

Nuclearelectrica (SNN)

HOLD

Company Update

Preț Țintă: 48,2 lei (+12,2%)

Elemente cheie ale companiei

Nuclearelectrica este a doua cea mai performantă companie de la BVB, de la listare (2013) și până în prezent, oferind un randament anualizat de nu mai puțin de 25,5%, inclusiv dividendele, mult peste randamentul anualizat al indicelui BET de 18,6% în aceeași perioadă. Cea mai mare parte din randament se datorează dividendelor, iar investitorii care nu au avut-o în portofoliu au ratat una dintre cele mai performante companii de la BVB.

Cu toate acestea, întreaga performanță s-a datorat strict ultimilor 4 ani, înainte de 2020 compania chiar subperformând indicele BET. Creșterea prețurilor la energie a fost principalul factor. Profitabilitatea companiei a înregistrat o creștere exponențială, ROE mediu înainte de 2020 fiind de 4,2%, ca apoi să ajungă la 19,4% în medie în ultimii 4 ani. Creșterea tarifului (realizat) la electricitate de la 154,6 lei/MWh la 709,8 lei/MWh a schimbat complet cifrele, compania înregistrând marje de profit de 35,9% în medie în această perioadă.

Pentru următorii 7 ani, situația este cu totul diferită însă. Scăderea și ulterior normalizarea prețurilor la energie (412 lei/MWh estimat), precum și cheltuielile cu investițiile semnificative legate de rețehnologizarea Unității 1 (cost total EUR 1,85 mld.) vor reduce drastic profitabilitatea. ROE mediu estimat pentru perioada 2024 - 2030 va fi doar de 5,6%, fiind impactat de închiderea reactorului 1 în perioada 2027-2029, perioadă în care compania abia va înregistra profit.

În acest caz, va suprap performa SNN indicele BET în următorii 7 ani? Răspunsul este cel mai probabil nu. Evaluarea DCF arată o evaluare justă a companiei, fără upside, impactată de o tendință în scădere a veniturilor ca urmare a normalizării prețurilor la energie, dar și de un CAPEX foarte ridicat în următorii ani, care ajunge până la un maxim de 3 mld. lei în 2026, în condițiile în care EBITDA va fi doar de 1,9 mld. lei în aceeași perioadă. Deși evaluarea prin multipli oferă un upside generos (cel mai mic de 35%) pe întreg panoul de multipli, atât EV/EBITDA, cât și PE, PB și PS fiind sub media companiilor din industrie, acestea produc energie din mai multe surse, au linii de business diferite și o capitalizare mult mai mare, motiv pentru care am acordat o pondere de doar 30% acestei evaluări.

Am evaluat SNN la un preț de 48,2 lei/acțiune (+12,2% upside) ca medie ponderată între evaluarea DCF de 41,9 lei (-2,5%) și evaluarea prin multipli de 62,9 lei (+46,5%), unde am folosit o pondere de 70%, respectiv 30%. SNN se tranzacționează la un forward PE de 9,2x comparativ cu 12,5x pentru companiile similare, cel mai probabil datorită incertitudinilor cu privire la întregul proces de rețehnologizare al Unității 1, care va reduce veniturile la jumătate, dar și al unităților 3 și 4, care necesită un CAPEX de EUR 7 mld. și al cărei finanțări încă nu este definitiv stabilită.

SNN este însă o companie ce oferă mai degrabă perspective pe termen lung și foarte lung, fiind de importanță strategică pentru România în procesul de decarbonizare și contribuind masiv la reducerea cantităților de CO2 emise (aproximativ 5 mil. tone CO2/an/unitate) și la securitatea energetică a țării, energia nucleară asigurând cca. 20% din necesarul de energie intern.

Alex Dodoi, CFA

Head of Research

alex.dodoi@brk.ro

Sectorul Utilități

Date despre acțiuni

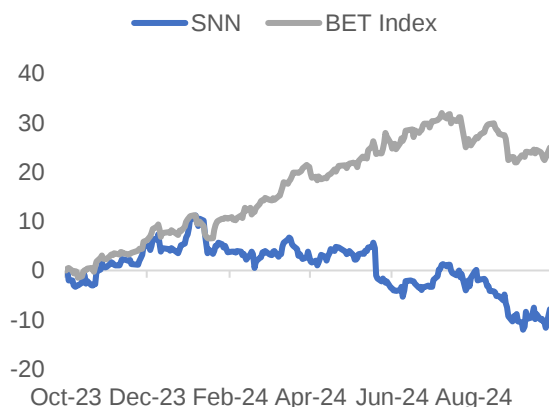
Preț min/max în 52 săpt.	42,55 – 42,90
Dividend pe acțiune	3,716
Număr total acțiuni (mio.)	301,6
Capitalizare (mio. lei)	12,970
Lichiditate 52 săpt. (mio. lei)	434

Structura acționariatului

	%
Pers. juridice	12,87
Pers. fizice	4,63
Ministerul Energiei	82,49

Performanța acțiunilor 1 an

	%
SNN	-9,37
BET Index	24,09



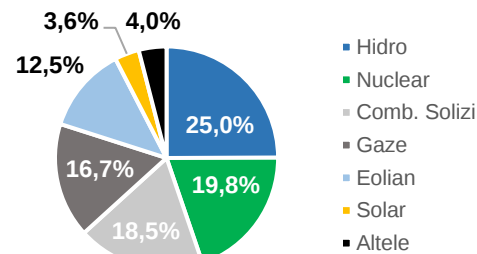
Sursa: Bloomberg

Investment Case

Nuclearelectrica este una dintre cele mai importante companii de stat din România și singurul producător de electricitate ce folosește energie termică nucleară. SNN operează două reactoare nucleare tip CANDU la CNE Cernavodă, care asigură aproximativ 18-20% din producția națională de electricitate și 33% din energia electrică fără emisii de gaze cu efect de seră. Reactoarele evită eliberarea anuală a aproximativ 5 milioane de tone de CO₂, totalizând aproximativ 215 milioane de tone de CO₂ evitate de la punerea în funcțiune a primului reactor.

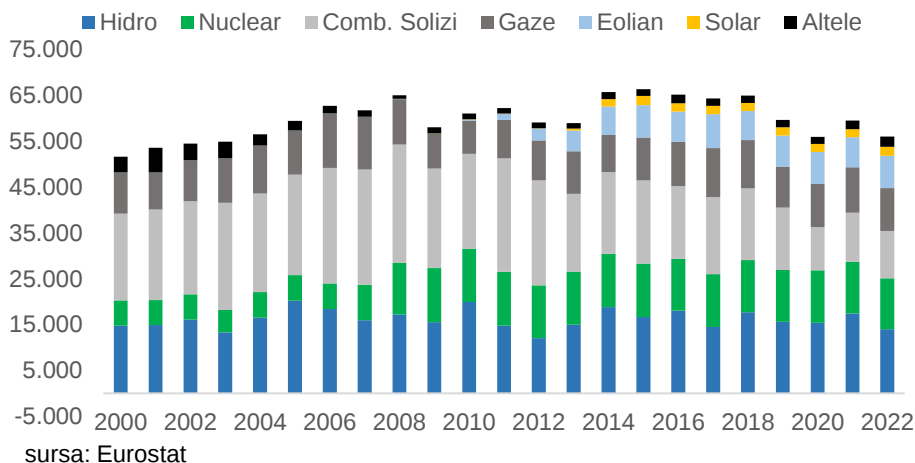
SNN a fost a doua cea mai performantă companie de la BVB (după Banca Transilvania), oferind un randament anualizat de 25,5% de la listare și până în prezent, comparativ cu 18,6% pentru indicele BET. Compania a beneficiat în ultimii 4 ani de creșterea semnificativă a prețurilor la energie, ca urmare a crizei energetice din Europa, prețul mediu realizat la final de 2023 fiind de 709,82 MWh, comparativ cu 222,62 MWh în 2019. Deși SNN a fost obligată să plătească un impozit suplimentar („windfall tax”) prin contribuția la Fondul de Tranziție Energetică, profitabilitatea companiei s-a îmbunătățit semnificativ, ROE mediu în ultimii 4 ani crescând la 19,4% față de 4,2% în perioada anterioară 2020. Marja netă a crescut de asemenea, la 35,9% față de 15,1% anterior, în timp ce marja EBITDA a înregistrat o medie de 50,6%. Profitul net al companiei a fost în 2023 de 2.751 mil. lei, comparativ cu doar 564 mil. în 2019, o creștere de 388%, ceea ce a permis acordarea de dividende semnificative, ce au avut o contribuție majoră la randamentul anualizat de 25,5%. Fără dividende, randamentul anualizat ar fi fost doar de 13,5%, capacitatea companiei de a acorda dividende generoase fiind cheia în performanța relativă față de indicele BET.

Mix Energie Electrică
România



sursa: Eurostat

Producția Totală de Energie Electrică (GWh)



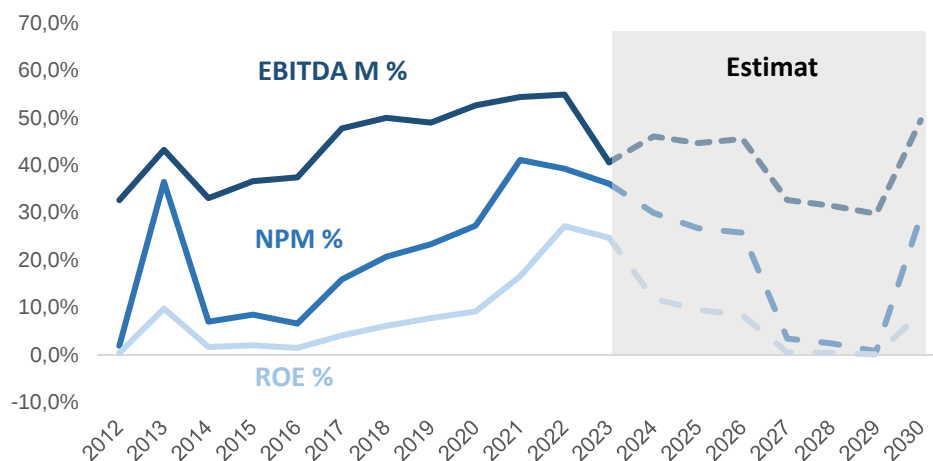
Începând din 1 ianuarie 2023, SNN este obligată să vândă parte din energia electrică produsă în cadrul Mecanismului de achiziție centralizată (MACEE), instituit prin OUG nr. 152/2022, către Operatorul Pieței de Energie Electrică și de Gaze Naturale (OPCOM), la prețul fix de 450 lei/MWh, și începând cu 1 aprilie 2024, la 400 lei/MWh. În plus, pentru cantitatea de energie vândută pe piața concurențială ce depășește acest preț, SNN trebuie să plătească o taxă de 100%, limitând efectiv orice avantaj potențial ca urmare a unei eventuale creșteri a prețurilor.

În contextul normalizării prețurilor la energie, atât pe plan extern, cât și intern, estimăm o scădere a veniturilor în următorii 3 ani, cu 38,4% în 2024, urmată de o scădere de cca. 4,1% în următorii doi ani. În plus, oprirea Unității 1 pentru retehnologizare în perioada 2027-2029,

când veniturile companiei vor înregistra o înjumătățire, va schimba complet profitabilitatea companiei și capacitatea de a acorda dividende.

În următorii 7 ani, estimăm un ROE mediu de 5,6% și o marjă netă de 16,9%, profitul net fiind marginal pozitiv în perioada 2027-2029, ceea ce va duce la un randament al dividendului neglijabil (cca. 0,3%). Costurile ridicate pentru re tehnologizarea Unității 1 vor duce la un FCFF negativ în perioada 2025-2026, proces cheie în menținerea cantității de energie livrate de către SNN la aproximativ 10,5 TWh pentru următorii 30 de ani.

Evoluția marjelor SNN



sursa: SNN, calcule proprii

Proiecte de investiții în derulare

SNN are în derulare trei proiecte majore de investiții, menite să asigure continuitatea companiei și producerea de energie electrică dincolo de 2030. Costurile cu proiectele de investiții sunt semnificative și vor avea un impact direct asupra profitabilității companiei și a capacității de a acorda dividende.

1. Proiectul re tehnologizării Unității 1 de la CNE Cernavodă:

Proiectul de re tehnologizare al Unității 1 de la Centrala Nucleo-Electrică Cernavodă reprezintă un proiect strategic major pentru SNN și are ca scop prelungirea duratei de viață a reactorului nuclear cu încă 30 de ani după anul 2029. Unitatea 1, cu o putere instalată de aproximativ 700 MWe, contribuie la aproximativ 10% din producția totală de energie electrică a României și la 18% din energia curată produsă la nivel național. De la punerea sa în funcțiune în 1996, Unitatea 1 a evitat eliberarea a aproximativ 5 milioane de tone de CO2 pe an.

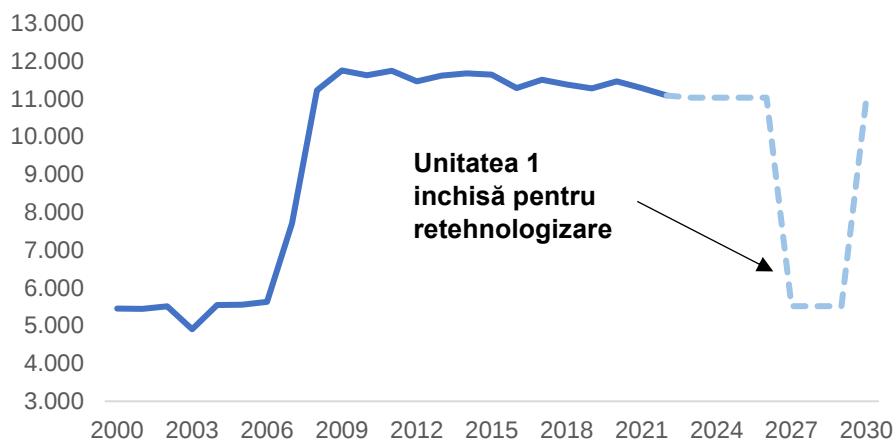
Costul re tehnologizării este estimat la cca. 9,2 mld. lei, compania estimând nivelul cheltuielilor de investiții pentru 2024 la 1,6 mld. lei, din care 848 mil. reprezintă cheltuieli legate de Unitatea 1.

(mii lei)	2024	2025	2026
Ch Investitii - Total	1.664.862	2.728.192	3.058.939
CNE Cernavoda	1.092.696	2.097.487	2.818.604
Re tehnologizarea U1	848.138	1.489.344	2.410.824

sursa: SNN

În anul 2026, conform estimărilor companiei, cheltuielile legate de re tehnologizare vor ajunge la cca. 2,4 mld. lei, într-un cost total legat de investiții de cca. 3,05 mld. lei. În estimarea CAPEX pentru evaluarea DCF am folosit prognoza companiei privind cheltuielile de investiții, iar pentru următorii 4 ani am estimat o normalizare a acestora până la o medie de 482 mil. lei.

Producția Totală de Energie Electrică - Nuclear (GWh)



sursa: Eurostat, calcule proprii

2. Construcția Unităților 3 și 4 de la CNE Cernovodă:

Proiectul extinderii cu Unitățile 3 și 4 va adăuga o capacitate suplimentară de 1.400 MWe și va contribui la atingerea obiectivelor de decarbonare, evitând emisia a 20 de milioane de tone de CO₂ anual (cumulat pentru cele 4 unități).

Proiectul Unităților 3 și 4 a fost demarat oficial în anul 2009, prin înființarea filialei Energonuclear S.A., însă a întâmpinat multiple întâzieri și schimbări ale structurii de finanțare și parteneriatelor internaționale. Un acord interguvernamental esențial pentru continuarea proiectului a fost parafat între România și SUA în 2020, facilitând reluarea procesului de construcție.

În anul 2021, proiectul a trecut în Etapa I, care a inclus re-operationalizarea Energonuclear S.A., contractarea serviciilor de inginerie și revizuirea documentațiilor tehnice și de securitate nucleară. Candu Energy a fost desemnată drept autoritate de proiectare a unităților și responsabilă pentru actualizarea structurii și tehnologiilor.

Etapa II (2024-2026) se concentrează pe lucrări preliminare și obținerea aprobărilor necesare, inclusiv autorizațiile de securitate nucleară și o opinie favorabilă din partea Comisiei Europene. Etapa III este faza de construcție, programată să înceapă în 2026, cu finalizarea și conectarea Unității 3 la rețea în 2030 și a Unității 4 în 2031.

Cheltuielile legate de construcția Unităților 3 și 4 nu le-am inclus în model, acestea fiind estimate la cca. 34,9 mld. lei (7 mld. euro), cheltuieli majore a căror sursă de finanțare încă nu a fost stabilită. Proiectul se află în Etapa II și deocamdată a primit de la US Exim Bank două scrisori de interes pentru finanțarea serviciilor tehnice pre-proiect (USD 50 mio.) și a serviciilor de inginerie și management de proiect (USD 3 mld.).

Deși proiectul asigură o dublare a energiei electrice livrate de SNN, obținerea finanțării este critică pentru demararea construcțiilor, finanțare ce va include un mix de alternative, inclusiv

acordarea garanțiilor de stat finanțatorilor proiectului. Până la concretizarea acestor surse, proiectul prezintă un risc semnificativ de întârzieri, cu riscuri atât în subestimarea necesarului de finanțare, cât și în perioada de timp necesară construirii unităților. Prin urmare, am optat să nu includ în evaluare cheltuielile și veniturile generate de acest proiect, al cărui impact asupra veniturilor va fi dincolo de 2030.

3. Proiectul SMR (Small Modular Reactors):

Proiectul SMR de la Doicești prevede instalarea a șase reactoare modulare mici, fiecare având o capacitate de 77 MWe, însumând un total de 462 MWe. Această capacitate va fi suficientă pentru a furniza energie curată către aproximativ 300.000 de gospodării, contribuind la reducerea emisiilor de CO₂ cu aproximativ 4 milioane de tone pe an. Proiectul face parte din eforturile României de a înlocui capacitățile energetice pe bază de cărbune cu surse curate și sustenabile, precum și de a asigura securitatea energetică națională și tranziția către energie verde.

SMR-urile, fiind mai mici și mai flexibile decât reactoarele tradiționale, permit o adaptare mai bună la cerințele locale și sunt ideale pentru integrarea în rețele energetice descentralizate. În România, centrala SMR va fi amplasată la Doicești, județul Dâmbovița, pe locul unei foste centrale pe cărbune, oferind astfel o soluție de reutilizare a infrastructurii existente și contribuind la regenerarea economică a zonei.

Proiectul se află în faza de planificare și evaluare tehnică, cu primele studii de fezabilitate și inginerie demarate în 2023. Prima etapă a proiectului a fost finanțată printr-un grant de 14 milioane USD oferit de Agenția SUA pentru Comerț și Dezvoltare (USTDA). Construcția efectivă este planificată să înceapă în a doua parte a deceniului, cu obiectivul de a conecta primul reactor SMR la rețeaua națională de energie până la finalul anilor 2030.

În 2023, s-au făcut progrese prin aprobarea de către Comisia Națională pentru Controlul Activităților Nucleare (CNCAN) a documentelor necesare pentru demararea studiilor de proiectare și inginerie. De asemenea, Statele Unite și parteneri internaționali și-au exprimat interesul de a finanța proiectul cu până la 275 mil. USD, în timp ce US Export-Import Bank și International Development Finance Corporation (DFC) au emis scrisori de interes pentru finanțarea potențială de până la 3 mld. USD.

Proiectul prezintă însă mai multe "red-flags". Compania americană NuScale Power, care dezvoltă reactoarele modulare SMR, a întâmpinat mai multe probleme de finanțare, acționarul majoritar Kenwood Group fiind investigat în 2011 de SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) pentru fraudă. Ulterior, după obținerea unei finanțări de la Fluor Corporation, o companie multinațională americană specializată în inginerie și construcții, proiectul principal pentru SMR al NuScale Power a fost anulat din cauza depășirii costurilor de proiect. Proiectul inițial prevedea construirea a 12 reactoare de tip SMR, cu un total de 570 MWe, la un cost de 3 mld. USD, iar prețul estimat pentru electricitatea produsă ar fi fost de 58 USD/MWh. Ulterior, costul proiectului a fost reevaluat la 9,3 mld. USD pentru doar 462 MWe și un cost al energiei electrice produse de 89 USD/MWh. Creșterea prețurilor la materii prime, ca urmare a inflației în creștere în SUA, precum și a creșterii costurilor de finanțare, au fost printre principalele motive pentru depășirea bugetului planificat inițial.

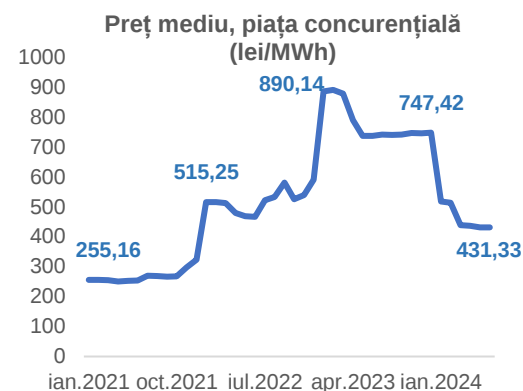
Costurile pentru proiectul din România au fost estimate la 4,9 mld. euro, declarațiile oficiale de la Ministerul Energiei indicând că acest cost ar fi cu 40% mai mic decât cel din SUA, datorită amplasării proiectului pe fosta centrală termică de la Doicești. Conform dezvoltatorului proiectului, estimarea are un caracter preliminar, cu o marjă de subestimare de 20%-50% și una de supraestimare de 15%-30%.

Stadiul incipient al proiectului, precum și eventualele probleme de finanțare pe care le-ar putea întâmpina în continuare NuScale Power, ne înclină să credem că proiectul prezintă o probabilitate scăzută de implementare și, astfel, nu l-am inclus în estimările viitoare.

Rezultate la S1 în scădere

În prima jumătate a acestui an, SNN a raportat o scădere a veniturilor totale de 43,8%, ajungând la 2.132 mil. lei față de 3.792 mil. lei în aceeași perioadă a anului anterior. Scăderea s-a datorat vânzării unei cantități mai mici de energie electrică (-3,0%), dar și scăderii prețului mediu ponderat realizat de companie (-43,4%).

Cantitatea de energie electrică vândută, în scădere de la 4.792 GWh, comparativ cu 4.940 GWh în S1 2023, s-a datorat volumelor mai mici de energie electrică vândute pe piața concurențială, unde compania a marcat o scădere de 31,7%. Mai bine de jumătate din volum (59%) a fost vândut pe piața reglementată (MACEE), unde tariful a fost ajustat la 400 lei/MWh începând cu 1 aprilie 2024. Prețul realizat pe piața concurențială a fost de 367,9 lei/MWh, cu 62,1% mai jos comparativ cu aceeași perioadă a anului anterior. Scăderea prețurilor pe piața concurențială a fost cauzată de normalizarea prețurilor la energie, dar și de scăderea cererii totale în condițiile încetării activității din sectorul industrial.



sursa: OPCOM

Vanzari energie electrica (mii lei)	S1 2023	S1 2024	%
Piata Reglementata / MACEE	948.593	1.264.627	33,3%
Piata Concurentiala	2.746.369	711.684	-74,1%
Piata Echilibrare	5.532	53.536	867,7%
TOTAL	3.710.662	2.029.847	-45,3%

Cantitati energie electrica (MWh)	S1 2023	S1 2024	%
Piata Reglementata / MACEE (MWh)	2.107.985	2.817.074	33,6%
Piata Concurentiala (MWh)	2.832.703	1.934.618	-31,7%
Piata Echilibrare (MWh)	17.084	40.496	137,0%
TOTAL MWh	4.940.688	4.792.188	-3,0%

Preturi energie electrica (lei/MWh)	S1 2023	S1 2024	%
Piata Reglementata / MACEE (lei/MWh)	450,0	448,9	-0,2%
Piata Concurentiala (lei/MWh)	969,5	367,9	-62,1%
Piata Echilibrare (lei/MWh)	323,9	1.322,0	308,2%
Pret Mediu lei/MWh	747,9	423,6	-43,4%

sursa: SNN, calcule proprii

Prin urmare, contribuția la Fondul de Tranziție Energetică a scăzut semnificativ, ajungând în S1 2024 la doar 6,4 mil. lei, comparativ cu 1.461 mil. lei în anul anterior. Costurile cu energia electrică achiziționată s-au majorat semnificativ, la 121,7 mil. lei, ca urmare a costurilor mai mari pe piața de echilibrare și a opririlor neplanificate ale ambelor reactoare.

Astfel, EBITDA a scăzut cu doar 28,4%, până la 1.162 mil. lei, față de 1.623 mil. în S1 2023. Pe ultimele 12 luni, EBITDA a ajuns la 2.635 mil. lei, în scădere cu doar 14,9%, însă per total an, ne așteptăm la o scădere de 30% pe fondul prețurilor de vânzare mai mici.

Profitul net în primele 6 luni a scăzut la 815 mil. lei, cu 36,4% față de anul anterior, iar pe ultimele 12 luni (TTM) scăderea a fost de doar 25,1%.

(consolidat, mii lei)	S1 2023	S1 2024	%
Vanzari energie	3.714.882	2.033.513	-45,3%
Alte venituri	77.950	99.143	27,2%
Total Venituri	3.792.832	2.132.656	-43,8%
Cheltuieli cu personalul	-302.134	-371.663	23,0%
Costul energiei electrice achiz.	-14.079	-121.750	764,8%
Reparatii si mentenanta	-33.211	-38.262	15,2%
Cheltuieli cu transportul energiei	-15.694	-18.169	15,8%
Cheltuieli cu piese de schimb	-13.158	-16.837	28,0%
Costul cu combustibilul nuclear	-79.399	-89.055	12,2%
Contrib Fondul de Tranzitie	-1.461.691	-6.493	-99,6%
Alte cheltuieli din exploatare	-250.185	-308.215	23,2%
EBITDA	1.623.280	1.162.212	-28,4%
Depreciere si amortizarea	-316.129	-331.916	5,0%
EBIT	1.307.151	830.295	-36,5%
Cheltuieli financiare	-13.650	-20.304	48,7%
Venituri financiare	223.335	170.857	-23,5%
Rezultat financiar	209.685	150.554	-28,2%
Profit brut	1.516.836	980.849	-35,3%
Alte elemente	88	-140	-259,8%
Impozit pe profit	-233.130	-164.736	-29,3%
Profitul Net	1.283.793	815.973	-36,4%

sursa: SNN, calcule proprii

Per total, în anul 2024, estimăm o contracție de 38,4% a veniturilor totale, cauzată în principal de scăderea semnificativă a prețurilor la electricitate pe piața concurențială. Deși legislația actuală prevede că vânzările pe piața reglementată la 400 lei/MWh să continue până în martie 2025, ne așteptăm ca re-liberalizarea pieței energiei să fie din nou amânată cu un an.

Deși în scădere, prețurile pe piața concurențială rămân în continuare peste nivelul din 2021, când prețul mediu realizat de SNN era de 284,6 lei/MWh. Liberalizarea în contextul în care prețurile rămân peste 400 lei/MWh va crește costurile cu energia, ceea ce ar putea pune din nou presiune pe rata inflației, motiv pentru care considerăm că aceasta va fi amânată.

Evaluarea Companiei

Evaluăm compania la un preț de 48,2 lei/acțiune, ca medie ponderată între evaluarea DCF de 41,9 lei/acțiune și cea prin multiplii de preț de 62,9 lei/acțiune.

Ponderea evaluării prin multiplii a fost ajustată la 30%, întrucât companiile similare din domeniu nu sunt complet comparabile, având mai multe linii de business și producând energie din mai multe surse.

Evaluarea DCF

În evaluarea DCF am presupus închiderea Unității 1 în perioada 2027 – 2029, ceea ce va reduce la jumătate veniturile SNN, urmată de o repornire a acesteia în 2030. Contribuția la Fondul de Tranziție Energetică am estimat-o până în 2026, unde am presupus amânarea re-liberalizării pieței cu încă un an și menținerea plafonului de preț pe piața reglementată la 400 lei/MWh.

Capex în următorii trei ani a fost calculat folosind estimările companiei, cu 1,66 mld. lei în 2024, ajungând până la 3,05 mld. în 2026. În anii următori am estimat un Capex normalizat, în medie de 482 mil. lei pe an, neluând în considerare eventuale cheltuieli legate de construcția Unităților 3 și 4.

Principalele ipoteze folosite în estimare:

- Costul ponderat al capitalului (WACC) de 12,2% folosit pe întreg intervalul de prognoză, cu un cost al capitalului propriu (cost of equity) de 14,06% și un cost al datoriei de 5,8%;
- Prima de risc de piață de 8,8%, estimată folosind randamentul pe termen lung al indicelui BET și randamentul titlurilor de stat din România pe 10 ani;
- Beta levered de 0,8 estimat din regresie simplă față de indicele BET, pe întreg istoricul companiei;
- D/E de 25%, în linie cu istoricul companiei;
- Valoarea terminală estimată prin modelul Gordon Growth folosind o rată de creștere de 3% și costul ponderat al capitalului.

Estimări model DCF

(mii lei)	Raportat	Raportat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat
DCF Model	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
Cifra de afaceri	6.534.129	7.618.434	4.695.562	4.524.661	4.322.308	2.201.649	2.179.632	2.136.039	4.186.637
% growth	103,9%	16,6%	-38,4%	-3,6%	-4,5%	-49,1%	-1,0%	-2,0%	96,0%
EBITDA	3.588.486	3.096.318	2.166.068	2.021.330	1.968.640	719.798	685.978	636.052	2.072.657
EBITDA margin	54,9%	40,6%	46,1%	44,7%	45,5%	32,7%	31,5%	29,8%	49,5%
EBIT	2.983.050	2.464.368	1.495.797	1.357.762	1.311.708	69.435	42.119	-1.368	1.441.611
EBIT margin	45,7%	32,3%	31,9%	30,0%	30,3%	3,2%	1,9%	-0,1%	34,4%
Tax Rate	-13,4%	-12,5%	-16,0%	-16,0%	-16,0%	-16,0%	-16,0%	-16,0%	-16,0%
EBIT*(1- Tax Rate)	3.383.456	2.773.419	1.735.124	1.575.004	1.521.581	80.545	48.858	(1.587)	1.672.268
D&A	-605.437	-631.950	-670.271	-663.568	-656.932	-650.363	-643.859	-637.421	-631.047
WCC	149.524	185.853	164.345	158.363	151.281	77.058	76.287	74.761	146.532
CAPEX	491.550	1.481.082	1.664.862	2.728.192	3.058.939	440.330	435.926	427.208	627.996
FCFF	3.347.819	1.738.434	576.188	-647.983	-1.031.706	213.520	180.504	133.864	1.528.787
discount factor			0,89	0,79	0,71	0,63	0,56	0,50	0,45
NPV FCFF			513.457	-514.568	-730.088	134.648	101.434	67.035	682.222

PV FCFF	254.139
PV Valoare Terminala	8.782.178
Rată Creștere Terminala	3,0%
Valoarea firmei	9.036.317
Datorii Nete	-3.608.519
Valoare Capitaluri Proprii	12.644.835
Numar actiuni	301.644
Pret/actiune	41,92
Pret piata	43
Upside/Downside	-2,51%

Analiza de senzitivitate

		Rata de creștere reziduală				
		2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
Rata de actualizare (WACC)	13,00%	37,5	38,9	40,5	42,2	44,1
	12,20%	38,8	40,3	42,0	43,8	45,8
	12,00%	39,2	40,7	42,3	44,2	46,3
	11,00%	41,0	42,6	44,4	46,3	48,5

Evaluarea prin Multiplii de preț

Evaluăm SNN la un preț de 62,9 lei/acțiune (+46,5% upside), ca medie între evaluarea prin EV/EBITDA, PE și PB, și PS folosind media multiplilor de preț a 11 companii din sectorul utilități, cu o capitalizare medie de 30,3 mld. euro.

SNN se tranzacționează la un forward PE de 9,2x, sub media din eșantionul de companii din industrie de 12,5x. Compania rămâne în continuare ieftină, tranzacționându-se cu discount, deși ROE-ul mediu istoric este sub ROE-ul median din industrie.

Companie	Tara	Capitalizare (EUR M)	BETA	ROE 5Y	ROA	NIM	EBITDA M	EV/EBITDA	PE	PB	PS
Iberdrola sa	ES	87.540	0,75	10,3%	3,5%	9,8%	34,7%	8,97	16,56	1,89	1,92
Sse plc	GB	24.164	0,88	5,6%	6,2%	11,3%	32,1%	8,59	16,89	2,19	1,93
Enel spa	IT	71.126	1,00	19,6%	2,6%	7,0%	26,5%	6,55	10,37	2,09	0,86
Verbund ag	AT	25.570	0,89	18,2%	10,2%	24,9%	43,8%		12,46	2,75	3,34
Edp sa	PT	16.301	0,73	5,6%	2,3%	3,8%	34,0%	7,60	14,59	1,43	1,08
Endesa	ES	20.471	0,76	28,1%	1,6%	3,2%	16,3%	7,77	28,11	2,70	0,90
Bkw ag	CH	8.474	0,59	10,7%	4,5%	10,8%	23,2%	9,16	15,69	1,63	1,86
Fortum oyj	FI	12.593	1,03	34,2%	7,0%	21,8%	28,6%	7,36	10,69	1,49	1,98
Hidroelectrica	RO	11.355	0,41		19,5%	54,0%	63,1%	8,25	10,63	2,64	5,47
Cez as	CZ	18.186	0,46	15,8%	3,4%	10,1%	39,5%	4,59	12,53	1,96	1,40
Engie	FR	37.491	0,95	9,4%	2,6%	6,1%	16,1%	5,72	12,17	1,15	0,51
Medie		30.297	0,77	15,7%	5,8%	14,8%	32,5%	7,46	14,61	1,99	1,93
Mediana		20.471	0,76	13,3%	3,5%	10,1%	32,1%	7,68	12,53	1,96	1,86

sursa: BBG, calcule proprii

2024e	SNN	Industria
PE	9,23	12,53
EV/EBITDA	4,35	7,68
PB	1,04	1,96
PB ROE adj.	1,47	1,47
ROE	10,0%	13,3%
PS	2,76	1,86
PS adj.	4,22	4,22
NPM	23,0%	10,1%

sursa: BBG, calcule proprii

	2024e	+/-
Target Price @ EV/EBITDA	67,15	56,2%
Target Price @ P/E	58,38	35,8%
Target Price @ P/B	60,75	41,3%
Target Price @ P/S	65,64	52,6%
Target Price Mediu	62,98	
Upside/Downside	46,5%	

sursa: BBG, calcule proprii

Situații financiare și estimări

	Raportat	Raportat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat
(mii lei, consolidat)	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
Cifra de afaceri	6.534.129	7.618.434	4.695.562	4.524.661	4.322.308	2.201.649	2.179.632	2.136.039	4.186.637
Cheltuieli energie, combustibil	-687.876	-314.381	-516.512	-542.959	-561.900	-220.165	-217.963	-213.604	-460.530
Rezultat Brut	5.846.254	7.304.053	4.179.050	3.981.702	3.760.408	1.981.484	1.961.669	1.922.436	3.726.107
Cheltuieli cu salariile	-561.122	-796.253	-812.178	-844.665	-870.005	-887.405	-905.153	-923.256	-941.722
Alte cheltuieli	-611.631	-787.862	-845.201	-859.686	-864.462	-374.280	-370.537	-363.127	-711.728
Cheltuieli cu fondul de tranziție	-1.085.014	-2.623.619	-355.604	-256.021	-57.301				
EBITDA	3.588.486	3.096.318	2.166.068	2.021.330	1.968.640	719.798	685.978	636.052	2.072.657
Amortizare și deprecieri	-605.437	-631.950	-670.271	-663.568	-656.932	-650.363	-643.859	-637.421	-631.047
EBIT	2.983.050	2.464.368	1.495.797	1.357.762	1.311.708	69.435	42.119	-1.368	1.441.611
Cheltuieli financiare	-31.799	-34.849	-46.956	-36.197	-34.578	-11.008	-10.898	-10.680	-20.933
Venituri financiare	239.237	413.193	216.158	108.079	43.232	27.792	28.070	28.350	28.634
Profit brut	3.190.487	2.842.712	1.664.999	1.429.644	1.320.361	86.219	59.290	16.302	1.449.311
Impozit pe profit	-428.250	-356.498	-266.400	-228.743	-211.258	-13.795	-9.486	-2.608	-231.890
Alte ajustări	-197.390	269.239	9.391	9.049	8.645	4.403	4.359	4.272	8.373
Profit Net	2.564.847	2.755.453	1.407.990	1.209.950	1.117.748	76.827	54.163	17.965	1.225.795
Alte elemente rezultat global	1.745	-3.717	-2.291	-2.207	-2.109	-1.074	-1.063	-1.042	-2.043
Rezultat Net	2.566.592	2.751.736	1.405.699	1.207.742	1.115.639	75.753	53.100	16.923	1.223.752

	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
GPM	89,5%	95,9%	89,0%	88,0%	87,0%	90,0%	90,0%	90,0%	89,0%
EBITDA M	54,9%	40,6%	46,1%	44,7%	45,5%	32,7%	31,5%	29,8%	49,5%
EBIT M	45,7%	32,3%	31,9%	30,0%	30,3%	3,2%	1,9%	-0,1%	34,4%
NPM	39,3%	36,1%	29,9%	26,7%	25,8%	3,4%	2,4%	0,8%	29,2%
ROE	27,2%	24,7%	11,8%	9,5%	8,4%	0,6%	0,4%	0,1%	8,8%
ROA	24,0%	22,1%	10,2%	7,6%	6,7%	0,4%	0,3%	0,1%	7,0%
SPS	21,1	24,7	15,6	15,0	14,3	7,3	7,2	7,1	13,9
EPS	9,2	8,2	4,7	4,0	3,7	0,3	0,2	0,1	4,1
BVS	34,9	38,9	41,2	43,2	45,1	45,2	45,3	45,3	47,3
DPS	4,3	3,7	2,3	2,0	1,8	0,1	0,1	0,0	2,0

	31-Dec-22	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
Vanzari energie electrica (mii lei)	6.360.780	7.455.319	4.625.129	4.456.791	4.257.473	2.168.624	2.146.938	2.103.999	4.123.838
Piata Reglementata / MACEE (RON)	0	2.222.510	2.252.250	2.184.000	2.184.000	0	0	0	0
Piata Concurentiala (RON)	6.332.359	5.211.277	2.359.004	2.259.421	2.060.701	2.162.118	2.140.497	2.097.687	4.111.466
Piata Echilibrare (RON)	28.421	21.532	13.875	13.370	12.772	6.506	6.441	6.312	12.372

		31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
Cantitati energie electrica (MWh)								
Piata Reglementata / MACEE (MWh)		4.938.911	5.460.000	5.460.000	5.460.000	0	0	0
Piata Concurentiala (MWh)	10.513.116	5.520.334	5.008.500	5.008.500	5.008.500	5.234.250	5.234.250	10.468.500
Piata Echilibrare (MWh)	40.798	43.892	31.500	31.500	31.500	15.750	15.750	31.500

		31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30
Preturi energie electrica (lei/MWh)								
Piata Reglementata / MACEE (lei/MWh)		450	412,5	400,0	400,0			
Piata Concurentiala (lei/MWh)	602,33	944,01	471,0	451,1	411,4	413,1	408,9	400,8
								392,7

sursa: SNN, calcule BRK

Denegarea responsabilității legale

Sistem de recomandări:

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

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

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

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

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

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

Acest document a fost întocmit de către SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor săi. Acest material are doar un scop informativ și nu reprezintă o recomandare de 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 contrapartida, riscul de faliment al emitentului și riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, prețului sau veniturilor generate de produsul financiar descris în acest document.

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

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

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

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

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

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

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

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

Certificarea analistului

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

Acest raport a fost întocmit de:

Analist

Alex Dodoi

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

Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica explicativa nr.	nota
Nuclearelectrica	SNN	5, 7, 11	

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