

**C.N.T.E.E. Transelectrica (TEL)**
**Menținere**
**Flash Note – Rezultate la 9L 2024**
**Preț țintă: 35,9 lei (-8,2%)**
**Profit net în creștere, sancțiuni de la ASF**
**Alex Dodoi, CFA**
**Head of Research**

alex.dodoi@brk.ro

- **Transelectrica a raportat un profit net la 9 luni de 410 mio. lei, în creștere cu 98,7% față de aceeași perioadă a anului precedent și peste estimările noastre de 343 mio. lei.** Creșterea a venit pe fondul îmbunătățirii veniturilor din serviciul de transport (+3,8%) în contextul creșterii cantității de energie tarifată (+2,3%), al veniturilor din capitalizarea CPT, dar și al unor venituri.
- **Veniturile din segmentul cu profit permis au crescut cu 16% față de aceeași perioadă a anului anterior, până la 1.745 mio. lei.** Dintre acestea, veniturile din tarif reglementat au fost de 1.200 mio. lei, în creștere cu 5,5% față de aceeași perioadă a anului anterior, în condițiile creșterii cantității de energie electrică tarifată la 38,32 TWh, față de 37,44 TWh anterior (+2,3%), precum și al tarifului aprobat de ANRE (+3,1%).
- **Veniturile din alocarea capacității de interconexiune au scăzut cu 25,8%, de la 255 mio. lei în 2023 la 189 mio. lei,** un segment de venituri volatil, influențat în principal de cererea pentru capacitate de interconexiune, ce variază în funcție de prețurile la energie pe bursele din Europa.
- **În data de 18 noiembrie, Transelectrica a notificat investitorii cu privire la primirea unei sancțiuni de la ASF (avertisment) legată de modalitatea de capitalizare a cheltuielilor suplimentare cu CPT în activele imobilizate necorporale.** Autoritatea a precizat că modalitatea de recunoaștere a costului suplimentar cu CPT nu este conformă cu standardele IFRS și a cerut retratarea situațiilor financiare consolidate aferente exercițiului financiar 2024. Reamintim că, începând cu 30 septembrie 2022, Transelectrica a capitalizat trimestrial costurile suplimentare cu achiziția de energie electrică în vederea acoperirii CPT față de costurile incluse în tarifele reglementate, acestea fiind amortizate pentru o perioadă de 5 ani, în linie cu reglementările în vigoare (OUG 119/2022). Valoarea contabilă a imobilizărilor necorporale rezultate din capitalizarea CPT-ului suplimentar este de 265,1 mio. lei net, cu o valoare brută de 401,5 mio. lei și amortizare aferentă de 136,4 mio. lei pentru întreaga perioadă 2022-2024. Pe lângă ajustarea activelor imobilizate în jos, impactul relevant este o cheltuială cu amortizarea mai mică cu 72,5 mio. lei anual, începând cu 2024.
- **Prin urmare, am ajustat în jos nivelul cheltuielilor cu amortizarea în modelul nostru DCF cu această sumă pe întreg intervalul de prognoză.** Prețul țintă se modifică astfel de la 44,2 lei/acțiune la 35,9 lei/acțiune (-18,8%), iar tariful estimat pentru această perioadă se modifică, în medie, cu 3,7% mai jos.

**Sector: Utilități**
**Date despre acțiuni**

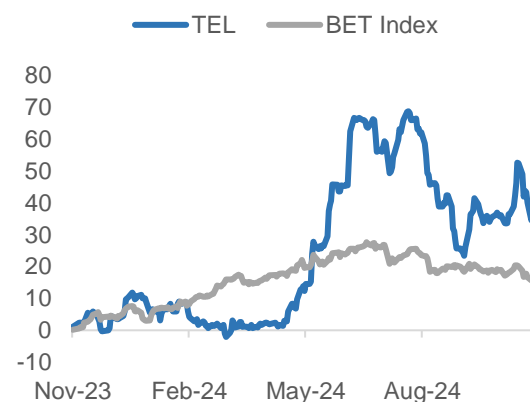
Preț min/max în 52 săpt.	28,0 – 49,65
Dividend pe acțiune	0,28
Număr total acțiuni (mio.)	73.303
Capitalizare (mio. lei)	2.928.460
Lichiditate 52 săpt. (mio. lei)	144.356

**Structura acționariatului**

	%
Statul Român	58,68
Persoane juridice	34,5
Persoane fizice	6,8

**Performanța acțiunilor 1 an**

	%
TEL	35,8
BET Index	15,7



sursa: Bloomberg

## Rezultate la 9L 2024

Pe partea de cheltuieli, cheltuielile cu personalul au marcat o creștere de 17,8%, de la 242,5 mio. lei la 285,6 mio. lei, în timp ce cheltuielile cu amortizarea au crescut cu 4,5%, până la 263 mio. lei. În costurile cu amortizarea au fost incluse și cheltuielile cu amortizarea CPT suplimentar, în valoare de 54,4 mio. lei (față de 50,7 mio. anterior). Totalul cheltuielilor operaționale a crescut cu 12,0%, până la 1.321 mio. lei, fiind influențate și de creșterea cheltuielilor de operare a sistemului cu 8,0%.

EBITDA a crescut cu 20,0%, până la 687 mio. lei, față de 573 mio. în aceeași perioadă a anului anterior, însă marja EBITDA a scăzut la 11,1% (vs. 17,3%). Profitul net al companiei aproape s-a dublat, de la 206,5 mio. lei în 2023, la 410,4 mio. în primele nouă luni ale acestui an, fiind influențat și de un rezultat financiar net în creștere de 4x, până la 16,5 mio. lei.

(mii lei, situatii individuale)	30-Sep-23	30-Sep-24	%
<b>Total venituri</b>	<b>3.308.305</b>	<b>6.170.561</b>	<b>86,5%</b>
Venituri din serviciul de transport	1.438.903	1.493.477	3,8%
Venituri din servicii de sistem	291.901	474.185	62,4%
Venituri din piata de echilibrare	1.532.048	4.012.865	161,9%
Alte venituri	45.454	190.034	318,1%
<b>Total cheltuieli din exploatare</b>	<b>(3.077.640)</b>	<b>(5.739.018)</b>	<b>86,5%</b>
Cheltuieli pentru operarea sistemului	(469.570)	(508.435)	8,3%
Cheltuieli privind piata de echilibrare	(1.531.820)	(4.011.906)	161,9%
Cheltuieli servicii de sistem tehnologic	(362.649)	(406.028)	12,0%
Amortizare	(252.047)	(263.310)	4,5%
Cheltuieli cu personalul	(242.558)	(285.650)	17,8%
Reparatii si mentenanta	(72.491)	(84.431)	16,5%
Cheltuieli cu materiale consumabile	(5.909)	(5.250)	-11,1%
Alte cheltuieli din exploatare	(140.597)	(174.008)	23,8%
<b>Profit din exploatare</b>	<b>230.665</b>	<b>431.543</b>	<b>87,1%</b>
Venituri financiare	31.974	22.803	-28,7%
Cheltuieli financiare	(28.641)	(6.342)	-77,9%
<b>Rezultat financiar net</b>	<b>3.332</b>	<b>16.461</b>	<b>394,0%</b>
<b>Profit inainte de impozitul pe profit</b>	<b>233.997</b>	<b>448.004</b>	<b>91,5%</b>
Impozit pe profit	(27.467)	(37.591)	36,9%
<b>Profitul exercitiului</b>	<b>206.530</b>	<b>410.413</b>	<b>98,7%</b>

sursa: TEL, calcule proprii

Consumul intern net de energie electrică în primele nouă luni ale anului a fost de 39,1 TWh, cu 2,6% mai mare față de perioada similară a anului anterior. Importurile au crescut la 6,4 TWh (+88%), în timp ce exporturile au însumat 5,1 TWh (-17,7%).

Începând cu luna aprilie, România a avut un deficit de energie electrică și a fost nevoită să importe energie ca urmare a unei hidraulicități scăzute, dar și datorită producției sub estimări, centrala nucleară de la Cernavodă înregistrând mai multe opriri la reactorul 1, programate și neprogramate.

## Evaluarea DCF

Evaluăm compania la un preț de 35,9 lei/acțiune pe baza metodei DCF (-8,2% upside). Principalele ipoteze ale modelului nostru includ:

- Un cost mediu ponderat al capitalului (WACC) de 13,8%, calculat folosind un cost al capitalului propriu de 13,9% și un cost al datoriei de 6,9%;
- BETA levered de 0,81, estimat printr-o regresie liniară față de indicele BET
- Primă de risc a pieței de 8,2%, reprezentând randamentul total istoric al indicelui BET peste randamentul titlurilor de stat pe 10 ani de 7,2%;
- Valoarea terminală a fost estimată folosind modelul Gordon Growth, utilizând o rată terminală de 3,0% în linie cu rata inflației pe termen lung.

(mio. lei, consolidat)	Raportat 31-Dec-21	Raportat 31-Dec-22	Raportat 31-Dec-23	Estimat 31-Dec-24	Estimat 31-Dec-25	Estimat 31-Dec-26	Estimat 31-Dec-27	Estimat 31-Dec-28
<b>Total Venituri</b>	<b>3.784</b>	<b>6.307</b>	<b>4.725</b>	<b>7.139</b>	<b>4.359</b>	<b>4.355</b>	<b>4.468</b>	<b>4.496</b>
% var	58,1%	66,7%	-25,1%	51,1%	-38,9%	-0,1%	2,6%	0,6%
<b>Venituri Segment Profit</b>	<b>1.338</b>	<b>2.295</b>	<b>2.065</b>	<b>2.229</b>	<b>2.088</b>	<b>2.146</b>	<b>2.187</b>	<b>2.281</b>
% var	21,3%	71,5%	-10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
<b>EBITDA</b>	<b>379</b>	<b>982</b>	<b>792</b>	<b>1.019</b>	<b>1.045</b>	<b>1.054</b>	<b>1.096</b>	<b>1.086</b>
EBITDA M	10,0%	15,6%	16,8%	14,3%	24,0%	24,2%	24,5%	24,1%
<b>EBIT</b>	<b>11</b>	<b>604</b>	<b>241</b>	<b>518</b>	<b>514</b>	<b>537</b>	<b>547</b>	<b>550</b>
EBIT M	0,3%	9,6%	5,1%	7,3%	11,8%	12,3%	12,2%	12,2%
Tax Rate	42,3%	12,4%	8,9%	6,5%	10,0%	10,0%	16,0%	16,0%
<b>EBIT*(1- Tax Rate)</b>	<b>7</b>	<b>529</b>	<b>220</b>	<b>484</b>	<b>463</b>	<b>483</b>	<b>460</b>	<b>462</b>
D&A	284	281	340	282	289	292	299	303
WCC	-4	-16	66	-65	-40	-40	-41	-41
CAPEX	-495	-466	-439	-511	-480	-479	-491	-495
<b>FCFF</b>	<b>-209</b>	<b>328</b>	<b>187</b>	<b>189</b>	<b>232</b>	<b>256</b>	<b>227</b>	<b>230</b>
factor actualizare				0,88	0,77	0,68	0,60	0,53
NPV FCFF				166	179	174	136	121
PV FCFF	776							
PV Valoare Terminala	1.376							
Rată Creștere Terminala	3,0%							
<b>Valoarea firmei</b>	<b>2.152</b>							
Datorii Nete	-480							
<b>Valoarea Capitalurilor Proprii</b>	<b>2.632</b>							
Numar actiuni	73							
<b>Pret/actiune</b>	<b>35,91</b>							
Pret piata	39,10							
Upside/Downside	<b>-8,16%</b>							

sursa: TEL, calcule proprii

## Situații financiare și estimări

(mil lei)	Raportat 2020	Raportat 2021	Raportat 2022	Raportat 2023	Estimat 2024e	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e
<b>Total Venituri</b>	<b>2.393</b>	<b>3.784</b>	<b>6.307</b>	<b>4.725</b>	<b>7.139</b>	<b>4.359</b>	<b>4.355</b>	<b>4.468</b>	<b>4.496</b>
Venituri din serviciul de transport	1.035	1.252	1.885	1.956	1.910	1.993	2.013	2.103	2.140
Venituri din servicii de sistem	795	624	534	391	569	575	579	577	578
Venituri din piața de echilibrare	495	1.823	3.479	2.269	4.481	1.639	1.589	1.609	1.598
Alte venituri	68	85	410	109	178	153	174	179	180
Cheltuieli operarea sistemului	-310	-576	-902	-640	-503	-493	-481	-486	-483
Cheltuieli piața de echilibrare	-495	-1.810	-3.480	-2.269	-4.481	-1.639	-1.589	-1.609	-1.598
Cheltuieli serviciile de sistem tehnolc	-566	-610	-467	-499	-569	-575	-579	-577	-578
<b>Rezultat Brut</b>	<b>1.022</b>	<b>788</b>	<b>1.459</b>	<b>1.316</b>	<b>1.585</b>	<b>1.653</b>	<b>1.707</b>	<b>1.796</b>	<b>1.837</b>
Cheltuieli cu personalul	-339	-318	-386	-447	-483	-522	-564	-609	-657
Reparații și mentenanță	-76	-60	-51	-55	-61	-63	-65	-67	-69
Cheltuieli cu materiale consumabile	-27	-31	-40	-21	-22	-23	-23	-24	-25
<b>EBITDA</b>	<b>580</b>	<b>379</b>	<b>982</b>	<b>792</b>	<b>1.019</b>	<b>1.045</b>	<b>1.054</b>	<b>1.096</b>	<b>1.086</b>
Amortizare și deprecieri	-275	-284	-281	-340	-282	-289	-292	-299	-303
Alte cheltuieli din exploatare	-129	-84	-97	-211	-219	-242	-226	-249	-232
<b>EBIT</b>	<b>176</b>	<b>11</b>	<b>604</b>	<b>241</b>	<b>518</b>	<b>514</b>	<b>537</b>	<b>547</b>	<b>550</b>
Venituri financiare	10	7	65	36	38	23	23	24	24
Cheltuieli financiare	-15	-16	-73	-38	-48	-29	-29	-30	-30
<b>Profit brut</b>	<b>171</b>	<b>2</b>	<b>596</b>	<b>239</b>	<b>508</b>	<b>508</b>	<b>530</b>	<b>541</b>	<b>544</b>
Impozit pe profit	-29	-1	-74	-21	-51	-51	-85	-87	-87
<b>Profit Net</b>	<b>142</b>	<b>1</b>	<b>522</b>	<b>217</b>	<b>457</b>	<b>457</b>	<b>446</b>	<b>454</b>	<b>457</b>

	Raportat 2020	Raportat 2021	Raportat 2022	Raportat 2023	Estimat 2024e	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e
GPM	42,7%	20,8%	23,1%	27,9%	22,2%	37,9%	39,2%	40,2%	40,9%
EBITDA M	24,3%	10,0%	15,6%	16,8%	14,3%	24,0%	24,2%	24,5%	24,1%
EBIT M	7,4%	0,3%	9,6%	5,1%	7,3%	11,8%	12,3%	12,2%	12,2%
NPM	6,0%	0,0%	8,3%	4,6%	6,4%	10,5%	10,2%	10,2%	10,2%
ROE	4,2%	0,0%	14,3%	4,7%	7,8%	7,1%	6,2%	5,6%	5,1%
ROA	2,9%	0,0%	6,7%	2,6%	4,6%	4,4%	3,8%	3,5%	3,1%

sursa: TEL, calcule proprii

## Denegarea responsabilității legale

### Sistem de recomandări:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Certificarea analistului

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

Acest raport a fost întocmit de:

---

**Analist**

Alex Dodoi

---

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

#### Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
CNTEE Transelectrica	TEL	nu se aplică

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 emitențului.
- BRK Financial Group SA acționează ca formator de piață sau furnizor de lichiditate în ceea ce privește instrumentele financiare ale emitențului.
- Emitentul este acționar semnificativ al BRK Financial Group SA (deține mai mult de 10% din capitalul social).

4. Emitentul este acționar al BRK Financial Group SA (deține o participație mai mare de 5% din capitalul sau social emis total).

5. Emitentul este în prezent sau a fost în ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investiții financiare.

6. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricărei oferte publice de instrumente financiare a emitențului.

7. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investiții financiare prestate emitențului.

8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administrație al acestui emitenț.

9. BRK Financial Group este acționar semnificativ al emitențului (deține cel puțin 10% din capitalul social).

10. Persoanele implicate în elaborarea prezentului raport nu dețin acțiuni în cazul emitențului.

11. BRK Financial Group este market maker.