



## Cum arata Hidroelectrica inaintea mult-asteptatei listari

### Sumar:

- Listarea celui mai mare producator de energie electrica din Romania a intrat in linie dreapta, evenimentul fiind asteptat in scurt timp, in cursul lunii iunie.
- Hidroelectrica ar putea deveni cel mai mare emitent roman listat la Bursa de Valori Bucuresti, chiar daca are venituri si profit sub cele ale OMV Petrom.
- Compania se prefigureaza ca unul dintre cei mai importanti emitenti de dividend, avand in mod constant profituri mari, dar si un numar mic de proiecte de investitii semnificative.
- Inceputul anului a fost usor peste asteptari, cu o productie mai mare de energie electrica si cu o influenta pozitiva din partea contractelor la termen incheiate in conditii avantajoase anul trecut.
- Multiplii de piata ai companiilor similare listate au scazut fata de luna decembrie, insa nu cu mult. Aceeasi tendinta poate fi observata si pentru medianele multiplilor din sub-sectoarele de activitate in care poate fi incadrata compania.
- Dat fiind timpul foarte scurt pana la preconizatul IPO, am ales sa nu actualizam evaluarea realizata in decembrie, ci doar sa oferim o imagine a emitentului inaintea listarii.

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

Acest raport nu este o recomandare de investitii.

Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

## Context si evolutii semnificative recente

Deși momentan nu există informații oficiale în legătură cu momentul listării Hidroelectrica, „bursa zvonurilor” indică luna iunie ca fiind cea în care ar urma să vedem cu ochii noștri evenimentul amanat de mai mult de un deceniu. În decembrie 2022 am realizat un material de analiză (<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-Hidroelectrica-%E2%80%93-inițiere-acoperire-raport-analiza-2894>) mai amplu în care am și evaluat compania, iar în materialul de față ne concentrăm pe aducerea la zi a informațiilor, în așa fel încât investitorii interesați de IPO să aibă un ajutor în luarea deciziei de a participa sau nu la acesta.

Spre deosebire de un update clasic, am ales să nu actualizăm evaluarea companiei, data fiind perioada scurtă până la listare și posibilitatea ca evaluarea să intre în conflict cu cea propusă de vânzătorii din IPO, rezultată la rândul său din aceste calcule și estimări, și nu din tranzacții pe piața de capital. Tot ca o diferență față de un update obișnuit, am ales să includem și analiza SWOT, rezervată de obicei materialelor de inițiere a acoperirii, considerând că aceasta este utilă din punct de vedere investitional în perspectiva IPO-ului.

Nu vom insista asupra beneficiilor pe care, cu certitudine, listarea companiei le va aduce pentru piața de capital locală și pentru companie în sine. Dacă va fi vândut un procent suficient de mare către investitori, ar putea fi evenimentul care să ducă Bursa de Valori București în categoria pietelor emergente după criteriile MSCI. E adevărat că listarea Hidroelectrica ar putea duce pe termen mediu la transformarea Fondului Proprietatea într-o entitate neglijabilă la BVB, însă dimensiunea producătorului de energie va compensa pe deplin acest neajuns, mai ales dacă Statul va decide să renunțe la o parte din acțiuni, acum sau mai târziu.

Având în vedere multiplii la care se tranzacționează companiile similare și evaluările anterioare, inclusiv cea realizată de noi în decembrie, este posibil ca Hidroelectrica să devină cel mai mare emitent român listat la BVB, chiar dacă are venituri și profit mult inferioare celor realizate de OMV Petrom. Acest lucru ar trebui să se traducă și într-o lichiditate bursieră pe măsură, însă acest aspect va depinde mult de procentul de acțiuni care vor ajunge în free float-ul emitentului. La prima vedere vorbim despre procentul de circa 20% deținut de Fondul Proprietatea, însă el nu este nici pe departe unul batut în cuie. Pe de o parte, fondul ar putea vinde doar o parte a deținerii, deoarece în cazul în care ar vinde integral s-ar transforma brusc dintr-un fond de investiții într-un cont bancar de dimensiune mai mare. Privind în trecut, putem vedea că și participatiile de la OMV Petrom și Nuclearelectrica au fost valorificate tot în etape. Pe de altă parte, Statul ar putea fi convins să participe la IPO, putând obține niste venituri consistente fără să piardă controlul asupra companiei, într-un moment în care bugetul are mare nevoie de bani.

Prezentare companie	
Adresa	Bd. Ion Mihalache, nr. 15-17, București
Web	<a href="http://www.hidroelectrica.ro">www.hidroelectrica.ro</a>
Numar actiuni	449.802.567
Valoare nominala	10,00 RON
CAEN principal	3511

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Actionar majoritar</b>	<b>359.007.154</b>	<b>80,06%</b>
Statul Roman prin Ministerul Energiei	359.007.154	80,06%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>89.440.313</b>	<b>19,94%</b>
Fondul Proprietatea	89.440.313	4,99%
<b>Free float potential</b>	<b>89.440.313</b>	<b>17,50%</b>

Sursa: Hidroelectrica

Nefiind inca listata, nu putem vorbi despre evolutia bursiera a actiunilor Hidroelectrica, desi in ultimele luni majoritatea stirilor care au legatura cu compania graviteaza in jurul pietei de capital, acolo unde ar trebui sa ajunga producatorul de energie in luna iunie.

In afara de stirile care au legatura cu listarea, in ultimele luni au mai venit si alte cateva informatii importante din directia producatorului de energie electrica:

- In a doua jumatate a lunii martie a fost semnat un acord cu compania Masdar, din Emiratele Arabe Unite, pentru constructia de parcuri eoliene off-shore si parcuri solare flotante. Momentan parteneriatul este intr-o faza incipienta, fiind greu de spus daca el va produce intr-adevar vreun rezultat concret sau va ramane la nivel de discutie, asa cum a fost cazul in trecut cu reactoarele chinezesti de la Cernavoda.
- Pe 29 martie a fost numit un nou Consiliu de Supraveghere, 4 dintre cei 7 membri ai acestuia facand parte si din fostul CS. Ulterior, unul dintre membrii Consiliului, George Sergiu Niculescu, a fost numit presedinte al ANRE, asa ca in momentul de fata organismul de conducere al Hidroelectrica are doar 6 membri.
- La inceputul lui aprilie mandatele membrilor Directoratului, conducerea executiva a companiei, au fost transformate in mandate provizorii pe 4 luni, mandatele intregi de 4 ani urmand sa expire in mod normal in luna iunie. Motivele acestei schimbari nu au fost publicate, insa ele ar putea avea legatura cu faptul ca procedura de selectie a membrilor, derulata in anul 2019, a fost declarata nula de catre Curtea de Apel Bucuresti. „Selectie” este probabil un cuvânt nepotrivit, doar unul dintre cei cinci membri ai Directoratului provenind din sistemul energetic, iar ceilalti patru din zona politica, trei dintre ei pe filiera aceluiasi partid, cu experiente anterioare dintre cele mai diverse, de la parlamentar si ministru pana la manager de spital si angajat ICR.
- La inceputul lui mai a fost aprobata distribuirea a 90% din profitul pe anul 2022 sub forma de dividende (in total circa 3,9 mil. RON), la care se adauga 435 mil. RON din rezerve. Este o decizie usor de anticipat, Hidroelectrica fiind in mod traditional o „vaca de muls” pentru actionarul majoritar, Statul Roman, cu distributii mari de dividende si proiecte de investitii mai mult la nivel declarativ.
- In sedinta extraordinara din 12 mai, Comisia Indicilor Bursei de Valori Bucuresti a aprobat includerea Hidroelectrica in indicii BET, BET-TR, BET-TRN, BET-XT, BET-XT-TR, BET-XT-TRN, BET-BK, BET-NG si BET Plus din prima zi de tranzactionare, la pretul din IPO. Momentan nu se stie ce emitenti vor fi inlocuiti din fiecare indice, ca principiu fiind vorba despre emitentii cu „situatia cea mai slaba din punct de vedere al criteriilor de selectie relevante pentru fiecare indice in parte”, potrivit BVB.

#### Consiliul de Supraveghere

Nume	Funcție
Mihai Liviu Mihalache	Membru
Carmen Radu	Membru
Karoly Borbely	Membru
Sergiu Razvan Avram	Membru
George Marius Toniuc	Membru
Daniel Naftali	Membru

#### Directorat (provizoriu)

Nume	Funcție
Bogdan Nicolae Badea	Presedinte
Marian Bratu	Membru
Razvan Ionut Pataliu	Membru
Cristian Vladioianu	Membru
Andrei-Dominic Gereaa	Membru

**Analiza SWOT****PUNCTE TARI (+)**

- Costuri mici de productie
- Sursa de productie regenerabila si nepoluanta
- Factor de capacitate peste al altor tipuri de tehnologii verzi
- Durata foarte mare de viata a facilitatilor de productie

**PUNCTE SLABE (-)**

- Dependenta mare de conditiile meteo
- Investitiile noi de amploare sunt greu de realizat
- Politizare excesiva a managementului

**OPORTUNITATI (+)**

- Poate profita de renuntarea la sursele poluante de energie
- Pretul mare al gazelor va creste importanta costurilor mici de productie
- Electrificarea industriei auto va creste considerabil cererea
- Resursele financiare mari ii permit extinderea portofoliului in afara surselor hidro
- Businessul de furnizare ar putea diminua impactul negativ al vanzarii energiei la pret fix, decisa de Guvern

**AMENINTARI (-)**

- Planurile de dezvoltare a sectorului nuclear l-ar putea pune in umbra pe cel hidro
- Plafonarea artificiala a preturilor va afecta profiturile viitoare
- Eficientizarea tehnologiilor mai prietenoase cu mediul o pot scoate din clasa „renewables”
- Exista tentatia de a decapitaliza compania prin acordarea de dividende supradimensionate
- Seceta poate scadea treptat factorul mediu de capacitate

## Politica de dividende

La fel ca la toate companiile de Stat, politica de dividend va juca un rol important in decizia de investitie atat pentru investitorii care vor alege sa participe la IPO, cat si pentru cei care vor tranzactiona actiunile Hidroelectrica dupa listare.

Date fiind profiturile mari obtinute dupa iesirea din insolventa (si chiar in timpul acesteia) si lipsa proiectelor investitionale majore, ne putem astepta ca viitorul emitent sa fie unul dintre cei mai importanti din randul celor cu dividende mari si constante.

Anul distributiei de dividend	Dividend brut	Rata de distributie
2015	1,56	58%
2016	1,50	79%
2017	3,77	124%
2018	3,76	125%
2019	6,55	151%
2020	4,47	148%
2021	5,10	158%
2022	8,47	123%
2023*	9,67	97%

\*Include si dividende din rezerve

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

## Analiza rezultatelor financiare

### Rezultate financiare T1 2023

Indicator (RON)	T1 2023	T1 2022	Evolutie T1	2022	2021	Evolutie anuala
Venituri din contractele cu clientii	3.272.090.000	2.491.586.000	<b>31,33%</b>	9.451.954.866	6.489.296.814	<b>45,65%</b>
Alte venituri din exploatare	10.366.000	29.571.000	-64,95%	66.812.582	209.426.445	-68,10%
<b>Total venituri operationale</b>	<b>3.282.456.000</b>	<b>2.521.157.000</b>	<b>30,20%</b>	<b>9.518.767.448</b>	<b>6.698.723.259</b>	<b>42,10%</b>
Cheltuieli cu apa uzinata	-163.598.000	-110.856.000	47,58%	-450.963.376	-540.144.911	-16,51%
Cheltuieli cu personalul	-157.913.000	-130.086.000	21,39%	-626.048.499	-586.965.182	6,66%
Transport si distributie energie electrica	-250.401.000	-74.396.000	236,58%	-498.054.587	-110.284.630	351,61%
Energie electrica achizitionata	-160.210.000	-40.435.000	296,22%	-697.141.984	-90.120.575	673,57%
Cheltuieli cu certificatele verzi	-36.857.000	-34.982.000	5,36%	-183.171.134	-52.184.051	251,01%
Amortizare imobilizari	-198.221.000	-191.947.000	3,27%	-772.149.913	-760.503.040	1,53%
Ajustari pierderi de valoare imobilizari	144.000	33.948.000	-99,58%	-145.862.852	-408.180.913	-64,27%
Ajustari depreciere creante	-34.977.000	-2.700.000	<b>1.195,44%</b>	-42.626.448	-19.555.101	<b>117,98%</b>
Reparatii, intretinere, materiale si consumabile	-18.286.000	-15.592.000	<b>17,28%</b>	-82.337.484	-70.674.978	<b>16,50%</b>
Taxa producatori energie electrica	-230.561.000	-369.042.000	<b>-37,52%</b>	-671.738.811	-133.416.829	<b>403,49%</b>
Alte cheltuieli de exploatare	-46.832.000	-38.543.000	<b>21,51%</b>	-337.721.308	-354.286.532	<b>-4,68%</b>
<b>Total cheltuieli operationale</b>	<b>-1.297.712.000</b>	<b>-974.631.000</b>	<b>33,15%</b>	<b>-4.507.816.396</b>	<b>-3.126.316.742</b>	<b>44,19%</b>
<b>Profit operational</b>	<b>1.984.744.000</b>	<b>1.546.526.000</b>	<b>28,34%</b>	<b>5.010.951.052</b>	<b>3.572.406.516</b>	<b>40,27%</b>
Rezultat financiar net	76.985.000	18.356.000	<b>319,40%</b>	209.085.063	26.021.842	<b>703,50%</b>
<b>Profit inainte de impozitare</b>	<b>2.061.729.000</b>	<b>1.564.882.000</b>	<b>31,75%</b>	<b>5.220.036.115</b>	<b>3.598.428.358</b>	<b>45,06%</b>
Impozit pe profit	-338.374.000	-276.984.000	<b>22,16%</b>	-758.865.556	-512.812.341	<b>47,98%</b>
<b>Profit net</b>	<b>1.723.355.000</b>	<b>1.287.898.000</b>	<b>33,81%</b>	<b>4.461.170.559</b>	<b>3.085.616.017</b>	<b>44,58%</b>

Spre deosebire de Nuclearelectrica, OMV Petrom si Romgaz, pentru care profitul net trimestrial a stagnat sau chiar a scazut, Hidroelectrica a continuat sa raporteze rezultate mai bune decat cele din perioada similara a anului trecut.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In primul trimestru al anului, veniturile din contractele cu clientii au crescut cu 31,33%, de la 2,49 mld. RON in T1 2022 pana la 3,27 mld. RON in T1 2023, in ciuda inrautarii conditiilor de pe piata energiei electrice, dupa introducerea mecanismului de achizitie centralizata la 450 RON/MWh. Trei elemente au contribuit la aceasta evolutie. In primul rand, cantitatea de energie vanduta a crescut considerabil, cu 39,5%, de la 3,46 TWh in T1 2022 la 4,83 TWh in T1 2023, productia de energie avand si ea o evolutie similara. Avand in vedere specificul activitatii Hidroelectrica, aceasta crestere poate fi atribuita cu o doza mare de certitudine factorilor meteorologici, compania avand un grad foarte redus de flexibilitate.

Al doilea element, care diferentiaza Hidroelectrica fata de ceilalti producatori de energie, este existenta segmentului de furnizare, care a ajuns la o pondere importanta in veniturile totale, avand un pret de vanzare a energiei mult sub cel al altor furnizori. Activitatea de furnizare a adus o stabilitate mai mare, de aici venind insa si un efect negativ, dat de imposibilitatea de a profita la maximum de conditiile de piata favorabile de anul trecut. Pe de alta parte, acum nu exista un efect de baza la fel de mare ca la alte companii.

Nu in ultimul rand, la fel ca la Nuclearelectrica, o mare parte a veniturilor vin din contracte la termen, ceea ce face ca in acest moment inca sa-si faca efectele preturile mari (si neplafonate) de anul trecut. Pe parcursul anului acest efect se va estompa, iar pretul mediu de vanzare ar trebui sa se apropie de cei 450 RON/MWh tintiti de Guvern, daca nu cumva reglementarile se vor schimba din nou.

In primul trimestru al anului pretul mediu de vanzare al energiei electrice a scazut marginal, de la 719,49 RON/MWh in T1 2022 la 677,31 RON/MWh (-5,86%), aici fiind incluse si segmentul de productie, si cel de furnizare. Nu e o situatie la fel de buna ca la Nuclearelectrica, unde pretul mediu a crescut cu aproape 15% in T1, inasa e peste asteptarile pe care le aveam in contextul re-reglementarii pietei energiei electrice.

Ponderea veniturilor din furnizarea energiei s-a dublat fata de perioada similara a anului trecut, de la 17,9% in T1 2022 pana la 35,3% in T1 2023, dupa ce anul trecut crescuse pana la 22,74%, de la doar 6,45% in 2021. Chiar si dupa introducerea mecanismului de achizitie centralizata intermediat de OPCOM, oferta Hidroelectrica pe piata de furnizare ramane una competitiva, pretul total pe kWh fiind mai mic decat pragurile de 0,8 si 1,3 RON/kWh impuse de Guvern in cazul clientilor care consuma peste 100, respectiv 255 kWh pe luna. Momentan oferta vine la pachet cu probleme pe partea de facturare, inasa ar fi de asteptat ca acestea sa fie rezolvate in cursul acestui an. Chiar si daca aceste probleme persista, niste facturi intarziate sunt de preferat comparativ cu varianta unui pret mare insotit de facturi primite la timp.

Fiind vorba despre un business pentru care costurile variabile sunt unele destul de mici, evolutia veniturilor nu a fost insotita si de o crestere pe masura a cheltuielilor operationale. Cele mai mari cresteri de cheltuieli au venit de la categoriile influentate de expansiunea segmentului de furnizare. Este vorba pe de o parte de cheltuielile cu transportul si distributia energiei electrice, in crestere cu 176 mil. RON (+236,58%) ca urmare a cantitatilor mai mari furnizate, si de cheltuielile cu energia electrica achizitionata, in crestere cu 119,77 mil. RON (+296,22%), din raportarile financiare ale companiei reiesind ca aceasta crestere se refera tot la segmentul de furnizare, si nu la acoperirea diferentelor dintre energia contractata la vanzare si cea produsa efectiv.

Alte cresteri de cheltuieli mai importante au venit de la cele cu apa uzinata (+52,74 mil. RON, sau 47,58%), ca urmare a volumului mai mare de productie si cresterii tarifului stabilit de Agentia Nationala Apele Romane de la 1,23 la 1,40 RON pe mia de metri cubi, cheltuielile cu personalul, in crestere cu 28,83 mil. RON (+21,39%) si ajustarile pentru pierderile de valoare ale imobiliarilor si cele pentru deprecierea creantelor (in total o crestere de 66,08 mil. RON).

Impozitul pe venituri suplimentare, inregistrat in contul de profit si pierdere al Hidroelectrica drept "taxa pentru producatorii de energie electrica", a scazut cu 138,48 mil. RON, sau 37,52%, cel mai probabil ca urmare a vanzarilor mai mici la preturi peste pragul de 450 RON/MWh, dupa introducerea mecanismului de achizitie centralizata.

Cresterea mare a veniturilor si mentinerea relativ stabila a cheltuielilor au facut ca profitul operational sa urce cu 28,34%, de la 1,55 mil. RON in T1 2022 pana la 1,98 mil. RON in T1 2023. Rezervele mari de lichiditati au facut ca si rezultatul financiar sa aiba un impact pozitiv, crescand de la 18,36 mil. RON la 76,98 mil. RON, o evolutie determinata in mare masura de cresterea dobanzilor.

In aceste conditii, profitul net trimestrial a crescut cu 33,81%, de la 1,29 mil. RON la 1,72 mil. RON, un ritm de crestere mai rapid decat cel al profitului operational, dar sub ritmul din 2022. Profitul net TTM a ajuns aproape de 5 mld. RON, mai exact la 4,9 mld. RON, cam la jumătate fata de profitul net anual al celei mai mari companii romanesti listate, OMV Petrom. Rezultatele sunt unele bune, usor peste asteptari, inasa pana la finalul anului e de asteptat sa fie ponderate de plafonarea de pret aplicata de la 1 ianuarie, in asa fel incat profitul net pe 2023 sa ajunga sub cel de anul trecut.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	3L 2023 TTM
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,89	-0,70	-0,76	-0,63	-0,53	-0,68
Numerar/Active	13,82%	11,33%	12,47%	15,82%	14,47%	17,84%
Datorii totale/Active	11,04%	12,71%	13,15%	15,57%	14,87%	15,28%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	2.773	2.680	2.683	4.761	5.972	6.482
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	4,79	3,98	4,33	4,63	5,19	5,45
Rata curenta	4,89	4,10	4,45	4,69	5,26	5,51
Rata numerarului	3,79	3,38	3,67	3,88	3,72	3,62
Efect de levier	0,12	0,15	0,15	0,18	0,17	0,18
Capital de lucru/Vanzari	0,62	0,43	0,51	0,51	0,44	0,60
Durata incasare creante	38,27	28,86	34,35	36,79	52,04	82,57
Rata de rotatie creante	9,54	12,65	10,63	9,92	7,01	4,42
Durata mentinere stocuri	29,54	33,94	29,74	18,15	13,69	14,36
Rata de rotatie stocuri	12,35	10,75	12,27	20,11	26,67	25,42
Durata plata furnizori	72,25	83,88	81,23	57,60	64,03	79,97
Rata de rotatie datorii furnizori	5,05	4,35	4,49	6,34	5,70	4,56
Rata de rotatie numerar	1,66	2,13	1,86	1,87	2,59	2,09
Ciclu conversie numerar (zile)	-4,43	-21,07	-17,14	-2,65	1,70	16,96
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	10,42%	8,02%	8,63%	13,60%	17,56%	17,79%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	11,71%	9,19%	9,94%	16,11%	20,63%	21,00%

<b>Eficiența operațională</b>						
Rata de rotație a activelor	0,23	0,24	0,23	0,30	0,37	0,37
Rata de rotație capital propriu	0,26	0,28	0,27	0,35	0,44	0,44
<b>Profitabilitate</b>						
Marja brută	79,76%	81,75%	79,32%	82,96%	82,14%	81,56%
Marja EBITDA	64,89%	64,15%	69,20%	71,07%	62,73%	63,06%
Marja operațională	51,77%	47,29%	43,69%	53,33%	52,64%	53,01%
Marja netă	45,38%	33,19%	37,23%	46,06%	46,87%	47,63%
Rata efectivă de impozitare	15,29%	33,38%	18,63%	14,25%	14,54%	14,35%

Disponibilitatea rezultatelor trimestriale consolidate în format IFRS ne-a permis să calculăm toți indicatorii la zi, cu rezultatele TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la 31 martie 2023, un lucru pe care nu l-am putut face în materialul anterior.

Sursa: raportările companiei, calcule Prime Transaction

### Risc financiar

Situația s-a păstrat în aceiași parametri ca și anul trecut, cu datoriile financiare mult sub rezervele de lichidități. Nici nu ne putem aștepta la schimbări semnificative în anii următori, planurile investitoriale ale companiei fiind mai degrabă unele de fatadă, cu șanse mici de a fi implementate, cu excepția celor care implică achiziția altor companii.

### Lichiditate

Ratele de lichiditate au crescut și mai mult, pornind deja de la un nivel foarte mare. Nivelul exact este deja unul nerelevant, o rată curentă de 4,5, 10 sau 20 având un impact similar asupra activității companiei.

Ciclul de conversie a numerarului a ajuns peste zero la finalul lui 2022 și a crescut în primul trimestru din 2023, ca urmare a unei creșteri importante a duratei medii de încasare a creanțelor. Motivul acestei creșteri este soldul foarte mare al creanțelor nefacturate din segmentul de furnizare, acesta provenind la rândul său din întârzierile foarte mari cu care au fost emise facturile începând din 2022. Este, asadar, o situație conjuncturală, care ar trebui să dispară treptat pe parcursul anului sau măcar în anul 2024.

### Rentabilitate

Creșterea profitului în anul 2022 a dus mai sus indicatorii de rentabilitate, însă aceștia rămân sub potențial din cauza ponderii foarte mari a capitalurilor proprii în mixul de finanțare. În primul trimestru din 2023 ROA și ROE au avut creșteri ne semnificative față de finalul lui 2022.

### Eficiența operațională

Cei doi indicatori din această categorie țin mai mult de modelul de business și mai puțin de evoluția de la un an la altul, însă creșterea mare a profitului, combinată cu menținerea capitalului propriu și activelor în aceeași zonă, a făcut ca și aici să vedem o îmbunătățire destul de mare.

### Profitabilitate



În mod oarecum surprinzător, profitul foarte mare din 2022 nu a fost obținut pe seama unor marje mai mari, acestea rămânând neașteptat de stabile pentru o companie cu costuri de producție foarte puțin volatile. Marja netă a crescut cu mai puțin de două puncte procentuale între 2021 și T1 2023 TTM, în timp ce marja brută, marja operațională și marja EBITDA au avut chiar scăderi. Precizăm că marja brută este estimată pe baza datelor disponibile în raportările financiare, costul bunurilor vândute nefiind prezentat separat.

## Analiza DuPont

Mai jos am împărțit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprimă cel mai bine raportul între rezultatele pe care le aduce afacerea acționarilor și investiția realizată de aceștia. ROE (calculată ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimată ca un produs între marja netă (Profit net/Venituri), rata de rotație a activelor (Venituri/Active totale) și multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprimă profitabilitatea, al doilea eficiența operațională, iar al treilea structura de finanțare.

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	3L 2023 TTM
Marja netă	45,38%	33,19%	37,23%	46,06%	46,87%	47,63%
Rata rotație active	0,23	0,24	0,23	0,30	0,37	0,37
Multiplicator capital propriu	1,12	1,15	1,15	1,18	1,17	1,18
<b>ROE</b>	<b>11,71%</b>	<b>9,19%</b>	<b>9,94%</b>	<b>16,11%</b>	<b>20,63%</b>	<b>21,00%</b>

Sursa: raportările companiei, calcule Prime Transaction

Din acest tabel putem observa că ROE a avut două momente importante de creștere, primul în 2021, iar al doilea în 2022. În 2021, creșterea de la 9,94% la 16,11% a avut la bază atât creșterea ratei de rotație a activelor, cât și creșterea marjei nete, în timp ce în 2022 creșterea a venit doar de la rata de rotație a activelor, marja netă având o apreciere ne semnificativă. Multiplicatorul capitalului propriu, care ar putea da un

Tip cheltuiala (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	3L 2023 TTM
Energie electrica achizitionata	2,97%	0,62%	0,40%	1,35%	7,32%	7,95%
Amortizare imobilizari	15,58%	17,66%	19,77%	11,35%	8,11%	7,57%
Transport si distributie energie electrica	1,17%	1,54%	1,59%	1,65%	5,23%	6,56%
Cheltuieli cu personalul	8,76%	9,50%	12,91%	8,76%	6,58%	6,36%
Taxa producatori energie electrica	0,00%	0,00%	0,00%	1,99%	7,06%	5,19%
Cheltuieli cu apa uzinata	8,42%	7,84%	7,92%	8,06%	4,74%	4,90%
Alte cheltuieli de exploatare	3,17%	5,90%	4,09%	5,29%	3,55%	3,37%
Cheltuieli cu certificatele verzi	0,00%	0,00%	0,36%	0,78%	1,92%	1,80%
Ajustari pierderi de valoare imobilizari	-2,98%	-0,83%	4,57%	6,09%	1,53%	1,75%
Reparatii, intretinere, materiale si consumabile	2,28%	2,67%	2,68%	1,06%	0,87%	0,83%
Ajustari depreciere creante	0,50%	0,03%	0,47%	0,29%	0,45%	0,73%
Ajustari depreciere stocuri	0,01%	0,01%	0,70%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezultat net provizioane	8,34%	7,79%	0,86%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezultat financiar net	-1,80%	-2,54%	-2,06%	-0,39%	-2,20%	-2,60%
Impozit pe profit	8,19%	16,63%	8,52%	7,66%	7,97%	7,98%
<b>Total cheltuieli</b>	<b>54,62%</b>	<b>66,81%</b>	<b>62,77%</b>	<b>53,94%</b>	<b>53,13%</b>	<b>52,37%</b>
<b>Marja netă</b>	<b>45,38%</b>	<b>33,19%</b>	<b>37,23%</b>	<b>46,06%</b>	<b>46,87%</b>	<b>47,63%</b>

impuls semnificativ rentabilitatii, a ramas foarte stabil, in principal din lipsa proiectelor investitionale care ar fi putut fi finantate prin indatorare.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In al doilea tabel am impartit cheltuielile pe categorii, pentru a avea o imagine a modului in care se formeaza marja neta si pentru a observa ce elemente de cheltuieli ar putea avea un impact mai mare asupra acesteia, in cazul in care ar fi reduce.

Se poate observa ca, in ultimii ani, cele mai importante categorii de cheltuieli au cunoscut o schimbare determinata in principal de ascensiunea segmentului de furnizare de energie. Costurile cu energia electrica achizitionata, in principal pentru activitatea de furnizare, au ajuns sa aiba cea mai mare pondere in venituri in ultimele 12 luni, iar cele cu transportul si distributia energiei electrice au urcat pe locul al treilea, ambele venind de la ponderi nesemnificative cu cativa ani in urma. Pe de alta parte, cheltuielile cu amortizarea imobilizarilor si cele cu apa uzinata, aferente activitatii de productie, au ajuns la ponderi mult mai mici, atat ca urmare a schimbarii structurii veniturilor, cat si ca urmare a lipsei investitiilor noi (in cazul primei categorii de cheltuieli).

Avand in vedere ca majoritatea cheltuielilor importante sunt conectate la venituri, iar scaderea lor e imposibila fara ca si cele din urma sa aiba de suferit, putem concluziona ca marja neta este destul de inflexibila, fiind greu de majorat pe termen scurt. Asadar, cresterea rentabilitatii, si implicit a valorii aduse actionarilor pentru investitia lor initiala, se poate baza mai degraba pe masuri strategice cum ar fi investitiile si schimbarea mixului de finantare, decat pe eficientizarea activitatii curente.

## Multipli de piata ai companiilor similare

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Brookfield Renewable Partners (SUA)		1,79	1,74	16,99	11,05
CK Power (Tailanda)	12,48	1,08	2,67	18,88	5,97
Electricite de France (Franta)		1,40	0,33	6,36	0,88
Energias de Portugal (Portugalia)	17,97	1,72	0,97	9,81	2,13
Engie (Franta)	241,72	0,99	0,36	4,81	0,67
Neoenergia SA (Brazilia)	4,08	0,69	0,44	4,59	1,29
Southern Company (SUA)	22,59	2,48	2,60	14,38	4,78
<b>Medie fara extreme</b>	<b>14,28</b>	<b>1,45</b>	<b>1,30</b>	<b>10,83</b>	<b>2,62</b>
Mediana emitenti Utilities-Renewable Europa	18,27	2,09	3,35	13,04	4,94
Mediana emitenti Regulated Electric Europa	6,41	0,70	0,79	4,34	0,72

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Avand in vedere intervalul de timp scurt pana la listarea companiei (daca momentul va fi intr-adevar cel care s-a vehiculat recent in spatiul public), am preferat sa nu facem o actualizare a evaluarii din raportul de initiere a acoperirii, ci doar o trecere in revista a multiplilor de piata la care se tranzactioneaza in prezent companiile pe care le consideram comparabile cu Hidroelectrica, impreuna cu medianele multiplilor emitentilor europeni din cele doua sub-sectoare in care s-ar incadra compania, energie regenerabila (Utilities-Renewable) si electricitate reglementata (Regulated Electric).

Din calculul mediei am exclus valorile extreme, acestea fiind doar doua, P/E de la Engie si EV/S de la Brookfield Renewable Partners. Desi mediile tuturor celor cinci multipli de piata sunt mai mici decat cele din prima parte a lui decembrie 2022, diferentele sunt destul de mici. Directia este si aceeași si in cazul medianelor emitentilor din cele doua sub-sectoare, scaderile fiind ceva mai mari in cazul celui de energie regenerabila.

Departament analiza,

Marius Pandelescu

*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!*

*Cum?*

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce știri au mișcat prețurile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

### **Editoriale**

Opinii ale specialiștilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evoluții cu impact asupra pietelor bursiere.

**Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!**

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

### Política SSIF Prime Transaction SA privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare

Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obținute din surse considerate de noi a fi de încredere, însă nu putem garanta corectitudinea și completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA și autorii acestui material ar putea deține în diferite momente valori mobiliare la care se face referire în aceste materiale sau ar putea acționa ca formator de piață pentru acestea. Materialele pot include date și informații publicate de societatea emitentă prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotărâri AGA/AGEA etc.) precum și date de pe diverse pagini web.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără a enumera să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

Decizia finală de cumpărare sau vânzare a acestora trebuie luată în mod independent de fiecare investitor în parte, pe baza unui număr cât mai mare de opinii și analize.

SSIF Prime Transaction SA și realizatorii acestui raport nu își asumă niciun fel de obligație pentru eventuale pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. De asemenea nu sunt răspunzători pentru veridicitatea și calitatea informațiilor obținute din surse publice sau direct de la emitenți. Dacă prezentul raport include recomandări, acestea se referă la investiții în acțiuni pe termen mediu și lung. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate și a recomandărilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se găsește pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro), la secțiunea „Informații piață”/”Materiale analiză”. Rapoartele sunt realizate de angajații SSIF Prime Transaction SA, după cum sunt identificați în conținutul acestora și având funcțiile descrise în acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandărilor pentru investiții ale SSIF Prime Transaction SA, precum și lista cu potențiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investiții și recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA consideră necesar. Data la care se publică/modifică un raport este identificată în conținutul acestuia și/sau în canalul de distribuție folosit.

Conținutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publică, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fără acordul scris în prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplică măsuri de ordin administrativ și organizatoric pentru prevenirea și evitarea conflictelor de interese în ceea ce privește recomandările, inclusiv modalități de protecție a informațiilor, prin separarea activităților de analiză și research de alte activități ale companiei, prezentarea tuturor informațiilor relevante despre potențiale conflicte de interese în cadrul rapoartelor, păstrarea unei obiectivități permanente în rapoartele și recomandările prezentate.

Investitorii sunt avertizați ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degrabă forme de estimare și nu pot garanta un profit cert. Investiția în valori mobiliare este caracterizată prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atribuții de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiară, <http://www.asfromania.ro>

Aceste informații sunt prezentate în conformitate cu Regulamentul delegat (UE) 565/2017 și Directiva 2014/65/UE.



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: [office@primet.ro](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

[WWW.PRIMET.RO](http://WWW.PRIMET.RO)