitalizare de piata de 11.62 miliarde de euro, mai mare de 10 ori decat SNN, care are o capitalizare de piata de aproximativ 1.4 miliarde de euro. Totodata, CNNP opereaza 14 unitati nucleare cu o capacitate instalata de productie de 11.512 MW, comparativ cu SNN care are o capacitate instalata de productie de 1.400 MW.

Valoarea unei actiuni CNNP este in prezent de 5.17 CNY si se tranzactioneaza la un multiplu estimat pentru 2021 P/E de 13.10, comparativ cu 9.7x pentru SNN.

Figura 10: Evaluare relativa

	Market Cap (mld. EUR)	2020E		2021E	
		EV/EBITDA	P/E	EV/EBITDA	P/E
Europa					
Uniper	10.25	7.85	15.50	8.21	16.96
RWE	13.37	6.79	20.86	6.23	17.15
Engie	30.5	6.80	18.84	5.99	12.86
Electricité de France	39.11	5.30	18.56	4.93	14.85
Red Eléctrica	9.07	9.70	11.81	9.63	11.75
Energias de Portugal	20.51	10.48	23.27	10.29	21.00
Endesa	24.47	7.33	12.17	7.39	13.47
Iberdrola	71.3	11.41	18.89	10.61	17.75
Mediana		7.59	18.70	7.80	15.91
China National Nuclear Power CO.	11.62	10.10	14.60	9.41	13.10
Entergy Corporation (SUA)	14.66	6.38	14.50	9.99	15.40

Sursa: Bloomberg, BRK

3 Martie 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 previziona evolutia companiei. Acestea sunt prezentate in tabelele urmatoare.

Figura 11: Date financiare

RONm	2016	2017	2018	2019	2020
Situatia veniturilor si cheltuielilor					
Total venituri	1,681	1,933	2,179	2,418	2,501
Evolutie (%)		15%	13%	11%	3.4%
EBITDA	632	873	1,090	1,185	1,312
Marja EBITDA (%)	38%	45%	50%	49%	52%
Cheltuieli din exploatare	(1,049)	(1,061)	(1,090)	(1,233)	(1,189)
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(475)	(498)	(553)	(556)	(545)
Active si datorii					
Active curente	2,015	2,240	2,195	2,509	2,849
Active imobilizate	7,331	6,949	6,672	6,302	5,996
Total active	9,346	9,189	8,867	8,811	8,845
Datorii pe termen scurt	413	453	565	540	612
Datorii pe termen lung	1,427	1,309	1,123	937	723
Datorii ca procent din total active	20%	19%	19%	17%	15%

Sursa: SNN, BRK

Figura 12: Indicatori cheie

	2016	2017	2018	2019	2020
Marja profitului net	6.74%	15.72%	18.85%	22.16%	27.39%
ROA	1.21%	3.31%	4.63%	6.08%	7.74%
ROE	1.51%	4.09%	5.72%	7.30%	9.12%
Datorii/EBITDA	2.91	2.02	1.55	1.25	1.04
Datorii/Active	0.20	0.19	0.19	0.17	0.15
EPS	0.38	1.01	1.36	1.77	2.27
Dividend pe actiune	0.33	0.90	1.26	1.65	1.65
Rata de distribuire a dividendelor	88%	89%	92%	93%	73%
Randamentul dividendelor	4.17%	10.58%	10.51%	9.08%	7.19%

Figura 13: Pozitia financiara

RONm	2016	2017	2018	2019	2020
Active curente					
Numerar si echivalent de numerar	1,509	1,747	1,633	1,853	2,168
Creante comerciale	163	151	184	221	158
Stocuri	314	333	369	406	436
Alte active circulante	13	11	11	32	88
Total active curente	2,015	2,242	2,197	2,509	2,849
Imobilizari corporale din care:	7,583	7,166	6,918	7,389	7,672
<i>Deprecierea si amortizarea</i>	(475)	(498)	(553)	(1,332)	(1,877)
Imobilizari corporale nete	7,109	6,669	6,365	6,057	5,795
Alte active imobilizate	223	281	307	246	201
Active totale imobilizate	7,332	6,950	6,672	6,302	5,996
Total active	9,350	9,192	8,869	8,811	8,845
Datorii curente					
Datorii comerciale si alte datorii	179	181	198	221	286
Portiunea curenta a provizioanelor pentru riscuri si cheltuieli	0	32	34	66	58
Impozit pe profit datorat	7	22	99	14	41
Venituri in avans	7	13	31	28	17
Datorii bancare pe termen scurt	221	206	204	213	212
Total datorii curente	414	454	566	540	612
Imprumuturi bancare pe termen lung	1,088	895	684	500	291
Alte datorii pe termen lung	339	414	439	437	432
Total datorii pe termen lung	1,427	1,309	1,123	937	723
Total datorii	1,841	1,763	1,689	1,477	1,335
Capital social	3,211	3,211	3,211	3,211	3,212
Profit capitalizat	3,978	3,928	3,659	3,844	4,048
Prime din emisiune	32	32	32	32	32
Alte rezerve alocate	288	259	279	250	221
Total capital propriu	7,509	7,430	7,181	7,335	7,511
Total capital propriu si datorii	9,350	9,192	8,869	8,811	8,845
Capitalul de lucru	1,601	1,788	1,631	1,969	2,237

Sursa: SNN, BRK

3 March 2021

Energy Sector | Production

S.N. Nuclearelectrica (SNN RO)

BUY

Towards a Sustainable Future; BUY

Target price (Return %):	RON 28.6 (24.2%)
Price:	RON 23.0
Market Cap.:	RON 6.9 billion
Avg. Daily Turnover (RON/EUR)	3.2m/0.66m

- Initiating coverage with BUY and a DCF-derived target price of RON 28.6, which represents a potential upside of 24.2%.** The company's development is on an upward trend. The intergovernmental agreement between the United States and Romania was signed and it received the European Commission's approval. Therefore, the steps for the construction of Units 3 and 4 at Cernavoda can begin. The USD 7 billion funding will include the construction of these two Units and the refurbishment of Unit 1. The project is to be developed with the support of US, Canada and France.
- Nuclear power is the second most important source of low-carbon electricity in the world.** Extending the lifetime of nuclear power plants as well as building a new nuclear plant power in Europe, will be necessary for the transition to clean energy. The biggest barrier to the construction of new nuclear power plants is the high value of investments. The electricity produced by the two reactors at Cernavoda currently represents approximately 20% of Romania's energy needs.
- The company is currently trading at low multiples** when compared to other listed companies in the same sector. Both SNN's P/E and EV/EBITDA multiples are below the median of companies in the sector. For 2021, our estimated P/E for SNN is 9.7x (vs 15.9x the median) and the EV/EBITDA is 4.6x (vs 7.8x the median). This corroborates our findings from the DCF.
- Dividend policy has been generous in recent years** with a dividend distribution rate of over 90%, and the value of the gross dividend has also risen. In the previous year, the gross dividend was 1.653 lei/share, and in case of maintaining this dividend, the yield obtained would be at 7.19% at the closing price of March 01, 2021.
- SNN was included in FTSE Russell's emerging market indices** in September 2020, which gives the company better visibility among international institutional investors.
- Key risks to our recommendation** are related to a possible delay of the company's investment plan from the estimated period and also a possible increase in costs for the refurbishment and construction process.

Share Data

52-week price low/high	10.56-24.45
Dividend per share 2020 (RON)	1.65
Shares outstanding (m)	302

Shareholders (%)

Romanian State – Ministry of Economy, Energy and Business Environment	82.50%
Free Float	17.50%

Share Performance (%)

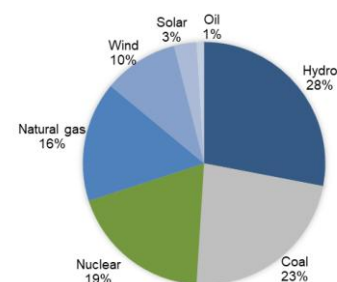
	YTD	1w	3m	6m	12m
Absolute	28.78	2.68	5.75	36.42	54.99
Relative to BET	24.14	2.39	7.00	22.54	46.44

SNN – share price evolution



Source: BVB

Generation mix in Romania



Source: World Nuclear Association, BRK

Key financial data	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21F	Dec-22F
Total turnover (RONm)	2,179	2,418	2,501	2,407	2,385
Revenue growth (%)	12.7%	11.0%	3.4%	-3.8%	-0.9%
EBITDA margin (%)	50.0%	49.0%	52.5%	56.3%	56.3%
Net profit	411	536	685	719	707
Net profit growth (%)	35.1%	30.4%	27.8%	5.0%	-1.7%
P/E (x)	16.9	13.0	10.1	9.7	9.8
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	6.4	5.5	4.7	4.6	4.6
ROE (%)	5.7%	7.3%	9.1%	10.3%	10.4%

Source: SNN, 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 responsabilității legale

Sistem de recomandări :

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

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

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

Restrictionat: 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 tranzitie: 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, fara autorizarea prealabila a BRK Financial Group.

Acest document a fost revizuit de catre S.C. Adrian Broker Invest SRL, 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 a 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. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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 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 asuma 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-și 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 S.C. Adrian Broker Invest SRL le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totuși, astfel de surse nu au fost verificate în mod independent de către S.C. Adrian Broker Invest SRL și acest raport nu intenționează să conțină toate informațiile pe care un investitor potențial le-ar putea solicita. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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, S.C. Adrian Broker Invest SRL nu garantează, reprezintă sau adevărește, în mod expres sau implicit, în ceea ce privește adecvarea, exactitatea, corectitudinea informațiilor conținute în acest raport. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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 S.C. Adrian Broker Invest SRL și sunt supuse riscurilor, incertitudinilor și altor factori cunoscuți și necunoscuți care pot impacta 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 precauții cu privire la aceste declarații, iar destinatarii acestui raport nu trebuie să depindă de o dependență excesivă de declarații prospective. S.C. Adrian Broker Invest SRL declina 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 neașteptate.

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/analistii care au pregătit acest raport și persoanele în legătură cu acesta/acestia, prin prezenta certifică ca:

1. nu au nici un interes financiar în acțiunile, sau alte produse de pe piața de capital, care ar include compania/companiile menționate în prezentul raport, cu excepția:

Analist	Companie
-	-

2. nici o parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregătit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legata de recomandările sau opiniile specifice exprimate în acest raport.

Raportari BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplică nota explicativă nr.
Nuclearelectrica	SNN	5, 10

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

Note explicative

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

Investment Research Disclaimer

Guide to Investment Ratings

- Buy:** Share price may exceed 15% over the next 12 months
- Neutral:** Share price may fall within the range of +/- 15% over the next 12 months
- Sell:** Share price may fall by more than 15% over the next 12 months
- Restricted:** Sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary restricted based on compliance (ex: conflicts of interest)
- Not Rated:** 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 reviewed by S.C. Adrian Broker Invest SRL, 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. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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 S.C. Adrian Broker Invest SRL believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by S.C. Adrian Broker Invest SRL and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are S.C. Adrian Broker Invest SRL's present opinions only and are subject to change without prior notice. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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, S.C. Adrian Broker Invest SRL 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. S.C. Adrian Broker Invest SRL 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 "appear" or be made. These forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to S.C. Adrian Broker Invest SRL 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. SC Adrian Broker Invest SRL 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, 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:
Nuclearelectrica	SNN	5, 10

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 this investment research report do not hold shares in the issuer.
11. BRK Financial Group is a market maker.