

C.N.T.E.E. Transelectrica (TEL)

Mentținere

Update interimar

Preț țintă: 48,3 lei (+8,1%)

Elemente cheie ale companiei

- Transelectrica a înregistrat în primul trimestru al acestui an o creștere de 14,6% a veniturilor din serviciul de transport, ajungând până la 576 mil. lei, vs 502,6 mil. anterior. Avansul a venit pe fondul creșterii cantității de energie tarificate cu 2,6% până la 13,57 TWh, dar și a creșterii tarifului aprobat de ANRE.
- Creșterea consumului pe fondul temperaturilor scăzute din luna februarie, concomitent cu o producție mai mică de energie electrică din surse hidro, din cauza unei hidraulicități scăzute, au dus la o creștere a importurilor și, implicit, a prețurilor la energie pe termen scurt.
- În plus, eliminarea mecanismului MACEE începând cu acest an a contribuit negativ la evoluția prețurilor, **TEL realizând un preț mediu de achiziție de 612 lei/MWh, cu 40% peste nivelul din anul anterior (436 lei/MWh)**. Prețul mediu realizat pe contractele la termen a crescut cu 8,0% până la 486 lei/MWh, cel pentru PZU și PI a crescut cu 75% (741 vs 424 lei/MWh), iar cel din piața de echilibrare a ajuns la 993 lei/MWh (+233%).
- Evoluția prețurilor din prima parte a acestui an peste așteptări ne-a determinat să revizuiim în sus prognoza pentru prețurile la energie electrică, atât pentru acest an, cât și pentru anii următori. **Ne așteptăm ca, în medie, prețurile pe piața concurențială (forward și PZU) să fie cu 12% mai mari față de anul anterior**, până aproape de 553 lei/MWh, urmând ca acestea să scadă treptat până la 400 lei/MWh.
- Am ajustat astfel estimarea pentru venituri din serviciul de transport pentru acest an la 2,25 mld. lei, față de 1,99 mld. anterior (+13,3%), iar EBITDA îl vedem aproape de 1,09 mld. lei (+5,2%), în timp ce volumul de energie electrică transportat l-am menținut neschimbat la 51 TWh.
- CAPEX estimat de companie pentru următorii 5 ani, conform noului plan de investiții, este de 2,9 mld. lei, din care 1,5 mil. lei ar trebui să fie din fonduri proprii. Pentru următorii 2 ani, compania estimează cheltuieli de investiții de 160-180 mil. lei, acestea crescând semnificativ abia în a doua parte a intervalului de prognoză, până la 468 mil. lei.
- Am modificat în sus ținta de preț din modelul DCF la 48,3 lei/acțiune, indicând un upside de 8,1% față de prețul curent din piață. Prognoza are la bază o evoluție pe plan economic în linie cu așteptările de la început de an și nu am luat în considerare posibile perturbări ca urmare a evenimentelor de plan politic sau ca urmare a escalării războaielor tarifare.

Alex Dodoi, CFA
Head of Research

alex.dodoi@brk.ro

Sector: Utilități

Date despre acțiuni

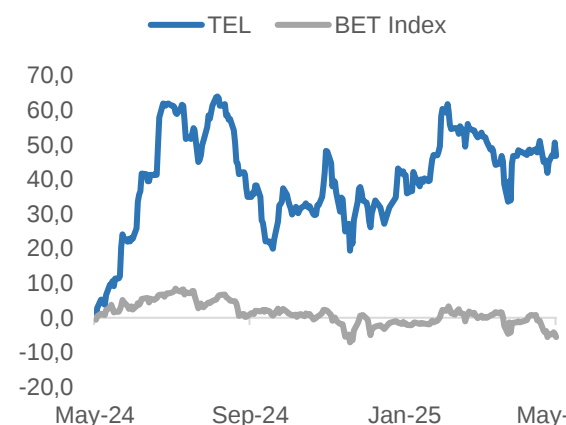
Preț min/max în 52 săpt.	29,8 – 49,65
Dividend pe acțiune	2,12
Număr total acțiuni (mio.)	73.303
Capitalizare (mio. lei)	3.273
Lichiditate 52 săpt. (mio. lei)	133

Structura acționariatului

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

Performanța acțiunilor 1 an

	%
TEL	46,7
vs. BET Index	-5,6



sursa: Bloomberg

Rezultate la T1 2025

Rezultatele interimare pentru prima parte a anului au arătat o creștere a veniturilor din segmentul activităților cu profit permis de 10%, comparativ cu trimestrul similar din anul anterior, până la 587 mil. lei. Veniturile din serviciul de transport au crescut cu 14,6% până la 576 mil. lei, pe fondul creșterii cantității tarificate de energie cu 2,6% până la 13,57 TWh, cât și a tarifului aprobat de ANRE. Veniturile din alocarea capacității de interconexiune au crescut cu 53,3%, până la 69 mil. lei, față de 45 mil. anterior, în principal pe fondul creșterii prețului la energie electrică pe bursele din Europa.

Costurile cu acoperirea consumului propriu tehnologic (CPT) au crescut cu 11% până la 158 mil. lei (vs. 143 mil. anterior), costuri influențate de expirarea programului MACEE, prin care TEL a achiziționat anul anterior în jur de 75% din cantitatea estimată pentru CPT. În T1 2025, însă, compania a achiziționat energia necesară acoperirii CPT prin contracte bilaterale în proporție de 50%, la un preț mediu de 485,6 lei/MWh.

EBIT din activitățile cu profit permis a crescut cu 47,4%, până la 203,4 mil. lei, în timp ce profitul brut a avut o creștere similară. TEL a înregistrat un profit net la Q1 de 204,2 mil. lei, față de 137,8 mil. în perioada similară din anul anterior, ceea ce ridică profitul pe ultimele 12 luni (TTM) la 616 mil. lei, peste estimarea noastră pentru final de an de 537 mil.

Prețurile pe piața concurențială au început să scadă — în luna aprilie, prețul mediu ponderat pentru PZU a fost de 460,7 lei/MWh (Opcom) — însă evoluția în a doua parte a anului rămâne extrem de incertă și puternic influențată de condițiile meteorologice, precum și de prețul la energie pe piețele externe. Pentru întreg anul, am estimat un preț mediu pe piața concurențială de 553,4 lei/MWh, însă subliniem nivelul ridicat de incertitudine pentru evoluția prețurilor la energie.

(mii lei, consolidat)	31-Mar-24	31-Mar-25	%
Total venituri	1.983.221	1.412.007	-28,8%
Venituri din serviciul de transport	502.600	576.059	14,6%
Venituri din servicii de sistem	126.799	157.960	24,6%
Venituri din piata de echilibrare	1.332.368	666.595	-50,0%
Alte venituri	21.454	11.392	-46,9%
Total cheltuieli din exploatare	-1.845.232	-1.208.566	-34,5%
Cheltuieli pentru operarea sistemului	-168.749	-189.094	12,1%
Cheltuieli privind piata de echilibrare	-1.332.347	-666.721	-50,0%
Cheltuieli servicii de sistem tehnologic	-105.371	-100.296	-4,8%
Amortizare	-71.108	-73.669	3,6%
Cheltuieli cu personalul	-111.834	-125.756	12,4%
Reparatii si mentenanta	-9.875	-10.757	8,9%
Cheltuieli cu materiale consumabile	-4.685	-4.869	3,9%
Alte cheltuieli din exploatare	-41.263	-37.405	-9,3%
Profit din exploatare	137.989	203.441	47,4%
Venituri financiare	2.293	3.092	34,8%
Cheltuieli financiare	-2.522	-2.282	-9,5%
Rezultat financiar net	-229	810	
Profit inainte de impozitul pe profit	137.760	204.251	48,3%
Impozit pe profit	-25.299	-32.742	29,4%
Profitul exercitiului	112.461	171.509	52,5%

sursa: TEL, calcule proprii

Evaluarea DCF

Evaluăm compania la un preț de 48,3 lei/acțiune pe baza metodei DCF (+8,1% 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 7,0%;
- 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 8,0%;
- 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-23	Raportat 31-Dec-24	Estimat 31-Dec-25	Estimat 31-Dec-26	Estimat 31-Dec-27	Estimat 31-Dec-28	Estimat 31-Dec-29
Total Venituri	4.711	7.802	5.976	5.666	5.393	5.326	5.394
% var	-21,1%	65,6%	-14,8%	-5,2%	-4,8%	-1,2%	1,3%
Venituri Segment Profit	2.051	2.203	2.203	2.438	2.493	2.512	2.589
% var	4,8%	7,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
EBITDA	778	1.018	1.099	1.176	1.197	1.240	1.297
marja EBITDA	16,5%	13,1%	18,4%	20,8%	22,2%	23,3%	24,0%
EBIT	295	548	632	699	708	741	792
marja EBIT	6,3%	7,0%	10,6%	12,3%	13,1%	13,9%	14,7%
Tax Rate	10,2%	0,1%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
EBIT*(1- Tax Rate)	265	547	531	587	594	622	666
D&A	272	297	289	292	299	303	303
WCC	66	-8	-54	-52	-49	-48	-49
CAPEX	-439	-687	-598	-567	-539	-533	-539
FCFF	165	149	167	261	305	344	380
factor actualizare			0,88	0,77	0,68	0,60	0,52
NPV FCFF			147	202	207	205	199
PV FCFF	959						
PV Valoare Terminala	1.925						
Rată Crestere Terminala	3,0%						
Valoarea firmei	2.884						
Datorii Nete	-658						
Valoarea Capitalurilor Proprii	3.542						
Numar actiuni	73						
Pret/actiune	48,32						
Pret piata	44,70						
Upside/Downside	8,10%						

sursa: TEL, calcule proprii

Situații financiare și estimări

(mil lei)	Raportat 2022	Raportat 2023	Raportat 2024	Estimat 2025ttm	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e
Total Venituri	5.969	4.711	7.802	7.231	5.976	5.666	5.393	5.326	5.394
Venituri din serviciul de transport	1.885	1.956	2.024	2.098	2.259	2.267	2.297	2.376	2.489
Venituri din servicii de sistem	534	391	633	664	529	547	561	568	571
Venituri din piața de echilibrare	3.479	2.269	4.966	4.300	3.008	2.626	2.320	2.170	2.119
Alte venituri	71	95	178	168	179	227	216	213	216
Cheltuieli operarea sistemului	-902	-640	-716	-736	-711	-636	-576	-547	-537
Cheltuieli piața de echilibrare	-3.480	-2.269	-4.966	-4.300	-3.008	-2.626	-2.320	-2.170	-2.119
Cheltuieli serviciile de sistem tehnolc	-467	-499	-524	-519	-529	-547	-561	-568	-571
Rezultat Brut	1.121	1.303	1.597	1.676	1.727	1.857	1.936	2.042	2.168
Cheltuieli cu personalul	-386	-447	-489	-503	-535	-586	-641	-701	-767
Reparații și mentenanță	-51	-55	-66	-67	-69	-71	-73	-75	-77
Cheltuieli cu materiale consumabi	-40	-21	-23	-23	-24	-25	-25	-26	-27
EBITDA	643	778	1.018	1.082	1.099	1.176	1.197	1.240	1.297
Amortizare și deprecieri	-267	-272	-297	-300	-289	-292	-299	-303	-303
Alte cheltuieli din exploatare	-97	-211	-173	-169	-179	-185	-190	-196	-202
EBIT	279	295	548	613	632	699	708	741	792
Venituri financiare	65	36	27	28	21	20	19	18	19
Cheltuieli financiare	-73	-38	-17	-17	-13	-12	-12	-12	-12
Profit brut	271	293	557	624	639	706	714	747	799
Impozit pe profit	-22	-30	0	-8	-102	-113	-114	-120	-128
Profit Net	249	263	557	616	537	593	600	628	671

sursa: TEL, calcule proprii

Indicatori	Raportat 2022	Raportat 2023	Raportat 2024	Estimat 2025ttm	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e
GPM	18,8%	27,6%	20,5%	23,2%	28,9%	32,8%	35,9%	38,3%	40,2%
EBITDA M	10,8%	16,5%	13,1%	15,0%	18,4%	20,8%	22,2%	23,3%	24,0%
EBIT M	4,7%	6,3%	7,0%	8,5%	10,6%	12,3%	13,1%	13,9%	14,7%
NPM	4,2%	5,6%	7,1%	8,5%	9,0%	10,5%	11,1%	11,8%	12,4%
ROE	7,1%	6,0%	10,4%	10,7%	8,4%	8,6%	7,5%	6,9%	6,4%
ROA	3,3%	3,2%	5,9%	6,1%	5,0%	5,1%	4,5%	4,1%	3,8%

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

Mentținere: 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, deținere sau vânzare a produsului 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 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 realizat 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 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/companiile menționate în prezentul raport.

Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica explicativa nr.	nota
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

1. BRK Financial Group SA deține o poziție lungă sau scurtă netă peste pragul de 5% din capitalul social total al emitentului.

2. BRK Financial Group SA acționează ca formator de piață sau furnizor de lichiditate în ceea ce privește instrumentele financiare ale emitentului.

3. 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 emitentului.

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

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

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

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

11. BRK Financial Group este market maker.