

Company update

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

CUMPĂRARE

Preț curent (25.04.2024): 29,40 Ron/acț.

Preț țintă: 36,50 Ron/acț.

Potențial de apreciere: 24,12%.

Considerații

- **Ne păstrăm recomandarea de cumpărare, însă ajustăm ușor prețul țintă la 36,50 lei/acțiune derivat din calculul modelului DCF.** Considerăm că prețul acțiunilor Transelectrica are un potențial de apreciere de 24,12% față de prețul actual de 29,40 lei/acțiune (din 25.04.2024). Acest preț țintă actualizat pentru următoarele 12 luni vine în completarea raportului inițial publicat în decembrie 2023 și include situațiile financiare aferente anului 2023.
- **Într-un mediu bazat pe schimbări legislative și context economic incert, Transelectrica face investiții masive în Rețeaua Electrică de Transport (RET).** Raportat la ultimii cinci ani, compania a realizat investiții, într-o proporție medie de 92% din cele propuse la începutul fiecărui an.
- Totodată, Transelectrica face demersuri pentru a susține noua strategie 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 (prin PNRR) în scopul finanțării a trei proiecte de investiții esențiale pentru eficientizarea și modernizarea RET, iar în 20 februarie 2024 a semnat încă un contract de finanțare cu Ministerul Energiei prin Fondul pentru Modernizare. Valoarea contractului se ridică la 48 mil. euro, sumă nerambursabilă, care contribuie la implementarea „Proiectului-pilot DigiTEL Green - Retehnologizare stația 220/110/20kV Mostiștea”.
- Deși Rețeaua Electrică de Transport este în proprietatea Statului, Transelectrica investește banii acționarilor în modernizarea și eficientizarea acestora, fapt ce denotă un **potențial crescut în ceea ce privește generarea cash-ului din activitatea principală a business-ului companiei.**
- Agenția de evaluare **Moody's a reconfirmat la finalul anului 2023 ratingul Baa3 al companiei, cu perspectivă stabilă.**
- **În concordanță cu raportul de „Inițiere acoperire” publicat la finalul lunii decembrie 2023, pe termen lung, ne păstrăm așteptările de creștere a consumului intern net de energie electrică, respectiv la pierderi din rețea reduce pe fondul implementării aspectelor prevăzute în Planul de dezvoltare RET 2022 – 2031.**
- **În continuare considerăm că ar trebui să fim atenți la aspecte precum: nivelul rentabilității capitalurilor proprii sub media pieței, marjele de profitabilitate se situează la un nivel redus, tarifele percepute de Transelectrica pentru servicii de transport și sistem sunt reglementate de ANRE, iar conducerea este numită politic.**

Informații cheie

Simbol	TEL
Capitalizare (Mil. Ron)	2.155,11
Nr. acțiuni (Mil.)	73,30
Maxim/Minim 52 săpt (Ron/acț.)	32,20 / 23,80
Variație YTD	-2,16%
Market Maker	-

Evenimente importante

AGA 2023	29-Apr-24
Raport anual 2023	30-Apr-24
Rezultate financiare trimestrul I 2024	14-Mai-24
Rezultate financiare semestriale 2024	14-Aug-24
Rezultate financiare trimestrul III 2024	14-Noi-24

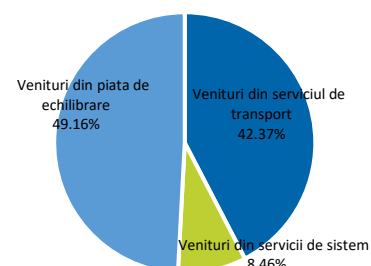
Structura Acționariatului la 31.12.2023

Statul Roman prin SGG	58,69%
Alți acționari persoane juridice	21,99%
Paval Holding	6,48%
NN Group NV	5,62%
Alți acționari persoane fizice	7,21%

Evoluția TEL vs BET-NG – 1 an



Structura veniturilor TEL la 31.12.2023

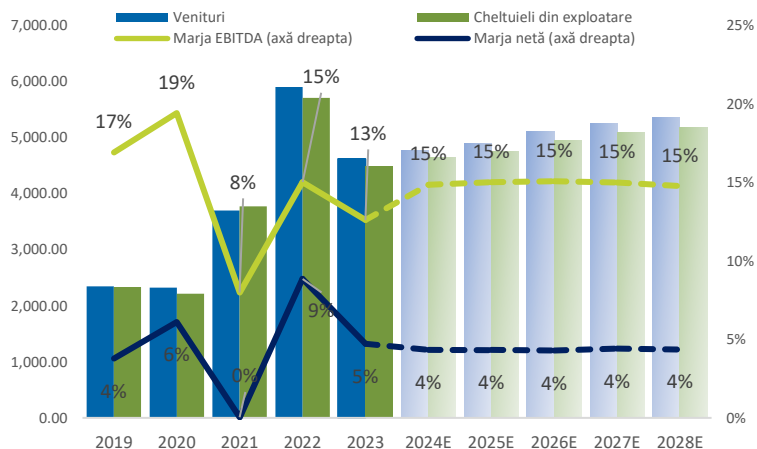


Sursa: BVB, Bloomberg, prelucrări BRK după situații financiare TEL

Situația financiară

- În perioada ianuarie – decembrie 2023, cifra de afaceri la nivel consolidat a Transelectrica a înregistrat o scădere cu 22% față de anul precedent, **ușor peste estimările noastre inițiale** (-17% în 2023 comparativ cu 2022). Evoluția vine pe fondul majorării tarifului mediu pentru serviciile de transport în condițiile diminuării volumului de energie electrică livrată consumatorilor (-3,41%) contrabalansată de scăderea veniturilor realizate pe piața de echilibrare (-35%) și a veniturilor din serviciile de sistem (-27%), în condițiile diminuării tarifului aprobat de ANRE.
- Acest aspect este transpus într-un profit operațional în scădere cu 28%, acesta ajungând la finalul anului 2023 la 640.220 mii Ron de la 885.053 mii Ron în anul 2022. Raportat la marja de profitabilitate (marja EBITDA), presiunea este resimțită de către Transelectrica, în sensul scăderii acesteia la 13% în 2023 de la 15% în 2022, **în concordanță cu estimările noastre inițiale**.
- Luând în considerare evoluția indicatorilor cheie în acest business, împreună cu un rezultat financiar de 2.358 mii Ron, **rezultatul net în 2023 se ridică la 217.446 mii Ron**, cu 13% sub estimările noastre înaintate în raportul din 27 decembrie 2023, de 245.032 mii Ron. Totuși la nivelul marjei, estimările noastre pentru 2023 (5%) au fost în concordanță cu cel realizat. Pentru perioada 2025 – 2028 menținem marjele nete în scădere la 4%.

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



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

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	50.394.667
2024E	50.800.000

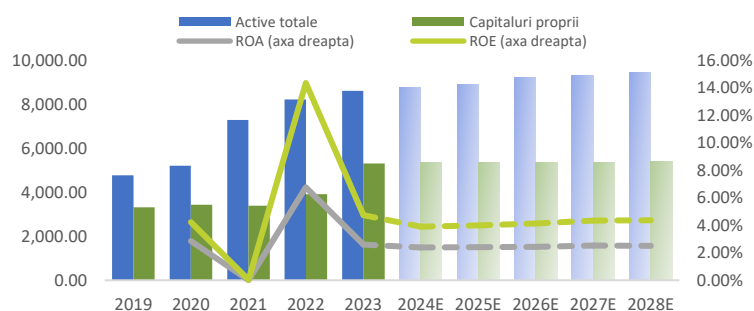
Tarifele aprobate de ANRE pentru serviciile prestate pe piața de energie electrică se prezintă, astfel:

Perioada	Tarif mediu serviciul de transport lei/MWh	Tarif mediu servicii de sistem tehnologice lei/MWh
1 ianuarie – 31 martie 2023	31,20	
1 ianuarie – 31 mai 2023		7,73
1 aprilie – 31 decembrie 2023	28,10	
1 iunie – 31 decembrie 2023		6,64
1 ianuarie – 31 decembrie 2024	31,67	9,17

Sursa: prelucrări după situații financiare TEL, BVC

- Referitor la situația poziției financiare, activele totale înregistrate la finele anului 2023 de Transelectrica, la nivel consolidat, se situează la 8.601,58 mil Ron, cu 5% peste nivelul din 2022 (8.199,93 mil. Ron). Impactul a fost dat în principal, de realizarea lucrărilor de investiții în stații și liniile electrice de înaltă tensiune, respectiv de rezultatul reevaluării activelor înregistrate în patrimoniul privat la Transelectrica. Pentru acest indicator, **ne păstrăm rata de creștere anuală compusă (CAGR 5Y) de 2% în acord cu estimările inițiale**.
- Capitalurile proprii înregistrate la finele anului 2023 s-au majorat substanțial - cu 36%, în principal pe fondul reevaluării activelor din patrimoniul companiei. Menționăm că ultima reevaluare a activelor supuse evaluării a avut loc în perioada 2018 – 2019. Premisele pentru următorii cinci ani sunt de dublare a acestui indicator față de 2023.

Evoluția situației patrimoniale (mil. Ron)



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

	Investiții totale propuse	Investiții realizate	Grad de realizare
2019	290.178	251.285	87%
2020	384.111	360.738	94%
2021	557.854	499.378	90%
2022	472.550	460.950	98%
2023	510.490	471.950	92%

Sursa: prelucrări după situații financiare TEL, BVC

Evaluare

- Considerăm că modelul Discounted Cashflow Model este relevant în ceea ce privește evaluarea Transelectrica, așadar calcularea prețului țintă pentru Transelectrica se bazează doar pe rezultatele obținute în cadrul acestui model. **Estimăm un preț țintă de 36,5 Ron/acțiune**, cu 24,12% peste prețul de închidere din data de 25 aprilie 2024 (29,40 Ron/acțiune), ceea ce corespunde unei **recomandări de cumpărare pentru acțiunile Transelectrica**.

DCF

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

- WACC de 10,53%, 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 4,7x

Asumții	Model	Exit Multiple
Valoarea finală	EV/EBITDA	4,7x
Valoarea finală în Model (Mil. Ron)	3.664,43	3.664,43
WACC	10,53%	
Nr. Acțiuni la data analizei (Mil.)	73,30	
Preț curent la 25.04.2024 (Ron/acț)	29,40	
Tax rate	16%	

Estimarea costului mediu ponderat al capitalului (WACC)	
Element	Valoare
Costul capitalurilor proprii (Ke)	13,95%
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	88,66%
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	53,00%
% Datorii	47,00%
Rata de impozitare	16,00%
WACC (termeni nominali, după impozitare)	10,53%

Sursa: calcule BRK Financial Group, Capital IQ, Damodaran

Mii. RON						Valoare finală	
	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-28	
fracțiune de an	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
EBIT	242.182,89	250.609,19	261.350,19	276.021,35	277.636,41		
Taxe	38.749,26	40.097,47	41.816,03	44.163,42	44.421,83		
NOPAT	203.433,63	210.511,72	219.534,16	231.857,9	233.214,58		
D&A	467.241,68	483.737,47	508.557,36	510.653,00	512.397,82		
CAPEX	673.439,02	793.986,09	534.752,90	532.463,25	551.698,71		
Δ NWC	64.443,95	169.223,14	68.575,82	4.939,75	97.364,91		
Unlevered FCFF	-67.207,66	-268.960,05	124.762,80	205.107,94	96.548,79		
Transaction FCFF	-67.207,66	-268.960,05	124.762,80	205.107,94	96.548,79	3.664.429,54	
NPV	2.227.821,14						
Numerar	526.900,00						
Datorii	79.832,00						
EV	2.674.889,14						
Preț țintă (Ron/acț.)	36,5						

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare TEL

Analiza sensibilității						
Valoarea intrinsecă (Ron/acțiune)						
WACC						
	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	8,5%	
Growth rate	2,7x	21,9	22,6	23,5	24,4	25,3
	3,7x	27,8	28,9	30,0	31,2	32,4
	4,7x	33,7	35,1	36,5	38,0	39,6
	5,7x	39,7	41,3	43,0	44,8	46,7
	6,7x	45,6	47,5	49,5	51,6	53,8

Sursa: calcule BRK Financial Group după situații financiare TEL, CNSP, BVB, BNR

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 restricționat 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 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 destinatarii 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 ca sugestii 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	-

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.

Istoric recomandări TEL

Data material	Analist	Tip material	Recomandare	Pret țintă
27.12.2023	Ioana Sechel	Inițiere acoperire	Cumpărare	37,20
26.04.2024	Ioana Sechel	Company update	Cumpărare	36,5