

Inițiere acoperire

C.N.T.E.E. Transelectrica - TEL

CUMPĂRARE

Pret curent (22.12.2023): 28,70 Ron/acț.

Preț țintă: 37,20 Ron/acț.

Potențial de apreciere: 29,50%.

Considerații

- **Începând cu anul 2021, piața internațională a energiei a fost caracterizată printr-un dezechilibru între cerere și ofertă la nivel european, acesta fiind provocat în mare parte de declanșarea războiului ruso-ucrainean, care a dus la creșteri semnificative a prețurilor energiei electrice.** Acești factori au creat un mediu propice pentru o inflație accelerată, costuri ridicate cu finanțarea, iar împreună cu factorii geo-politici au determinat un context economic nefavorabil și instabil.
- **Anul 2022 a reprezentat pentru Grupul Transelectrica cel mai bun an din punct de vedere al performanței financiare,** datorită în principal reglementărilor legislative europene și naționale cu impact semnificativ în evoluția pieței de energie (*eliminarea limitelor de preț la ofertare pe piața de echilibrare*).
- **Investiții masive în Rețeaua Electrică de Transport (RET).** Un aspect pozitiv este faptul că Transelectrica și-a modificat substanțial strategia de finanțare, bazându-se pe un mix reprezentat procentual astfel: 50% fonduri europene, 30% fonduri proprii și 20% credite bancare. **În 11 decembrie 2023, compania a anunțat obținerea a 56,2 mil. euro (PNRR)** în scopul finanțării a trei proiecte de investiții esențiale **pentru eficientizarea și modernizarea RET.**
- Deși Rețeaua Electrică de Transport este în proprietatea Statului, Transelectrica investește banii acționarilor în modernizarea și eficientizarea acesteia, fapt ce denotă un **potențial crescut în ceea ce privește generarea cash-ului din activitatea principală a companiei.**
- **Pe termen lung, ne așteptăm la o creștere a consumului intern net de energie electrică,** respectiv la reducerea pierderilor din rețea, pe fondul implementării aspectelor prevăzute în Planul de dezvoltare RET 2022 – 2031.
- **Moody's a reconfirmat recent ratingul Baa3 companiei, cu perspectivă stabilă.**
- Totuși, **ar trebui să fim atenți la următoarele aspecte:** rentabilitatea capitalurilor proprii este sub media pieței, marjele de profitabilitate se află la un nivel redus, tarifele percepute de Transelectrica pentru servicii de transport și sistem sunt reglementate de ANRE, iar conducerea este numită politic.

Context economic

- **Transelectrica împreună cu filialele sale adresează piața de energie electrică, fiind operatorul de transport și sistem din România.** Totodată, Transelectrica reprezintă principala legătură dintre cererea și oferta de energie electrică, echilibrând permanent producția de energie cu cererea.
- **Cadrul juridic general (de bază) pentru piața de energie electrică este dat de Legea energiei electrice precum și de legislația secundară,** în principal Licențele Operatorului de Transport și de Sistem, Codul Rețelei Electrice de Transport, Codul Comercial și Codul de Metering.
- În conformitate cu prevederile Legii energiei electrice, se disting două piețe, și anume: **piața angro** (are în componență printre altele, piețele PCCB, PZU, CV, PE) și **piața cu amănuntul** (piața concurențială și reglementată).

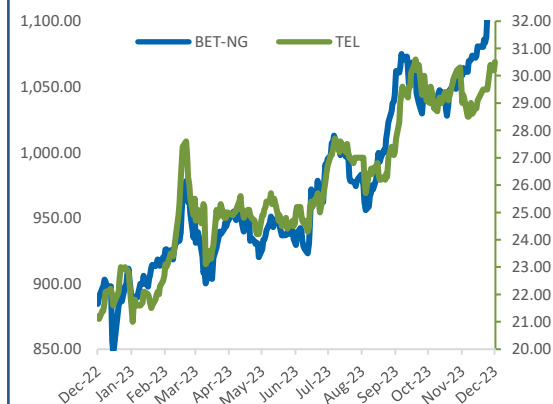
Informații cheie

Simbol	TEL
Capitalizare (Mil. Ron)	2.103,80
Nr. acțiuni (Mil.)	73,30
Maxim/Minim 52 săpt (Ron/acț.)	30,70 / 21,00
Variație YTD	32,26%
Market Maker	-

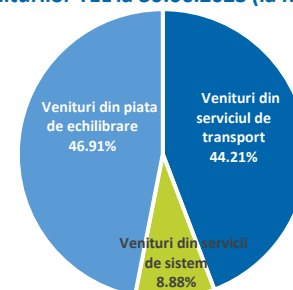
Structura Acționaritatului la 30.09.2023

Statul Român prin SGG	58,69%
Alți acționari persoane juridice	22,07%
Pavăl Holding	6,49%
NN Group NV	5,47%
Alți acționari persoane fizice	7,28%

Evoluția TEL vs BET-NG – 1 an



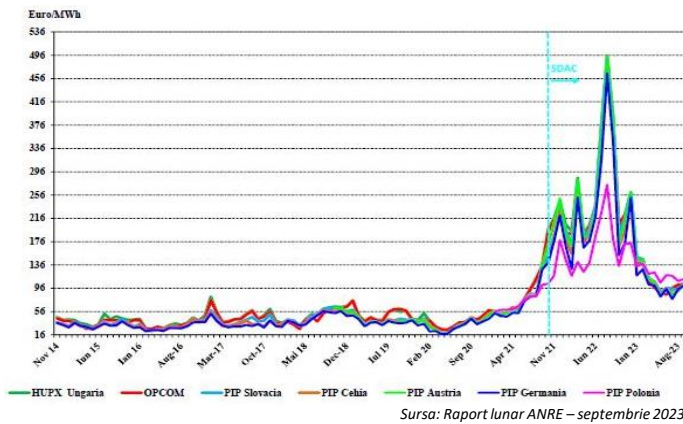
Structura veniturilor TEL la 30.06.2023 (la nivel de grup)



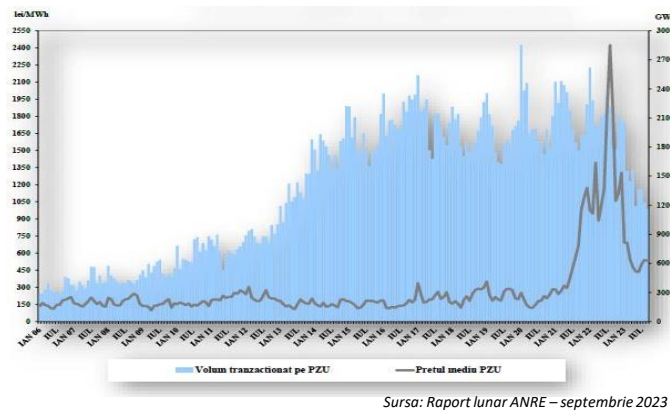
Sursa: BVB, Bloomberg, prelucrări BRK după situații financiare TEL

- **Piața angro de energie electrică** reprezintă un cadru organizat, în care furnizorii achiziționează energia electrică de la producători sau de la alți furnizori, cu scopul revânzării acesteia sau consumului propriu. Totodată, achiziția de energie electrică se face și de operatorii de rețea în vederea acoperirii consumului propriu tehnologic.
- **Piața cu amănuntul de energie electrică**, conform Legii, este cadrul în care energia electrică este cumpărată de către clienții finali, în vederea satisfacerii consumului propriu. Furnizorii vând energia electrică consumatorilor finali fie prin contracte la prețuri negociate, fie prin oferte-tip.
- **La începutul anului curent, România a înregistrat cele mai mari exporturi de energie electrică** din perioada ianuarie 2019 – septembrie 2023, după o perioadă de aproximativ 4 ani în care importul de energie electrică a fost net superior exportului.
- În măsura în care va exista o tendință de creștere a importurilor, cel mai probabil prețurile cu energia electrică vor crește.
- În graficul de mai jos este prezentată evoluția prețurilor spot medii lunare în ultimii 10 ani pe țări. Se poate observa că de momentul cuplării proiectului 4M MC (noiembrie 2014, înființarea bursei regionale de energie de către România, Ungaria, Cehia și Slovacia. Proiectul presupune ca aceste patru țări să ajungă să aibă un preț unic al electricității tranzacționate pe piețele spot) și până la proiectul pan-european SDAC (PZU din România trece la funcționarea în mecanism cuplat la nivel european), prețurile s-au menținut la un nivel relativ constant, urmate apoi de o creștere exponențială.

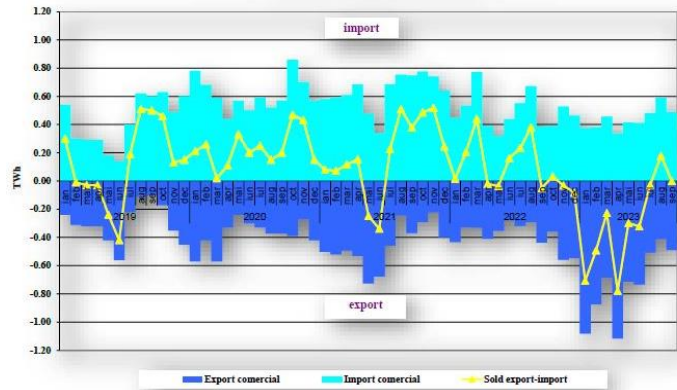
Evoluția prețurilor PZU cuplat în țările din proiectul 4M MC și în cele după integrarea în SDAC noiembrie 2014 – septembrie 2023



Evoluția lunară a prețului mediu și a volumului tranzacționat pe PZU ianuarie 2006 – septembrie 2023

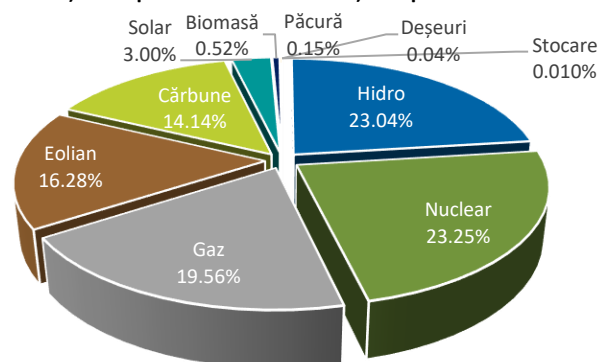


Evoluția lunară a exportului și importului de energie electrică- România



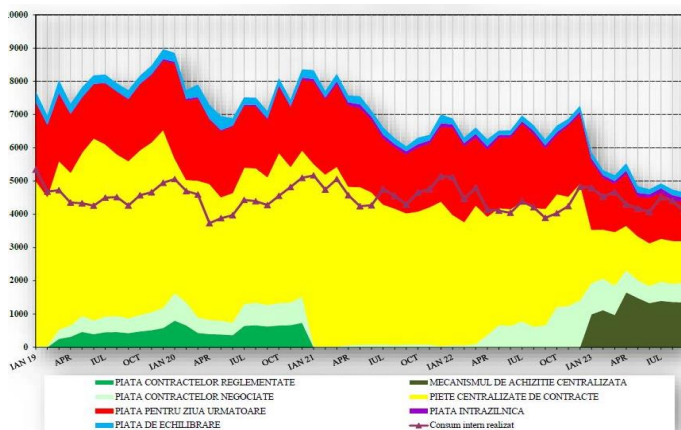
- Graficul din stânga jos, care prezintă volumele tranzacționate pe piața PZU și evoluția prețului mediu în perioada 2006 – septembrie 2023 în România, arată modificarea substanțială a prețurilor după cuplarea proiectului pan-european SDAC, la aproximativ aceleași volume tranzacționate din 2014. Totodată, în septembrie 2023, odată cu scăderea volumului tranzacționat, scade și prețul mediu.
- **Potrivit datelor ANRE la septembrie 2023, principalele surse de energie electrică**, pentru România, sunt generate de centralele hidroelectrice (23,04%), și cele nucleare (23,25%). **Sursa de gaz, la septembrie 2023, este în top 3** categorii de surse de energie electrică livrată (19,56%). Un procent considerabil, îl au în continuare cărbunii (14,14%), însă considerăm că pe termen lung, cel mai probabil acest procent va scădea, ca urmare a închiderii minelor și centralelor aferente precum și tendința de trecere la producția de energie verde.
- **La nivel global, top 3 principalele surse de energie sunt: petrol (31,5%), cărbune (26,73%) și gaz (23,49%).** Ponderile surselor pentru energia considerată verde, înregistrează valori în intervalul 1,4% - 6,7% (sursa: ourworldindata.org, 2022).

Structura pe tipuri de surse a energiei electrice livrate în rețele de producători monitorizați – septembrie 2023



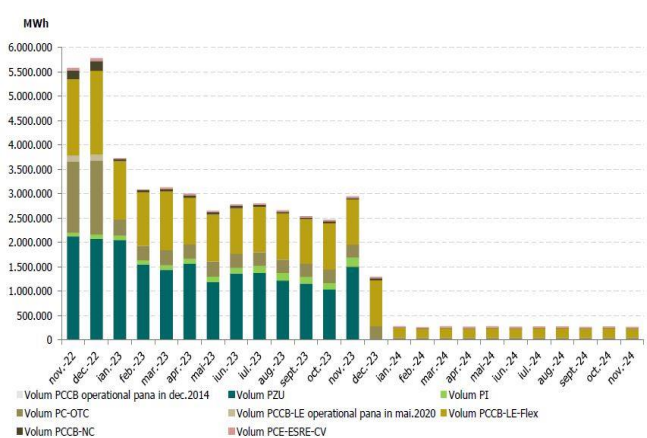
- La nivelul piețelor pe care se negociază energia, cea mai solicitată este piața centralizată, urmată de piața pentru ziua următoare (PZU). Potrivit datelor publicate de OPCOM se estimează o scădere a volumelor de tranzacționare pe PZU, PI și pe piețele la termen cu livrare în perioada analizată, de la aproximativ 6 mil MWh la peste 1.25 mil MWh, până la final de an.

Evoluția lunară a volumelor livrate și a consumului intern realizat (GWh)



Sursa: Raport lunar ANRE – septembrie 2023

Evoluția lunară a volumelor tranzacționate



Sursa: Raport lunar OPCOM – noiembrie 2023

- Anul 2022 a adus o serie de modificări legislative, cu aplicabilitate în anul 2023, având un impact semnificativ asupra pieței de energie. Printre acestea se numără: **capitalizarea trimestrială a costurilor suplimentare cu achiziția e.e. în vederea acoperirii CPT (consum propriu tehnologic)** față de cele recunoscute în tarifele reglementate; **plafonarea prețului pentru consumatorii casnici și non-casnici pentru perioada 1 noiembrie 2021 – 31 martie 2025, instituirea Mecanismului de achiziție centralizată de energie electrică (MACEE) în perioada 1 ianuarie 2023 – 31 martie 2025.**
- Acest mecanism prevede cumpărarea de către OPCOM, filială a Transelectrica (în calitate de achizitor unic) a energiei electrice de la producători cu o putere instalată egală sau mai mare de 10 MW și vânzarea acesteia către furnizori, în vederea acoperirii consumului propriu tehnologic (CPT), la un preț de 450 Ron/MWh. Astfel că în 2022, CPT ca pondere în energia electrică intrată în RET (Rețea Electrică de Transport) a scăzut la 2,20% de la 2,47% în 2021, în timp ce volumul s-a diminuat cu 12% în aceeași perioadă.

U.M.	Indicator	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GWh	Energie electrică intrată în RET	44.337	44.468	43.358	42.861	44.137	43.495
GWh	Energie electrică extrasă din RET	43.372	43.368	42.373	41.924	43.048	42.536
GWh	Consumul propriu tehnologic	965	1.100	986	938	1.089	959
%	Consumul propriu tehnologic	2,18	2,47	2,27	2,19	2,47	2,20

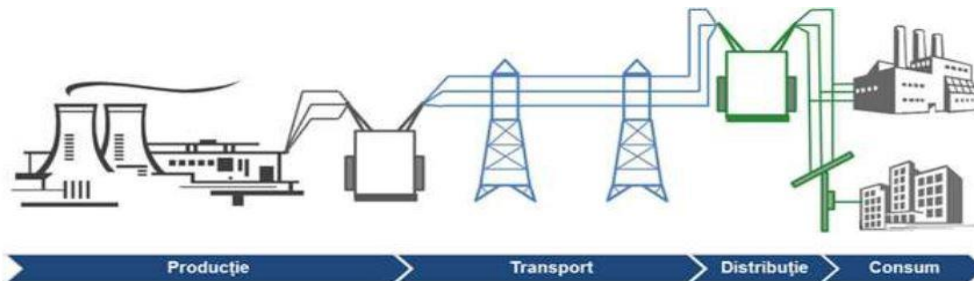
Sursa: Raport ANRE – indicatori de performanță

- Concluzionând, putem spune că o parte semnificativă a prețurilor energiei electrice a fost determinată de un cumul de factori interni și externi. **Liberalizarea totală a pieței de energie electrică (1 ianuarie 2021) coroborat cu declanșarea crizei energetice văzută printr-un dezechilibru între cerere și ofertă, respectiv ponderea foarte mare a energiei tranzacționate pe piața PZU, au avut un impact major în creșterea prețului energiei electrice în 2022.**

Activitate

- **Transelectrica SA este Operatorul de Transport și Sistem din România (OTS)**, aceasta fiind responsabilă pentru transportul energiei electrice, de funcționarea sistemului și a pieței de energie electrică, respectiv de siguranța Sistemului Electroenergetic Național (SEN). Aceasta își desfășoară activitatea în baza Licenței de funcționare nr. 161/2000 emisă de ANRE, actualizată prin Decizia Președintelui ANRE nr. 1450/14.06.2023. Compania se tranzacționează pe Bursa de Valori București de 17 ani (data start tranzacționare BVB: 29 august 2006) sub simbol bursier: TEL.

Lanțul valoric al energiei electrice



Sursa: Raport Anual 2022 TEL

- **Compania are concesiune asupra Rețelei Electrice de Transport (RET)** și a terenurilor pe care aceasta este amplasată pe o perioadă de 49 ani conform contractului nr. 1/29.06.2004 încheiat între Statul Român (prin Ministerul Economiei) și Transelectrica SA. Potrivit planului de dezvoltare a RET pe zece ani, Transelectrica are în vedere, pe lângă altele, investiții în rețehnologizarea stațiilor existente, extinderea RET prin construcția de linii noi, respectiv creșterea capacității de transport a liniilor existente. **Valoarea investițiilor realizate în anul 2022 s-a ridicat la 460,95 mil. Ron.** Structura de finanțare a Transelectrica care susține implementarea proiectelor investiționale din Planul de Dezvoltare RET 2022 – 2031 se bazează pe 30% fonduri proprii, 50% fonduri europene și 20% credite bancare. Astfel că, în 2022 s-a obținut peste 420 mil. euro prin accesarea fondurilor europene.

- În ceea ce privește **portofoliul Transelectrica**, activitățile acesteia sunt reglementate de ANRE și sunt compuse din:
 - **activități cu profit permis:** serviciul de transport;
 - **activități zero profit:** serviciul de sistem tehnologic și activitatea de echilibrare.

Structura Executiv – Filiale Transelectrica

Denumire	Înființare	Deținere (%)
OPCOM	HG nr. 627/2000	100%
SMART*	HG nr. 710/2001	100%
FORMENERG	1 aprilie 2002	100%
TELETRANS*	AGA nr. 13/04.12.2002	100%
ICEMENERG SERVICE	în faliment	

Sursa: Raport Anual 2022 TEL

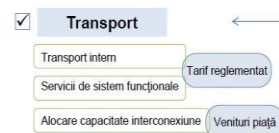
*Filialele Grupului care intră în perimetrul de consolidare.

Rețeaua Electrică de Transport din România



Sursa: Raport Anual 2022 TEL

Activități profit permis



OTS Electricitate

Operator de Transport și de Sistem al Sistemului Electroenergetic Național

Activități zero profit

- ✓ Servicii de sistem tehnologic (regulated tariff)
- ✓ Piața de echilibrare (Market clearing mechanism with FRET* and FSE**)
- ✓ Alte activități
 - Cogenerare (administrare schemă suport)
 - Piețe spot transeuropene (rol de agent pe granițele RO-HU și RO-BG)

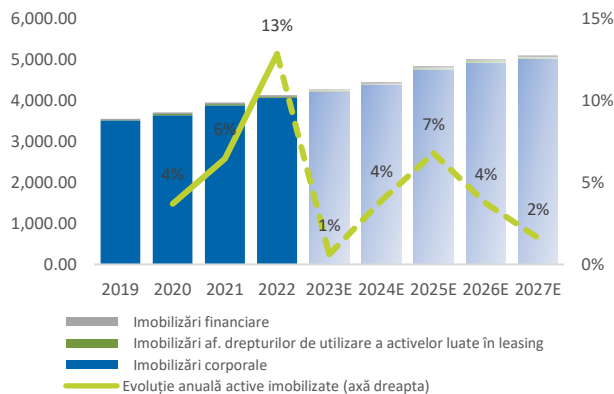
Pârț Responsabilă cu Echilibrarea și *Furnizori de servicii de echilibrare

Sursa: Raport Anual 2022 TEL

Situația poziției financiare

- **Activele totale** ale companiei la nivel consolidat înregistrează în perioada 2019-2022 o rată de creștere anuală compusă (**CAGR 3y**) de **19,82%**. Creșterea soldului la 2022 se datorează în principal triplării creanțelor comerciale cumulate corelate cu creșterea veniturilor. La iunie 2023, totalul activelor se diminuează cu 19% față de soldul la 31 decembrie 2022, pe fondul scăderii creanțelor comerciale din activitatea operațională, ca urmare a reducerii consumului de energie (S1/2022 față de S1/2023) și a volumului tranzacțiilor din piața de echilibrare. **Principalii clienți** sunt: MAVIR, IBEX, Ciga Energy SA, Hidroelectrică, Cînta Energy SA, RAAN, Electrica Furnizare SA, JAO, OPCOM, Enel Energie SA și reprezintă 68% din totalul creanțelor comerciale.
- **Ponderea cea mai mare în activele totale, pe parcursul perioadei 2019-2022** este deținută de activele imobilizate (mai exact, utilaje și echipamente, respectiv clădiri și instalații speciale), în medie, 64%. Diferența până la 100% este reprezentată de activele curente (în medie 36%), cu precădere creanțe comerciale.
- **Indicatorul Capital Asset Turnover crește de la 0,66x în 2019 la 1,34x în 2022**, ceea ce indică o utilizare mai eficientă a activelor imobilizate. **În perioada 2023-2027**, considerăm că acest indicator se va situa în medie, la 1,03x, **rezultând în ultimul an de previziuni, active imobilizate de 9.089 mil Ron.**

Evoluția activelor imobilizate (Mil. Ron)



- **Imobilizările corporale** au cea mai mare pondere în totalul activelor imobilizate (în medie 95% în perioada 2019 – iunie 2023) și au înregistrat un trend ascendent, ajungând la finele primului semestru al acestui an la 4.496 mil Ron. Această categorie include utilaje, echipamente, clădiri, instalații speciale, respectiv imobilizări în curs de execuție. Acestea din urmă fac referire, în principal la realizarea lucrărilor de investiții în stații și linii electrice de înaltă tensiune.

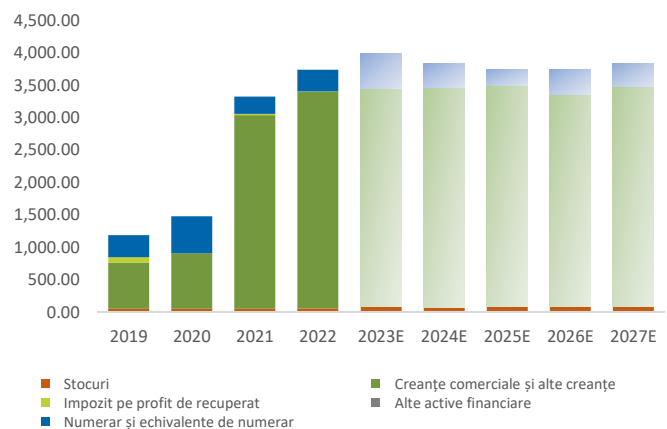
Situația poziției financiare - Mil. Ron

	2019	2020	2021	2022	6L/2023	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Imobilizări corporale	3.518	3.636	3.881	4.064	4.132	4.216	4.391	4.748	4.936	5.025
Imob. af. drepturilor de utilizare a activelor luate în leasing	6	38	33	24	21	15	6	42	33	24
Imobilizări necorporale	30	7	7	338	303	222	231	154	161	163
Imobilizări financiare	30	36	36	41	41	41	41	41	41	41
Active imobilizate	3.585	3.718	3.958	4.466	4.496	4.494	4.668	4.985	5.170	5.253
Stocuri	47	48	49	53	64	77	75	76	76	77
Creanțe comerciale	710	854	2.986	3.343	1.581	3.371	3.377	3.412	3.281	3.408
Impozit pe profit de recuperat	85	1	21	4	0	0	0	0	0	0
Alte active financiare	0	0	-	0	0	0	0	0	0	0
Numerar și echivalente de numerar	340	570	265	334	500	536	377	254	384	352
Active curente	1.182	1.473	3.320	3.734	2.145	3.983	3.829	3.742	3.742	3.836
Total Active	4.767	5.191	7.278	8.200	6.642	8.477	8.498	8.727	8.912	9.089

Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

- **Numărul mediu de zile aferent stocului este de 8 zile** (decembrie 2019 – iunie 2023). Pentru perioada previzionată am considerat, în medie, viteza de rotație a stocurilor înregistrată la finele lunii iunie 2023 (**7 zile**).
- **Recuperarea creanțelor** companiei înregistrează un trend ascendent în perioada 2019 – 2021, urmând să scadă la 133 zile la finele lunii iunie 2023. Pentru perioada de previziune 2023 – 2027 am considerat un nr. mediu de zile în care compania își recuperează creanțele de 246 zile.
- **Activele curente**, la finalul primului semestru al acestui an au înregistrat o **scădere cu 42,54%** față de finalul anului 2022, în principal pe fondul diminuării creanțelor comerciale (-52,69%) contrabalansată de creșterea numerarului (49,84%).

Evoluția activelor curente (Mil. Ron)



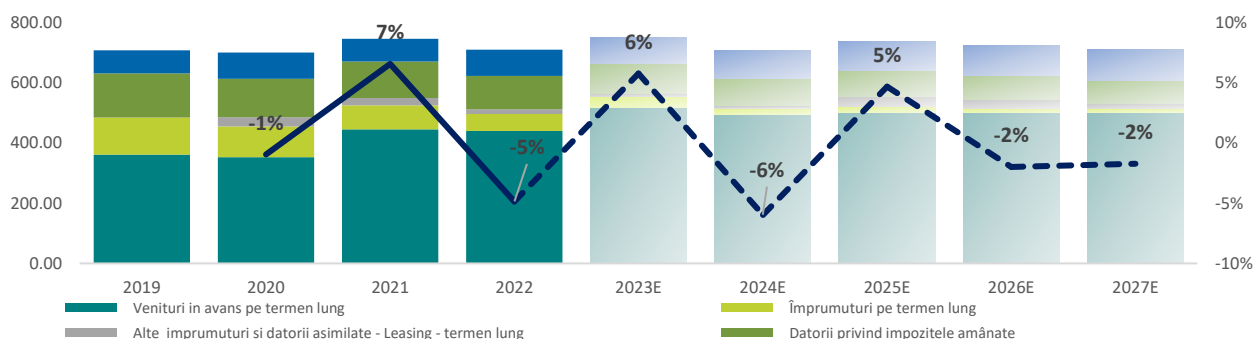
- **Capitalurile proprii** înregistrează fluctuații în perioada decembrie 2019 – iunie 2023, cea mai mare valoare fiind atinsă la finele lunii iunie 2023 (4.073 mil. Ron, +4% față de 2022), în principal pe fondul creșterii rezultatului reportat cu 6%, respectiv a altor rezerve de 2,6x. Majorarea rezultatului reportat vine pe fondul unei creșteri semnificative a profitului net în primele șase luni ale anului curent comparativ cu perioada similară a anului 2022 (de 5,2x). În ceea ce privește alte rezerve, creșterea are la bază subvențiile aferente imobilizărilor de natura patrimoniului public în sumă de 60,80 mil. Ron. **Capitalul social se menține la 733,03 mil. Ron în perioada de analiză. Pentru perioada de previziune 2023 – 2027, mizăm pe o creștere a capitalurilor proprii până la 4.457 mil Ron în 2027, susținută de majorarea profitului net cu impact pozitiv în rezultatul reportat. În ceea ce privește distribuirea de dividende, am considerat pentru perioada 2023 – 2027 o rată de distribuire a acestora în medie, de 44% din profitul net anual individual, având la bază istoricul companiei legat de politica de dividende (*informații detaliate se regăsesc la capitolul „Politica de dividende”*).**
- **Datoriile pe termen lung sunt reprezentate** în principal de **veniturile în avans** (pondera fluctuează în intervalul 50% - 65% în perioada de referință), urmate de **datoriile privind impozitul amânat**.
- **Veniturile în avans pe termen lung și scurt** la data de 30 iunie 2023 sunt reprezentate, în principal de subvențiile pentru tariful de racordare (92,82 mil Ron), alte subvenții pentru investiții, respectiv fonduri europene neramburabile. Pentru perioada previzionată 2023 – 2027 am considerat ca ipoteze - continuarea investițiilor în RET având ca sursă de finanțare și fonduri europene nerambursabile (bazat pe redefinirea strategiei de finanțare a Transelectrica: 50% fonduri europene). Totodată, **în data de 11 decembrie 2023, compania a anunțat obținerea a 56,2 mil. euro (PNRR)** în scopul finanțării a trei proiecte de investiții esențiale **pentru eficientizarea și modernizarea RET**. Trebuie avut în vedere, că aceste venituri pot suferi modificări față de estimările noastre luând în considerare natura acestora (fonduri europene, subvenții pentru racordare).

Situația poziției financiare - Mil. Ron

	2019	2020	2021	2022	6I/2023	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Capital social subscris	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733
Prima de emisiune	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Rezerve legale	129	138	138	147	147	147	147	147	147	147
Rezerve dir reevaluare	955	872	802	734	701	672	616	564	516	473
Alte rezerve	16	17	31	39	100	166	166	166	166	166
Rezultat reportat	1.414	1.614	1.631	2.202	2.342	2.395	2.514	2.596	2.740	2.889
Capital atribuit intereselor care controlează	3.297	3.425	3.385	3.905	4.073	4.162	4.225	4.255	4.352	4.457
Interese care nu controlează	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total capital propriu	3.317	3.425	3.385	3.905	4.073	4.162	4.225	4.255	4.352	4.457
Venituri în avans pe termen lung	361	352	443	439	456	515	493	502	499	501
Împrumuturi pe termen lung	123	102	79	56	44	38	20	19	15	12
Alte împrumuturi și datorii asimilate - Leasing - termen lung	0	31	25	16	13	11	8	33	27	18
Datorii privind impozitele amânate	145	127	121	110	104	98	90	87	81	77
Obligațiile privind beneficiile angajaților	76	87	75	87	87	87	92	96	99	101
Total datorii pe termen lung	705	698	744	708	703	748	703	736	721	708
Datorii comerciale și alte datorii	562	879	3.007	3.352	1.674	3.392	3.399	3.564	3.662	3.745
Alte împrumuturi și datorii asimilate - Leasing - termen scurt	6	7	9	9	10	10	9	8	10	10
Alte impozite și obligații pentru asigurările sociale	11	25	21	17	17	18	19	20	20	21
Împrumuturi pe termen scurt	59	34	28	98	35	25	25	25	25	25
Provizioane	71	93	54	72	67	72	72	72	72	72
Venituri în avans pe termen scurt	38	29	32	40	59	51	46	48	51	52
Impozit pe profit de plată	-2	0	-	0	4	0	0	0	0	0
Total datorii curente	745	1.067	3.150	3.588	1.865	3.567	3.569	3.736	3.839	3.924
Total datorii	1.450	1.766	3.893	4.295	2.569	4.315	4.273	4.472	4.560	4.632
Total Capital propriu și Datorii	4.767	5.191	7.278	8.200	6.642	8.477	8.498	8.727	8.912	9.089

Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

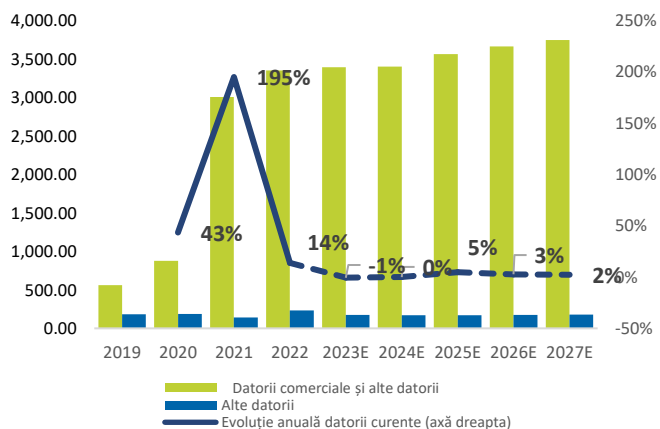
Evoluția datoriilor pe termen lung (Mil. Ron)



Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

- **Datoriile curente sunt reprezentate** în principal, de datoriile comerciale (ponderea crește la 90% în iunie 2023 de la 75% în 2019), respectiv de **alte datorii**. Dintre acestea din urmă, cele mai relevante sunt: împrumuturi bancare, provizioane constituite și venituri în avans pe termen scurt.
- **Principalii furnizori** ai companiei la 30 iunie 2023 sunt: OPCOM, MAVIR, IBEX, Hidroelectrică SA, Joint Allocation Office, S Complexul energetic Oltenia SA, CIGA Energy SA, Electrica Furnizare SA, CINTA Energy SA, OMV Petrom SA și ponderează 96% în totalul furnizorilor de energie.
- **Numărul mediu de zile în care compania își plătește furnizorii este de 237 zile** (decembrie 2019 – iunie 2023). Pentru perioada 2023 – 2027 mizăm pe un nr. mediu de zile de plată a furnizorilor de 349 zile, având la bază creșterea volumelor tranzacțiilor rezultate din cuplarea piețelor de energie electrică (Raport anual 2022: „În data de 8 iunie 2022, cei 16 Operatori de Transport și Sistem (OTS) din Regiunea de calcul a capacității Core (Core CCR), împreună cu 10 Operatori ai Pieței de Energie Electrică Desemnați (OPEED), au inițiat cuplarea pieței pentru ziua următoare pe bază de fluxuri...”)

Evoluția datoriilor curente (Mil. Ron)



Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Contul de Profit și Pierdere

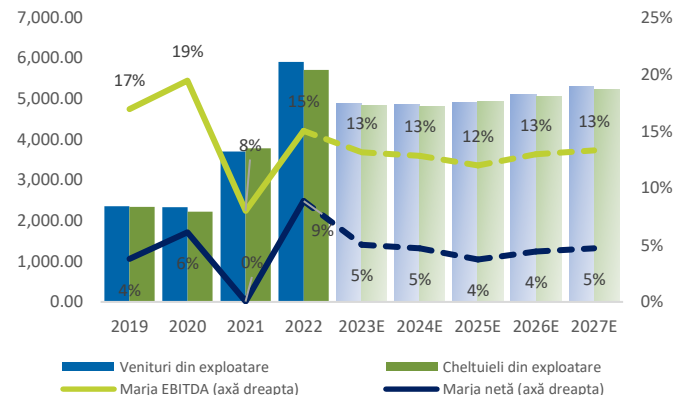
Cont de profit și pierdere - Mil. Ron

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Venituri, din care:	2.347	2.325	3.699	5.898	4.882	4.853	4.903	5.097	5.293
Venituri din serviciul de transport	1.082	1.035	1.252	1.885	2.171	2.276	2.280	2.468	2.660
Venituri din servicii de sistem	742	795	624	534	475	341	386	392	396
Venituri din piața de echilibrare	523	495	1.823	3.479	2.237	2.237	2.237	2.237	2.237
Alte venituri	95	68	85	410	226	226	226	226	226
Total venituri din exploatare	2.442	2.393	3.784	6.307	5.108	5.079	5.128	5.323	5.518
Cheltuieli pentru operarea sistemului	352	310	576	902	645	643	648	625	631
Cheltuieli privind activitatea zero profit	523	495	1.810	3.480	3.107	3.006	3.069	3.088	3.104
Amortizare	287	275	284	281	352	355	370	392	408
Cheltuieli cu personalul	269	339	318	386	405	429	446	459	471
Reparații și mentenanță	69	76	60	51	64	63	60	60	62
Cheltuieli cu materiale consumabile	54	27	31	40	38	34	36	37	36
Alte cheltuieli din exploatare	102	129	84	97	209	281	283	393	511
Total cheltuieli din exploatare	2.332	2.217	3.773	5.704	4.820	4.811	4.912	5.054	5.222
EBIT	109	176	11	604	288	267	217	268	296
EBITDA	397	451	295	885	640	622	587	661	704
<i>marja EBITDA</i>	17%	19%	8%	15%	13%	13%	12%	13%	13%
Rezultat financiar	-9	-5	-9	-8	4	4	1	-1	-1
Profit brut	101	171	2	596	292	271	218	267	295
Impozit pe profit	12	29	1	74	47	43	35	43	47
Profit net	89	142	1	522	245	228	183	225	248
<i>marja netă</i>	4%	6%	0%	9%	5%	5%	4%	4%	5%

Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

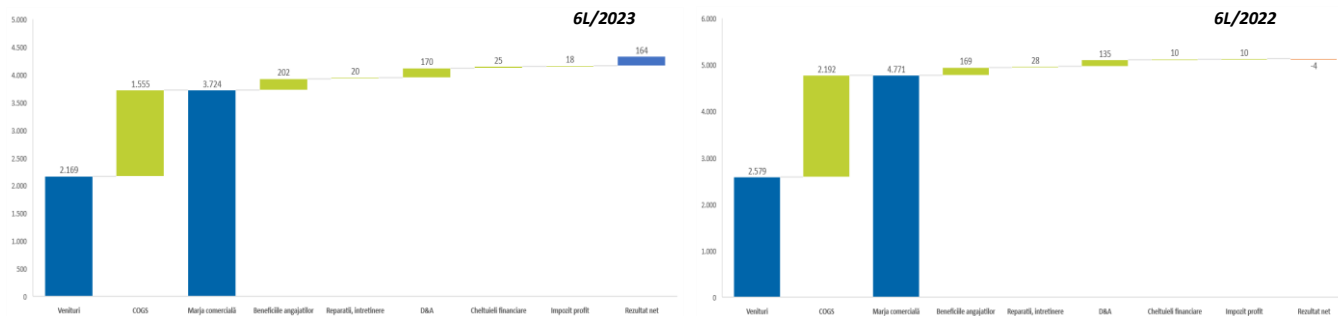
- **Anul 2022** a reprezentat pentru Grupul Transelectrica **cel mai bun an din punct de vedere al evoluției veniturilor** (5.897 mil. Ron, +59,45% vs 2021), respectiv a performanței financiare la nivel de profitabilitate (521 mil Ron profit net vs 1 mil Ron în 2021, iar marja netă în 2022 a fost de 9% față de 0,04% în 2021).
- Cea mai mare pondere în veniturile consolidate la nivelul Transelectrica este deținută activitatea cu profit permis în primii doi ani de analiză (în medie 45%), urmând ca începând cu anul 2021, activitatea de echilibrare să pondereze, în medie, 54% în total.
- Performanța financiară aferentă anului 2022 se datorează, în principal reglementărilor legislative europene și naționale cu impact semnificativ în evoluția pieței de energie (*eliminarea limitelor de preț la ofertare pe piața de echilibrare*), evoluției ascendente a prețului mediu înregistrat pe piața de echilibrare, respectiv evoluției descendente a producției și consumului de energie electrică.
- **Previziunile pentru următorii 5 ani** le considerăm la un nivel superior față de 2021 din perspectiva veniturilor și a marjelor EBITDA (*mai multe detalii regăsiți în secțiunea „Previziuni financiare”*).
- La nivel consolidat, Transelectrica înregistrează o ușoară scădere în primul semestru al anului atât la nivelul principalelor venituri (-16%), cât și la nivelul costului privind operarea sistemului și activității de echilibrare (-32%) comparativ cu perioada similară a anului precedent. La nivelul activității operaționale (EBITDA), compania generează un profit de 351 mil Ron, dublu față de profitul din semestrul I al anului precedent. Având în vedere evoluția cursului de schimb valutar care a generat venituri financiare net superioare celor aferente S1/2022 (+19 mil. Ron), compania a înregistrat un profit net în perioada de referință de 164 mil. Ron (vs 32 mil. Ron).

Evoluția Veniturilor și a Ch din expl. (Mil. Ron), a marjelor EBITDA și netă .



Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Profitul net 6L/2023 vs 6L/2022 (Mil. Ron)

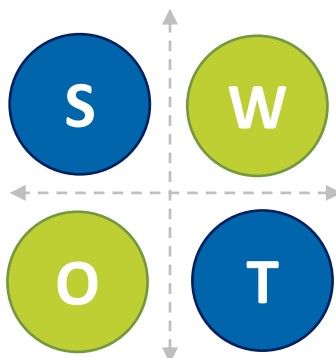


Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Analiza SWOT

Investiții continue în rețeaua electrică de transport și în proiecte de instalare de centrale fotovoltaice respectiv instalații de stocare a energiei electrice.
Niveluri scăzute de evaluare pe multiplii de preț.
Este o companie de dividend (DIVY de 2% - 5%), dividend regulat.

Surse de finanțare a investițiilor din fonduri europene.
Dezvoltare RET.



- Randament scăzut al capitalurilor proprii (sub media pieței).
- Perspectivele de creștere a veniturilor pentru următorii ani sunt foarte scăzute, potrivit Standard & Poor's.
- Marje de profitabilitate la un nivel scăzut.

- Tarife reglementate de ANRE.
- Modificări legislative cu timp scurt de implementare.
- Influență politică la nivelul conducerii companiei.

BVC – nivel consolidat

- Principalii indicatori realizați vs cei bugetați de Transelectrica au înregistrat fluctuații semnificative de la o perioadă la alta. Valorile înregistrate la nivelul veniturilor și cheltuielilor, în primii doi ani de analiză, prezintă valori îmbunătățite față de cele bugetate. În perioada 2021 – 2022 aceste valori înregistrează un grad de realizare a bugetului nefavorabil.
- Din perspectiva profitabilității, la nivelul rezultatului net, Grupul înregistrează valori substanțial mai mari față de cele bugetate, excepție făcând anul 2021.
- Pentru finalul anului 2023, Transelectrica estimează venituri din exploatare în cuantum de 8.819 mil. Ron, cu un nivel al profitului net de 90 mil. Ron.

Grad de realizare buget

	2019	2020	2021	2022
Venituri din exploatare	113%	117%	85%	73%
Cheltuieli din exploatare	85%	82%	120%	124%
EBIT	3,50x	1,62x	0,26x	107,79x
Rezultat brut	4,93x	1,64x	0,06x	572,71x
Rezultat net	5,60x	1,61x	0,04x	1.278,51x

Sursa: prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL, BVC TEL

BVC 2023

	Mil Ron
Venituri din exploatare	8.819
Cheltuieli din exploatare	8.707
Bunuri si servicii	7.952
Impozite si taxe	27
Cheltuieli cu personalul	357
Alte cheltuieli de exploatare, din care:	371
D&A	353
Profit din exploatare	112
Venituri financiare	78
Cheltuieli financiare, din care:	79
Dobanzi	15
Rezultat financiar net	-2
Profit inainte de impozitare	110
Cheltuiala cu impozitul pe profit curent	26
Cheltuiala cu impozitul pe profit amanat	11
Venit din impozit pe profit amanat	16
Profitul exercitiului financiar	90

Sursa: prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL, BVC TEL

Program de investiții

- Structura cheltuielilor de investiții pentru anul 2023, respectiv pentru următorii doi ani prezintă astfel:

Categoriile de cheltuieli (mii Ron)	2023	2024	2025
Cheltuieli proprii Companiei	456.325	780.162	713.188
Investiții în continuare	332.725	391.822	235.452
Investiții noi	52.586	338.142	442.218
Alte cheltuieli de investiții	71.014	50.198	35.518
Cheltuieli de investiții finanțate din tarif de racordare	9.640	0	0
Total	465.965	780.162	713.188

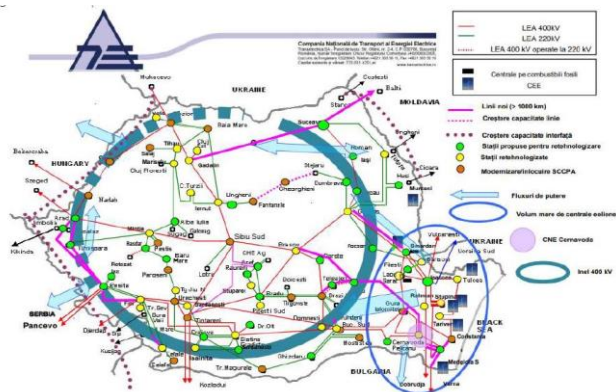
Sursa: Program de investiții 2023 TEL

- În perioada analizată, Transelectrica a realizat investiții, în medie, de 92% din investițiile propuse în fiecare an.

	2019	2020	2021	2022
Investiții totale propuse	290.178	384.111	557.854	472.550
Investiții realizate	251.285	360.738	499.378	460.950
Grad de realizare	87%	94%	90%	98%

Sursa: Rapoarte anuale TEL

Necesități dezvoltare RET



Sursa: Rapoarte anuale TEL

Consiliul de Supraveghere și Directoratul

- Compania este o societate **administrată în sistem dualist**, în temeiul hotărârii AGEA din data de 18 iulie 2012 de către un Directorat (format din cinci membri) aflat sub supravegherea unui Consiliu de Supraveghere format din șapte membri.

- Catalin-Andrei Dascăl:** experiență în domeniul juridic; numit începând cu 22 aprilie 2022,
- Teodor Atanasiu:** experiență în administrația publică, numit începând cu 22 august 2022,
- Costin-Mihai Păun:** experiență în industria energetică europeană și națională, numit începând cu 22 aprilie 2022,
- Alexandru-Cristian Vasilescu:** expertiză în consiliere și management în cadrul administrației publice, numit începând cu 22 aprilie 2022,
- Anca Mitu:** doctor în economie, membru provizoriu cf. Hot AGOA 18 octombrie 2023,
- Luminița Zezeanu:** expertiză solidă privind dezvoltarea și finanțarea proiectelor din fonduri europene, precum și experiență în domeniul administrației publice, numit începând cu 22 aprilie 2022,
- Simona-Geanina Pistru-Popa:** numit membru provizoriu în 30 octombrie 2023.

Structura Consiliului de Supraveghere la 30.09.2023

Catalin-Andrei Dascăl	Președinte
Teodor Atanasiu	Membru provizoriu
Costin-Mihai Păun	Membru provizoriu
Alexandru-Cristian Vasilescu	Membru provizoriu
Anca Mitu	Membru provizoriu
Luminița Zezeanu	Membru provizoriu
Simona-Geanina Pistru-Popa	Membru provizoriu

Sursa: www.transelectrica.ro

- Comitetele consultative din cadrul Consiliului de Supraveghere sunt:**

- Comitetul de Audit:** Luminița Zezeanu (președinte), Teodor Atanasiu, Catalin-Andrei Dascăl, Mitu Anca și Costin-Mihai Păun.
- Comitetul de Nominalizare și Remunerare:** Alexandru-Cristian Vasilescu (președinte), Costin-Mihai Păun, Catalin-Andrei Dascăl, Mitu Anca și Simona-Geanina Pistru-Popa.
- Comitetul pentru Investiții și Securitate Energetică:** Costin-Mihai Păun (președinte), Alexandru-Cristian Vasilescu, Luminița Zezeanu, Teodor Atanasiu și Simona-Geanina Pistru-Popa.
- Comitetul pentru Gestionarea Riscurilor:** Teodor Atanasiu (președinte), Alexandru-Cristian Vasilescu, Simona-Geanina Pistru-Popa, Catalin-Andrei Dascăl și Anca Mitu.

Sursa: www.transelectrica.ro

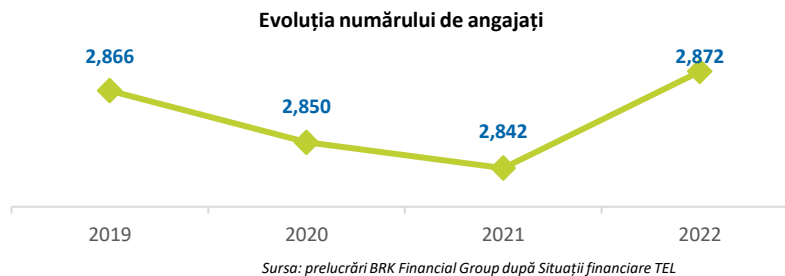
- În ceea ce privește Directoratul**, structura acestuia se prezintă astfel:

- Ștefăniță MUNTEANU**, președinte.
- Florin Cristian TĂTARU**, membru Directorat
- Cătălin Constantin NADOLU**, membru Directorat.
- Bogdan TONCESCU**, membru Directorat.

Sursa: www.transelectrica.ro

Echipa Transelectrica

- Managementul resurselor umane a avut ca obiectiv principal în ultimii ani creșterea gradului de implicare a personalului. De regulă, potrivit licenței de funcționare, Transelectrica nu utilizează angajați în regim temporar. Mai jos regăsiți evoluția numărului de salariați la nivel consolidat (TEL, Smart SA și Teletrans SA)



Politica de dividende

- În data de 9 martie 2023, Directoratul Transelectrica a transmis către Primul Ministru al României o adresă prin care a solicitat aplicarea ratei de distribuire de 50% calculată la profitul rămas de repartizat, întrucât lipsa de cash va crea vulnerabilități asupra Companiei.
- Tabelul alăturat prezintă rata de distribuire a dividendelor, fiind luat în considerare pentru calculul acesteia profitul net anual individual al companiei.
- În urma hotărârii AGOA din data de 19 iunie 2023, compania a distribuit dividende în sumă de 52,05 mil Ron, ceea ce corespunde unui **dividend brut de 0,71 Ron/acț. Această sumă reprezintă 10% din profitul net 2022** (514 mil Ron), respectiv 51% în măsura în care ne raportăm la profitul anual rămas de repartizat (103 mil. Ron).

An	Dividend brut (Ron/acț)	Rata de distribuire a dividendelor	Data de înregistrare	Data plății
2022	0,7100	10%	07.07.2023	27.07.2023
2020	0,8700	44%	20.07.2021	09.08.2021
2019	0,4800	37%	04.06.2020	25.06.2020
2017	0,9100	236%	04.01.2019	25.01.2019
2016	2,3300	63%	01.11.2017	22.11.2017
2016	2,2570	61%	07.06.2017	28.06.2017
2015	2,6500	53%	07.06.2016	28.06.2016
2014	2,8033	56%	08.06.2015	29.06.2015

Sursa: BVB, prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Indicele Vektor și Responsabilitate socială

- Vektor** este indicatorul comunicării cu investitorii pentru companiile listate la bursă. Acesta a fost calculat de către ARIR (Asociația Română pentru Relația cu Investitorii) pentru prima dată în anul 2019 pentru Piața Reglementată. Metodologia indicatorului Vektor are la bază patru piloni: Comunicarea rezultatelor financiare, ESG, Guvernanță Corporativă și Alte instrumente.

Indicatorul Vektor la nivelul companiei **Transelectrica a înregistrat valori cuprinse în intervalul 7 - 8**, indicând o comunicare medie înspere activă în ceea ce privește relația cu investitorii.

- Responsabilitatea socială** face referire la un proces de management prin care se Transelectrica dorește să contribuie la dezvoltarea unei societăți românești durabile și performante.
- Prin politica de responsabilitate socială, compania se concentrează pe următoarele aspecte:**



Sursa: Raport anual 2022 TEL

Previziuni financiare

Serviciul de transport

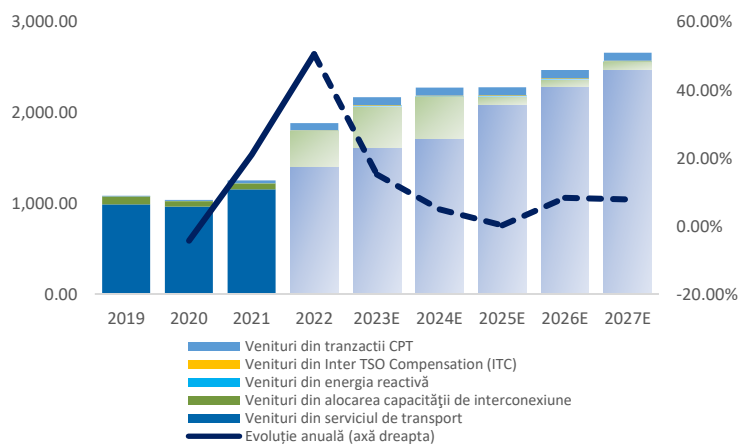
- Potrivit Planului de dezvoltare a RET pentru perioada 2022 - 2031, **consumul intern net de energie electrică este așteptat să crească anual cu aproximativ 2% în perioada 2022 – 2026, urmând ca până în 2031, rata de creștere anuală să scadă la aproximativ 1%**. Cantitatea de energie electrică livrată consumatorilor, în perioada 2019 – 2022 s-a situat la un nivel mediu de 95% din consumul intern net. Pentru anul 2023, reprezentanții companiei se așteaptă ca această rată să scadă la 87% (potrivit BVC 2023, cantitatea de energie electrică livrată consumatorilor să fie 51,74 TWh). În ceea ce privește tarifele pentru serviciul de transport și de sistem, acestea sunt reglementate de ANRE.

Tarifele aprobate de ANRE pentru serviciile prestate pe piața de energie electrică se prezintă, astfel:

Tarif estimat cf BVC	Tarif mediu pentru serviciul de transport lei/MWh	Tarif mediu pentru servicii de sistem tehnologice lei/MWh
Ordin nr. 28/29.03.2023 pentru perioada 01 aprilie – 30 iunie 2023	29,98	7,73
Ordin nr. 144/2022 aplicabil 01.01.2023 - 31.03.2023	31,20	7,73
Ordin nr. 33/23.03.2022 pentru perioada 01 aprilie – 31 decembrie 2022	28,10	9,32
Ordin nr. 124/25.11.2021 pentru perioada 01 ianuarie – 31 martie 2022	23,96	9,32
Ordin nr. 10/24.02.2021 pentru perioada 01 martie – 31 decembrie 2021	20,55	10,82
Ordin nr. 214/09.12.2020 pentru perioada 01 ianuarie – 28 februarie 2021	20,55	11,96
Ordin nr. 142/29.06.2020 pentru perioada 01 iulie – 31 decembrie 2020	17,97	11,96
Ordin nr. 10/15.01.2020 pentru perioada 16 ianuarie – 30 iunie 2020	17,97	13,05
Ordin nr. 218/11.12.2019 pentru perioada 01 ianuarie – 15 ianuarie 2020	18,33	13,05
Ordin nr. 81/24.06.2019 pentru perioada 01 iulie – 31 decembrie 2019	17,68	13,05
Ordin nr. 108/20.06.2018 pentru perioada 01 ianuarie – 30 iunie 2019	18,13	10,44
Ordin ANRE 28/2023, perioada iulie – septembrie 2023	31,20	6,64
Tarif de la 1 ianuarie 2024 conform Ordin 109/20.12.2023	31,67	9,17

Sursa: prelucrări după situații financiare TEL, BVC 2023, BVB

Evoluția veniturilor din serviciul de transport (Mil. Ron)



Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

- O altă componentă a activității serviciului de transport constă în veniturile din alocarea capacității de interconexiune.** Nivelul acestor venituri crește atunci când există un decalaj mare între piețele cuplate și existența deficitului de energie la nivel european. Având în vedere că în S1/2023 nivelul acestuia era superior celui din S1/2022, considerăm că pe întreg anul 2023, nivelul acestuia se va situa la 454 mil. Ron. Mizăm pe faptul că anul 2024 nu va aduce schimbări majore față de 2023, de aceea menținem aceeași valoare. În intervalul 2025 - 2027, ne așteptăm ca decalajul între aceste piețe să nu fie semnificativ și în medie să atingă valoarea de 84 mil. Ron.
- Celelalte tipuri de venituri care compun această activitate (venituri din energia reactivă, venituri ITC, respectiv venituri din tranzacții CPT) le considerăm pe toată perioada de previziune la un nivel similar cu TTM pentru anul 2023.

An	Cantitatea de energie electrică livrată consumatorilor (MWh)
2019	55.343.389
2020	53.849.411
2021	56.353.023
2022	52.175.075
2023	51.735.648*

*valoare estimată cf BVC Sursa: prelucrări după situații financiare TEL, BVC 2023

- Ținând cont de cele menționate mai sus și coroborat cu următoarele aspecte: creșterea potențială a tarifului mediu pentru serviciul de transport cu 7% (creștere similară a tarifului propus pentru 2024 comparativ cu 2023 – 31,20 lei/MWh) în perioada 2025 – 2027, tendință de creștere a volumelor de energie electrică livrată consumatorilor, respectiv un CAGR 4Y istoric (2019 – 2022) de 12%, pentru perioada **2023 – 2027 ne așteptăm ca veniturile din serviciul de transport să crească cu o rată anuală compusă (CAGR 5Y) de 11%**.

Serviciul de sistem și piața de echilibrare

- Pornind de la cantitatea estimată de energie electrică livrată consumatorilor și luând în considerare tariful mediu pentru servicii de sistem tehnologic aprobat de ANRE pentru perioada iulie – septembrie 2023 (6,64 Ron/MWh), în perioada 2024 – 2027 mizăm pe un nivel al **veniturilor din servicii de sistem cuprins în intervalul 340 – 400 mil. Ron.**
- **Veniturile privind piața de echilibrare** pentru finalul anului 2023 le-am estimat luând în considerare nivelul acestor venituri din primele 9 luni ale anului la nivel individual și ultimul trimestru aferent anului 2022, obținând astfel valoarea de 2.236 mil. Ron. Având în vedere existența unor factori care stau la baza evoluției acestor venituri dificil de estimat în mod realist, am considerat pentru perioada 2024 – 2027 menținerea lor la un nivel similar celui din 2023.

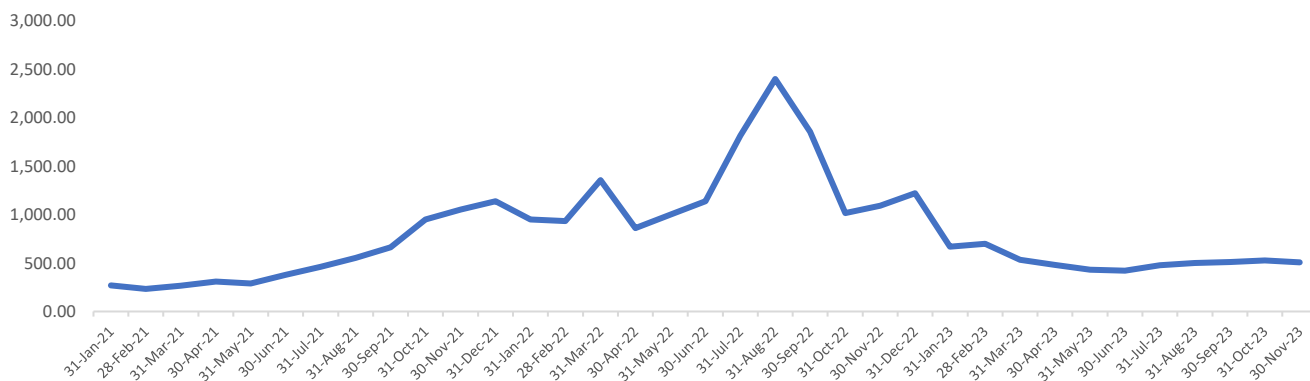
Cheltuieli privind operarea sistemului

- **Acest cost are în componența sa următoarele cheltuieli:** privind consumul propriu tehnologic (CPT), privind consumul de energie electrică în stațiile RET, cheltuieli cu ITC (Inter TSO Compensation) și cheltuieli cu congestiile (restricții de rețea). Cea mai mare pondere o au costurile privind CPT, care în perioada analizată cresc la 92% din 2022 de la 81% în 2019.
- În vederea estimării costului privind consumul propriu tehnologic aferent anului 2023 am ținut cont de ponderea acestuia în totalul energiei electrice intrată în RET obținut în 2022 (2,2%), respectiv de prețul mediu de închidere a PZU la 30 noiembrie 2023 (507,67 lei/MWh). Având în vedere investițiile preconizate de Transelectrica a se realiza pentru modernizarea RET, mizăm pe o scădere a acestui indicator în perioada 2024 – 2027 până la 2%.

U.M	Indicator de performanță	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
GWh	Energie electrica intrata in RET	43.358	42.861	44.137	43.495	45.350	46.076	46.813	47.535	48.011
GWh	Energie electrica extrasa din RET	42.373	41.924	43.048	42.536					
GWh	Consumul propriu tehnologic	986	938	1.089	959	998	991	997	951	960
%	Consumul propriu tehnologic	2,27	2,19	2,47	2,20	2,20	2,15	2,13	2,00	2,00

Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după raport ANRE

Evoluția prețului mediu de închidere PZU (lei/MWh)

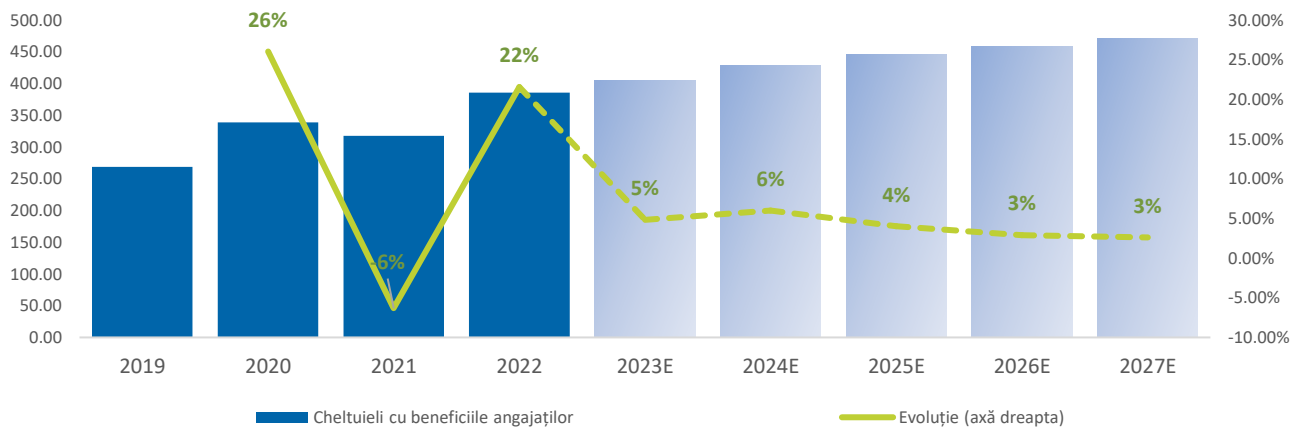


Sursa: prelucrări BRK Financial Group după rapoarte OPCOM

Cheltuieli cu angajații.

- În perioada 2019 – 2022, cheltuielile cu beneficiile angajaților înregistrează un trend ascendent ajungând la finele anului 2022 la 386 mil Ron de la 269 mil Ron în 2019. Creșterea e determinată, în principal de majorarea costului cu salariile.
- Considerăm că în următorii 5 ani, numărul de angajați se va menține la nivelul înregistrat în primele șase luni ale anului curent, și anume 2.846 salariați, iar costul mediu brut lunar se va indexa cel puțin cu rata inflației (conform raportului privind prognoza de toamnă 2023). Astfel, mizăm pe o creștere a cheltuielilor cu angajații la 471 mil. Ron în 2027 de la 405 mil. Ron în 2023.

Evoluția cheltuielilor cu angajații (Mil. Ron) 2019 – 2027E

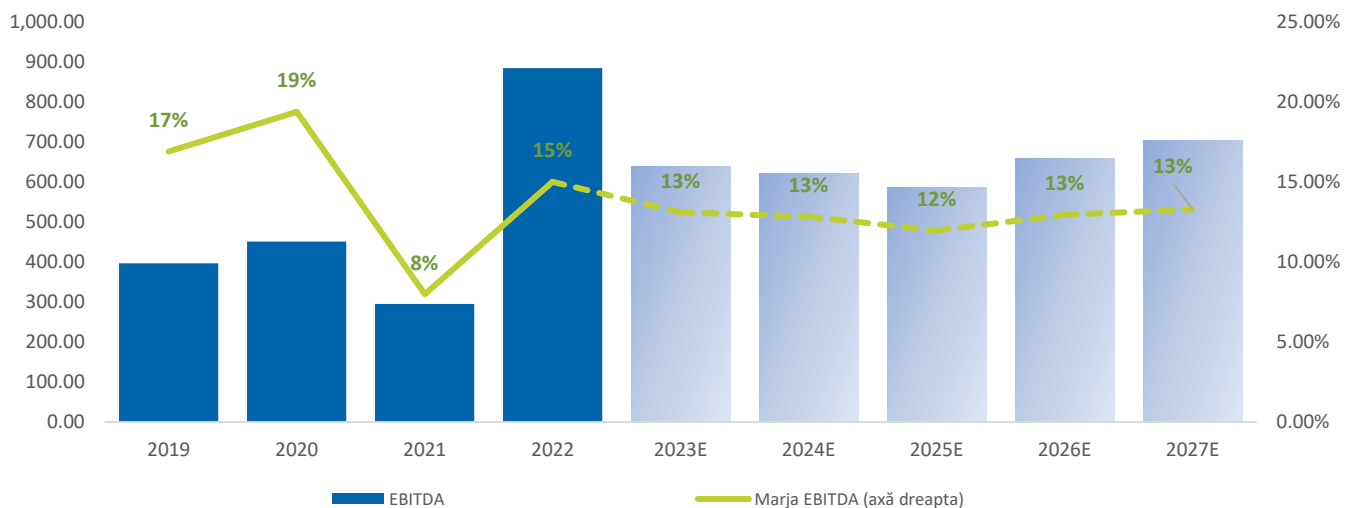


Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

EBITDA.

- Pornind de la premisele prezentate pentru previzionarea veniturilor și a cheltuielilor, și coroborat cu un cost lunar privind reparațiile și întreținerea în medie de 5.130 mii Ron, calculat ca medie mobilă pe 4 ani, în perioada 2023 – 2027, mizăm pe o creștere a profitului operațional (EBITDA), în medie, cu 2%, respectiv un nivel al marjei cuprins în intervalul 12% - 13%.

Evoluția EBITDA și a marjei operaționale 2019 – 2027E

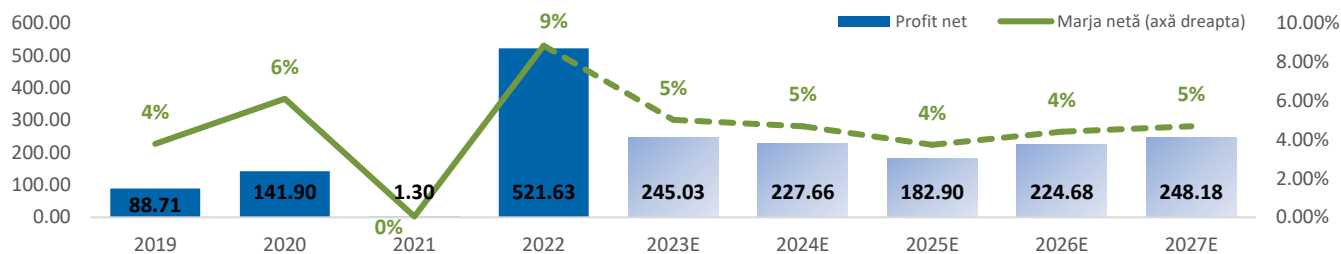


Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Profitul net.

- Elementele care impactează profitul net, după calcularea EBITDA constau în **costul cu amortizarea și deprecierea activelor, costul cu dobânzile și impozitul pe profit**. În ceea ce privește costul cu amortizarea și deprecierea, acesta a reprezentat în medie, 8% din soldul final al activelor imobilizate în perioada 2020 – 2022. Pentru următorii cinci ani am considerat menținerea procentului la 8% pe fondul continuării investițiilor în RET având la bază proiectele prevăzute în Planul de dezvoltare a RET pentru perioada 2022 – 2031. CAPEX-ul luat în considerare pentru perioada 2023 – 2027 se ridică în medie la 533 mil Ron. Ne așteptăm ca în următorii ani, costul cu dobânzile să înregistreze în medie, o valoare absolută de aproximativ 9 mil Ron, luând în considerare rata procentuală a dobânzii și media datoriilor purtătoare de dobândă. Rata actuală de impozitare a profitului în România este de 16%, motiv pentru care am păstrat aceeași rată și în modelul nostru.
- Luând în calcul aceste considerente, estimările noastre mizează pe o ușoară creștere a profitului net în perioada 2023 - 2027, respectiv o marjă netă în medie, de 5%.

Evoluția profitului net (Mil. Ron) și a marjei nete 2019 – 2027E



Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Principalii indicatori 2019 -2023E

	2019	2020	2021	2022	2023E
Preț (Ron/act)	19,6500	25,4000	22,5000	21,7000	37,1619
Capitalizare bursieră (mil. Ron)	1.440,41	1.861,90	1.649,32	1.590,68	2.724,08
CA/nr. acțiuni	32,015	31,721	50,456	80,454	29,595
EPS	1,210	1,936	0,018	7,116	3,343
EV/EBITDA	3,25x	3,25x	5,17x	1,62x	6,47x
EV/Sales	0,55x	0,63x	0,41x	0,24x	1,05x
P/E	16,24x	13,12x	1264,92x	3,05x	11,12x
P/S	0,61x	0,80x	0,45x	0,27x	1,26x
Datoria netă/EBITDA	-0,38x	-0,88x	-0,42x	-0,18x	-1,14x
ROE	-	4,21%	0,04%	14,31%	6,08%
ROA	-	2,85%	0,02%	6,74%	2,94%

Sursa: calcule și prelucrări BRK Financial Group după situații financiare TEL

Evaluare

- Considerăm că modelul Discounted Cashflow Model este relevant în ceea ce privește evaluarea Transelectrica, așadar calcularea prețului țintă pentru companie se bazează doar pe rezultatele obținute în cadrul acestui model. **Estimăm un preț țintă de 37,20 Ron/acțiune**, cu 29,50% peste prețul de închidere din data de 22 decembrie 2023 (28,70 Ron/acțiune), ceea ce corespunde unei **recomandări de cumpărare pentru acțiunile Transelectrica**.

Sumar evaluare

Preț target DCF (Ron/act)	37,20
Potențial de apreciere (%)	29,50%

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare TEL

DCF

- În cadrul modelului de evaluare DCF (metoda FCFF -> Free Cashflow to firm) am considerat următoarele asumptii:

- WACC de 10,51%, luând în considerare o structură de capital: 53% capitaluri proprii respectiv 47% datorii (calculul se poate vedea în tabelul alăturat).
- Valoarea finală calculată ca multiplu de EV/EBITDA de 5,3x.

Asumptii	Model	Exit Multiple
Valoarea finală	EV/EBITDA	5,3x
Valoarea finală în Model (Mil. Ron)	3.764,24	3.764,24
WACC	10,51%	
Nr. Acțiuni la data analizei (Mil.)	73,30	
Preț curent la 22.12.2023 (Ron/acț)	28,70	
Tax rate	16%	

Estimarea costului mediu ponderat al capitalului (WACC)

Element	Valoare
Costul capitalurilor proprii (Ke)	13,94%
Rata fără risc (Rf)	6,94%
Prima de risc de piață (Rm-Rf)	8,33%
Beta al activelor	0,48
Structura de capital a comparabilelor	89,45%
Beta capitaluri proprii (βE)	0,84
Costul datoriei înainte de impozitare (KD)	7,94%
Marja de risc de credit	1,00%
Structura de capital țintă (Datorii / capitaluri proprii)	
% Capitaluri proprii	52,78%
% Datorii	47,22%
Rata de impozitare	16,00%
WACC (termeni nominali, după impozitare)	10,51%

Sursa: calcule BRK Financial Group, Capital IQ, Damodaran

Mii. RON	Valoare finală					
	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-27
fracțiune de an	0,50*	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EBIT	288.076,99	267.352,89	216.825,37	268.393,77	296.113,66	
Taxe	46.092,32	42.776,46	34.692,06	42.943,00	47.378,19	
NOPAT	241.984,67	224.576,43	182.133,31	225.450,8	248.735,48	
D&A	352.143,20	355.056,31	369.756,72	392.208,69	407.743,59	
CAPEX	388.557,03	538.811,47	650.406,33	586.394,98	499.749,25	
Δ NWC	67.371,40	-24.330,07	139.704,83	226.083,12	-42.172,92	
Unlevered FCFF	138.199,44	65.151,33	-238.221,12	-194.818,65	198.902,74	
Transaction FCFF	69.099,72	65.151,33	-238.221,12	-194.818,65	198.902,74	3.764.235,82
NPV	2.325.390,15					
Numerar	499.979,00					
Datorii	101.287,00					
EV	2.724.082,15					
Preț țintă (Ron/acț.)	37,20					

* La momentul analizei situațiile financiare consolidate la 30 iunie 2023 sunt disponibile

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare TEL

Analiza senzitivității

		Valoarea intrinsecă (Ron/acțiune)				
		WACC				
		12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%
Exit Multiple	3,3x	23,4	24,1	24,9	25,7	26,6
	4,3x	29,0	30,0	31,0	32,1	33,3
	5,3x	34,7	35,9	37,2	38,5	39,9
	6,3x	40,3	41,8	43,3	44,9	46,6
	7,3x	46,0	47,6	49,4	51,3	53,2

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare TEL

Evaluare relativă

- În ceea ce privește această metodă de evaluare am folosit pentru comparație un grup de companii din Europa, similare din punct de vedere al activității, pentru care am calculat multiplii de preț EV/EBITDA, P/E și P/S. În ceea ce privește multiplii de preț, acțiunile Transelectrica care fac obiectul prezentei analize, se situează la niveluri atractive față de companiile similare din sectorul energetic.
- În măsura în care raportăm cifrele estimate pentru 2023 la valorile medii obținute pe fiecare multiplu de preț, prețul acțiunilor Transelectrica ar putea ajunge la 41,00 lei/acț (menținem nr total de acțiuni la 73,30 mil.)

Denumire companie	Țara	Date piață				Date financiare (2023E)			Evaluare (2023E)			
		Preț (€/act.)	Acțiuni (Mil.)	Capitalizare bursieră (Mil. €)	Datoria netă (Mil. €)	EV (Mil. €)	Cifra de afaceri (Mil. €)	EBITDA (Mil. €)	Profit net (Mil. €)	P/S x	EV/EBITDA x	P/E x
AB Ignitis grupe	Lithuania	18,580	72,39	1.344,99	966,70	2.312	2.469,00	452,19	239,27	0,54x	5,11x	5,62x
Admie Holding S.A.	Greece	2,180	231,78	505,29	(4,29)	501	46,00	45,30	43,30	10,98x	11,06x	11,67x
BKW AG	Switzerland	167,807	52,78	8.857,41	998,55	9.856	4.876,61	928,96	467,69	1,82x	10,61x	18,94x
EDP - Energias de Portugal, S.A.	Portugal	4,584	4.166,00	19.096,93	19.330,59	38.428	20.486,00	4.938,98	1.173,02	0,93x	7,78x	16,28x
Elia Group SA/NV	Belgium	114,400	73,52	8.410,90	5.375,90	13.787	4.189,04	1.210,86	319,75	2,01x	11,39x	26,30x
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	Germany	82,200	270,86	22.264,28	9.222,40	31.487	NA	NA	na	0,00x	na	na
Endesa, S.A.	Spain	19,525	1.058,52	20.667,55	13.849,00	34.517	23.401,38	4.355,26	1.349,57	0,88x	7,93x	na
ENEA S.A.	Poland	2,039	529,73	1.080,03	853,88	1.934	10.171,48	1.007,52	NA	0,11x	1,92x	na
Enel SpA	Italy	6,670	10.158,51	67.757,28	66.496,00	134.253	112.644,66	21.767,65	6.527,27	0,60x	6,17x	10,38x
EVN AG	Austria	27,950	178,22	4.981,22	1.573,90	6.555	4.140,20	826,45	526,65	1,20x	7,93x	9,46x
Iberdrola, S.A.	Spain	11,760	6.239,27	73.373,82	44.209,00	117.583	56.540,98	14.652,14	na	1,30x	8,02x	na
Interregional Distribution Grid Company of Urals, Joint Stock Company	Russia	0,002	87.430,49	206,62	NA	na	NA	NA	NA	0,00x	na	na
Jersey Electricity plc	United Kingdom	4,888	30,64	149,76	(15,11)	135	144,41	26,39	8,72	1,04x	5,10x	17,18x
Kazakhstan Electricity Grid Operating Company JSC	Kazakhstan	2,971	275,29	818,00	189,19	1.007	482,95	229,62	68,24	1,69x	4,39x	11,99x
Litgrid AB	Lithuania	0,680	504,33	342,95	43,02	386	NA	NA	NA	0,00x	na	na
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Poland	2,008	2.243,71	4.506,47	NA	na	19.655,75	2.217,75	951,21	0,23x	na	4,74x
Public Power Corporation S.A.	Greece	11,050	364,72	4.030,14	2.741,15	6.771	7.046,00	1.221,70	193,22	0,57x	5,54x	20,86x
public-stock company Tomsk distribution company	Russia	0,004	4.396,01	17,54	(6,54)	11	na	NA	NA	na	na	na
Redeia Corporación, S.A.	Spain	15,310	539,58	8.260,97	4.336,81	12.598	na	1.525,46	664,59	na	8,26x	12,43x
Romande Energie Holding SA	Switzerland	55,795	25,66	1.431,57	66,94	1.499	na	229,36	229,03	na	6,53x	6,25x
Rosseti Kuban PJSC	Russia	0,887	346,12	307,02	172,96	480	na	NA	NA	na	na	na
Rosseti, Public Joint Stock Company	Russia	0,009	200.592,01	1.888,42	NA	na	na	NA	NA	na	na	na
SSE plc	United Kingdom	21,797	1.086,37	23.679,59	10.314,02	33.994	na	3.598,41	1.927,40	na	9,45x	12,29x
TAURON Polska Energia S.A.	Poland	0,903	1.752,55	1.581,84	3.451,71	5.034	na	1.343,07	492,05	na	3,75x	3,21x
Terna S.p.A.	Italy	7,652	2.005,78	15.348,22	9.552,30	24.901	na	2.109,70	866,42	na	11,80x	17,71x
VERBUND AG	Austria	86,550	347,42	30.068,83	2.483,80	\$32.553	14.265,33	4.340,60	2.416,14	2,11x	7,50x	12,45x
Min										0,0x	1,9x	3,2x
Average										1,4x	7,2x	12,4x
Median										0,9x	7,6x	12,1x
Max										11,0x	11,8x	26,3x

Discount lichiditate 30%

Median 0,6x 5,3x 8,5x

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare anuale TEL, Capital IQ

Denegarea responsabilității legale

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

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

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

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

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

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

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

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

Acest raport nu intenționează să fie cuprinzător sau să conțină toate informațiile de care poate avea nevoie un potențial investitor pentru a lua o decizie de investiție. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluări și decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investiție discutată sau recomandată în acest raport poate fi improprie pentru un investitor în funcție de obiectivele specifice de investiție și de poziția financiară a acestuia. Materialele din acest raport sunt informații generale pentru destinatari care înțeleg și își asumă riscurile investițiilor în instrumente financiare.

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

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

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

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

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

Certificarea analistului

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

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

Acest raport a fost întocmit de: Analist financiar – Ioana Sechel.

2. Nicio parte a compensației analistului/analizilor care au pregătit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legată de recomandările sau opiniile specifice exprimate în acest raport.

Raportări BRK Financial Group:

Companie	Simbol	Nota explicativa:
C.N.T.E.E. Translelectrica	TEL	10.

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 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).
- Persoanele implicate în elaborarea prezentului raport nu dețin acțiuni în cazul emitentului.
- BRK Financial Group este market-maker.