

Strategia energetică a României: Implicații pentru dezvoltarea economică și piața de capital

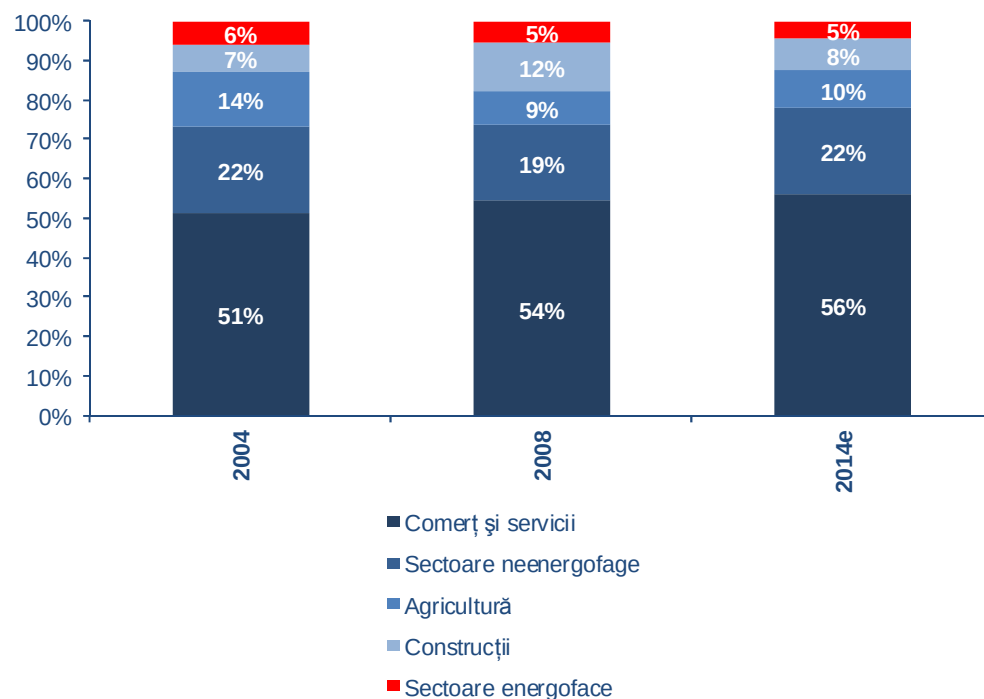
Martie 2015

Investițiile în eficiența energetică și liberalizarea piețelor de gaze și electricitate au pus presiune pe consumul de energie

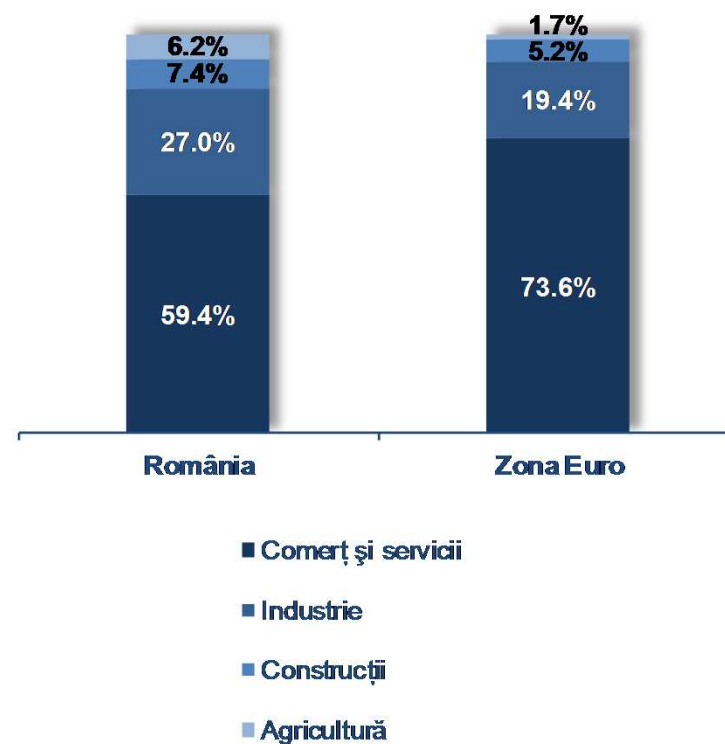


ERSTE GROUP

Dinamica structurii PIB în perioada 2004 - 2014

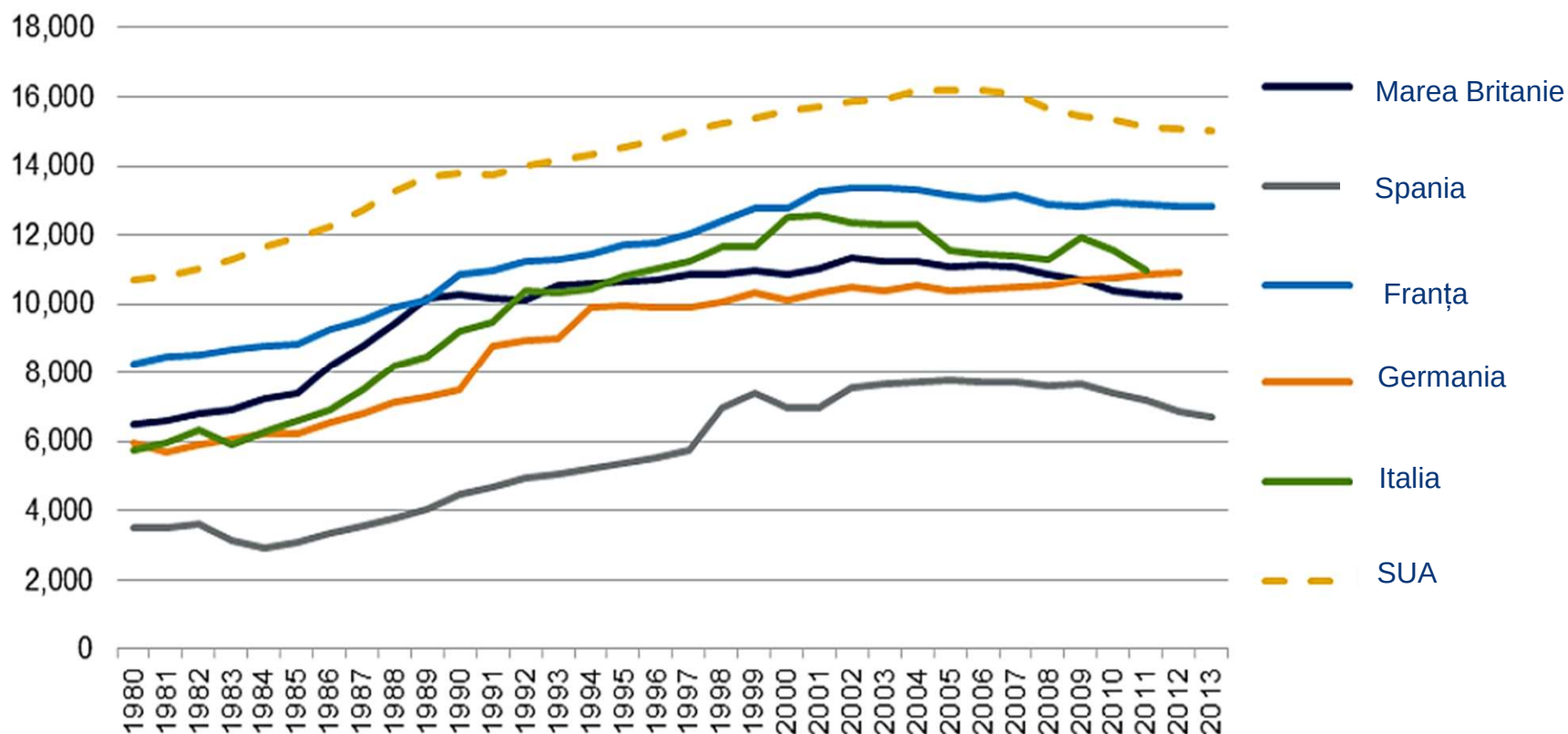


Structură PIB România VS. Zona Euro



Consumul de combustibil pentru autoturisme este în contracție ca urmare a schimbării stilului de viață

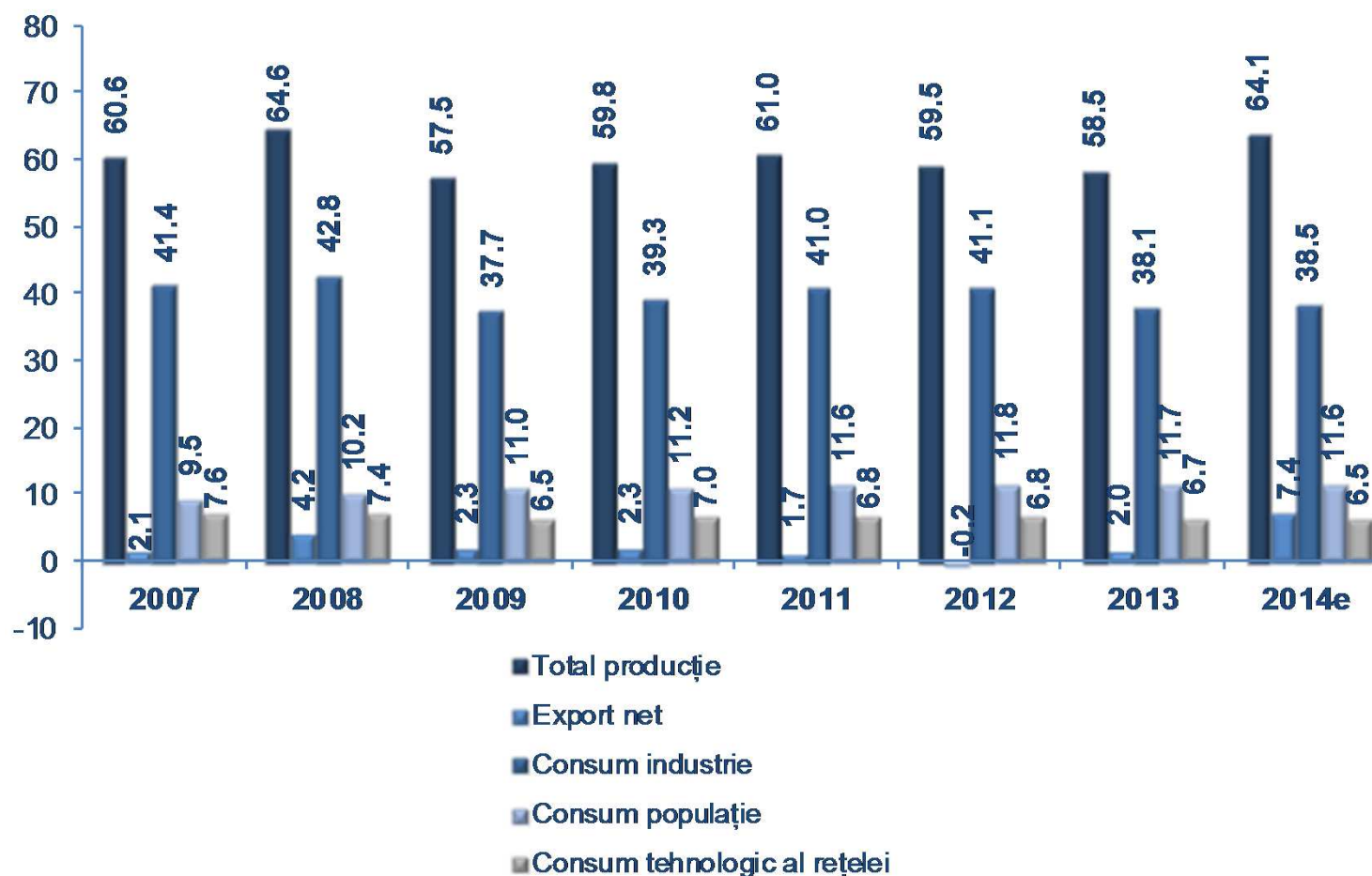
Kilometri conduși / locuitor



Energie electrică

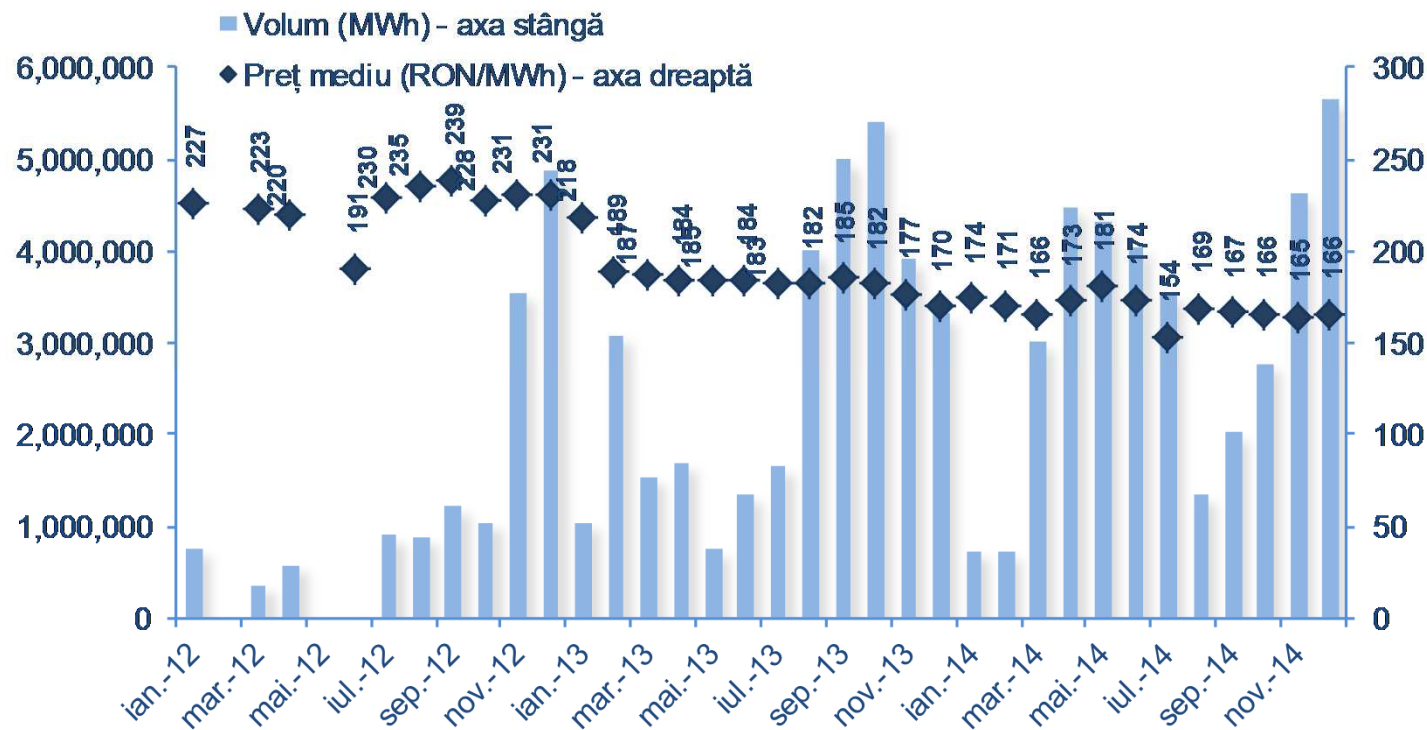
Consumul populației stagnează, consumul industrial s-a stabilizat temporar, exportul rămâne volatil

Evoluția producției, consumului și exportului de electricitate în perioada 2007 - 2014



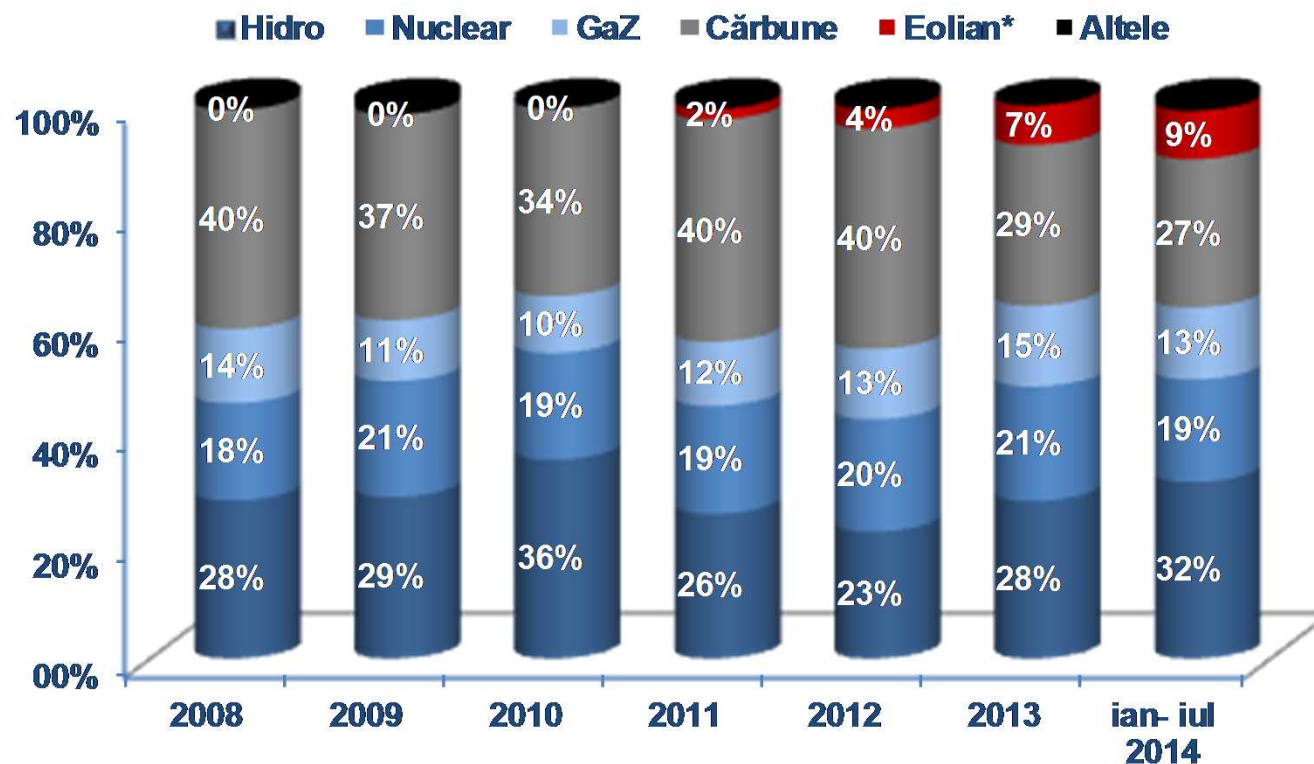
Scădere majoră a prețului curentului electric pe piața OPCOM în condiții de supraofertă

Evoluția volumului și prețului electricității tranzacționate pe Piața Centralizată a Contractelor Bilaterale OPCOM (2012 – 2014)



Noul mix energetic: Boom-ul energiei verzi pune presiune pe producătorii pe bază de cărbune, care pierd cotă de piață

Structura producției de electricitate în perioada 2008 - 2014



În pofida unor modernizări majore a unităților pe bază de cărbune, necesitățile de investiții rămân ridicate

Companie	Unități generare	Capacitate instalată (MWh)	Punere în funcțiune	Nr. de ani în operare	Modernizare	Investiții de mediu
CE Oltenia	Turcenii - Grup 3	330	1980	35	NU (planificat)	DA
	Turcenii - Grup 4	330	1981	34	DA	DA
	Turcenii - Grup 5	330	1983	32	DA	DA
	Turcenii - Grup 6	330	1985	30	NU (planificat)	DA
	Turcenii - Grup 7	330	1987	28	NU (planificat)	NU (planificat)
	Rovinarii - Grup 3	330	1976	39	DA	DA
	Rovinarii - Grup 4	330	1979	36	DA (2014)	DA
	Rovinarii - Grup 5	330	1977	38	NU (planificat)	NU
	Rovinarii - Grup 6	330	1979	36	DA	DA
	Craiova - Îșalnița Bloc 7	315	1967	48	NU (planificat)	DA
	Craiova - Îșalnița Bloc 8	315	1976	39	NU	DA
	Craiova - Bloc 1	150	1987	28	NU	NU (planificat)
	Craiova - Bloc 2	150	1989	26	NU	NU (planificat)
Nuclearelectrica	Reactor 1 CANDU -6	706.5	1997	18	Reactorul 1 funcționează în condiții de 8 siguranță până în 2022 - 2025	
	Reactor 1 CANDU -6	706.5	2007	8		

Structura activelor Hidroelectrica după vechime

<20 ani	21%
20-50 ani	73%
>50 ani	6%

Modelul corporate european: Mix de producție și expunere pe activități reglementate (transport/ distribuție electricitate)



ERSTE GROUP

Producător electricitate	Țara	Capacitate instalată (MWh)	Producție (TWh)	Mix producție electricitate*						Contribuție activități reglementate**
				Hidro	Nuclear	Cărbune	Gaz	Eolian	Altele	
CEZ	Cehia	15,199	67	4%	46%	46%	-	2%	2%	40%
PGE	Polonia	10,982	57	-	-	98%	-	-	2%	48%
Tauron	Polonia	5,500	19	-	-	87%	-	-	4%	95%
Verbund	Austria	10,916	36	87%	-	7%	5%	-	1%	17%
Fortum	Finlanda	9,475	69	26%	35%	7%	29%	-	3%	56%
Iberdrola	Spania	45,009	136	33%	52%	5%	-	-	10%	49%
EDP	Portugalia, Spania	22,954	45	34%	-	-	17%	33%	16%	38%
Rushydro	Rusia	36,500	124	77%	-	16%	7%	-	-	33%
OGK-2	Rusia	17,995	71	75%	-	-	25%	-	-	0%
Tractebel Energia	Brazilia	8,740	35	83%	-	-	13%	-	4%	0%
AES Tiete	Brazilia	2658	16	100%	-	-	-	-	-	0%
Hidroelectrica	România	6,644	18	100%	-	-	-	-	-	0%
Nuclearelectrica	România	1,414	11	-	100%	-	-	-	-	0%
CE Oltenia	România	3,570	13	-	-	100%	-	-	-	0%

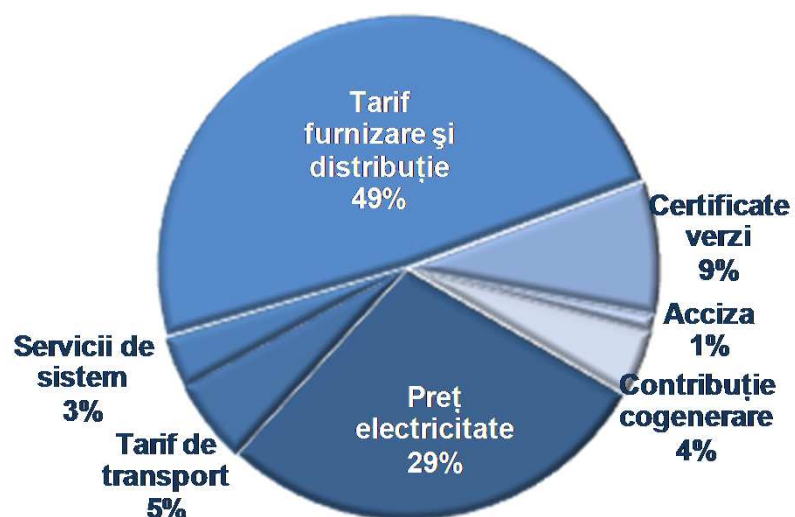
*) Structura după volum a producției de electricitate din diferite surse

**) Contribuția altor linii de business precum transport, distribuție sau furnizare de electricitate în totalul profitului operațional (EBITDA) al companiei

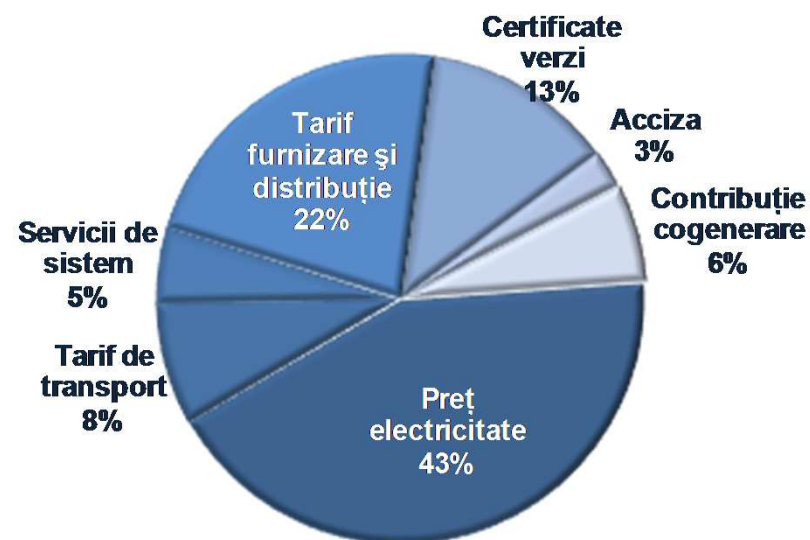
Tarifele de distribuție și furnizare au o pondere ridicată în prețul final la consumator

Structura prețului la electricitate plătit de consumatorul final (fără TVA)

Gospodării



Companii, voltaj mediu



Profitabilitate ridicată și îndatorare nesemnificativă a distribuțiilor de electricitate până în 2013

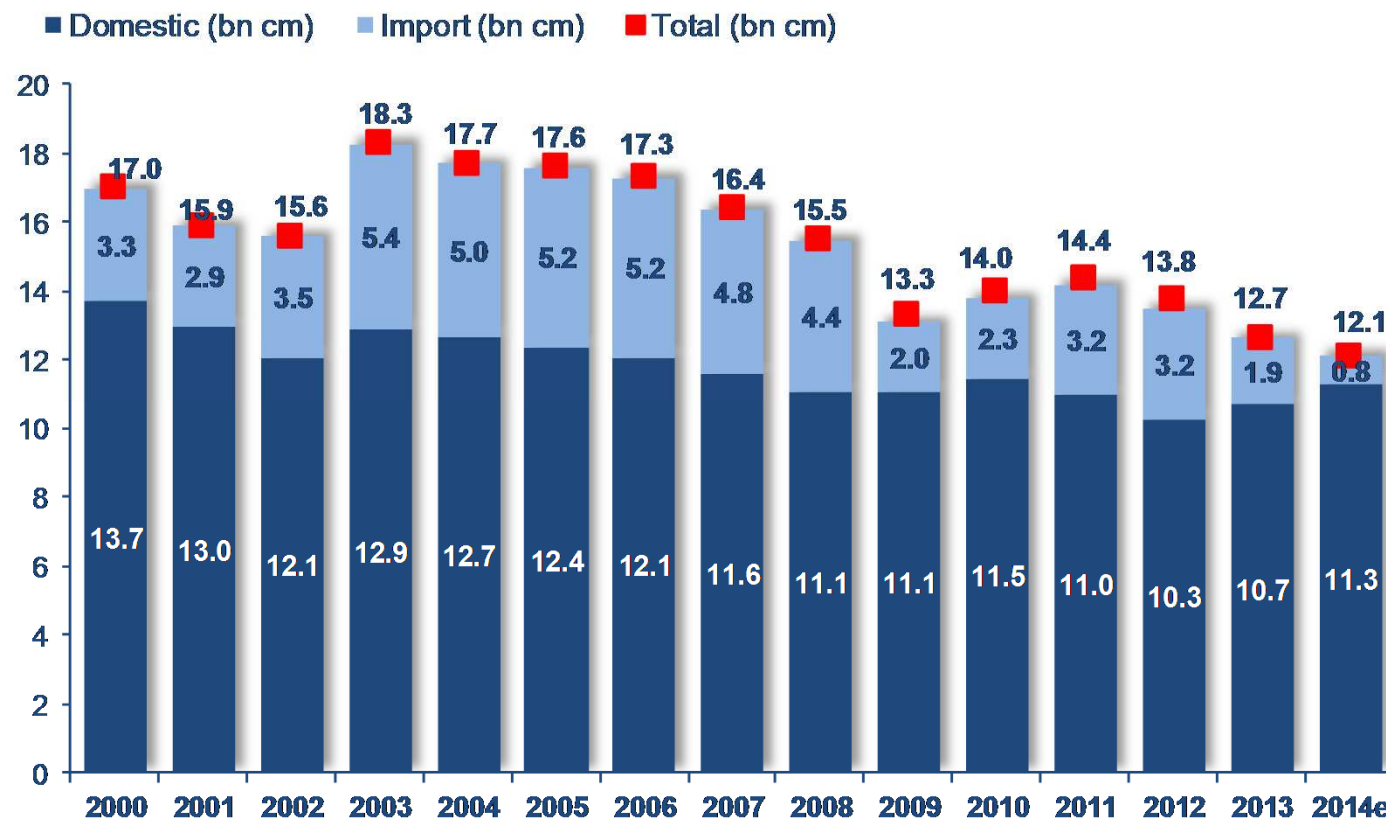
Distribuitor electricitate	Cifra de afaceri (mil. RON)		Rezultat operațional / EBITDA (mil. RON)		Rezultat net (mil. RON)		Marja profit operațional (%)		Marja profit net (%)		Datorie financiară netă (mil. RON)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
CEZ Distribuție	829.7	810.1	283.1	211.6	86.0	0.7	34%	26%	10%	0%	n.a.	n.a.
E.ON Moldova Distribuție	665.6	702.0	212.8	254.9	71.3	87.0	32%	36%	11%	12%	n.a.	n.a.
ENEL Distribuție Banat	603.2	625.1	292.4	335.1	167.2	190.7	48%	54%	28%	31%	-610.7	-809.6
ENEL Distribuție Muntenia	869.9	891.8	357.9	424.0	206.3	267.2	41%	48%	24%	30%	-1,210.5	-1,515.7
ENEL Distribuție Dobrogea	480.3	509.3	189.7	248.2	94.5	133.5	39%	49%	20%	26%	-298.9	-350.7
Electrica Distribuție Transilvania Nord	571.1	615.6	161.6	205.5	53.1	63.7	28%	33%	9%	10%	52.9	25.2
Electrica Distribuție Transilvania Sud	632.8	672.5	156.4	211.9	45.8	69.4	25%	32%	7%	10%	73.6	68.2
Electrica Distribuție Muntenia Nord	720.2	755.6	165.6	146.8	87.1	126.5	23%	19%	12%	17%	-265.5	-286.2

Notă: Rezultate financiare potrivit RAS

Gaze naturale

Consumul de gaze s-a ajustat cu 12% în ultimii doi ani în condițiile dereglementării prețului gazului pentru industrie

Evoluția consumului de gaze în perioada 2000 - 2014

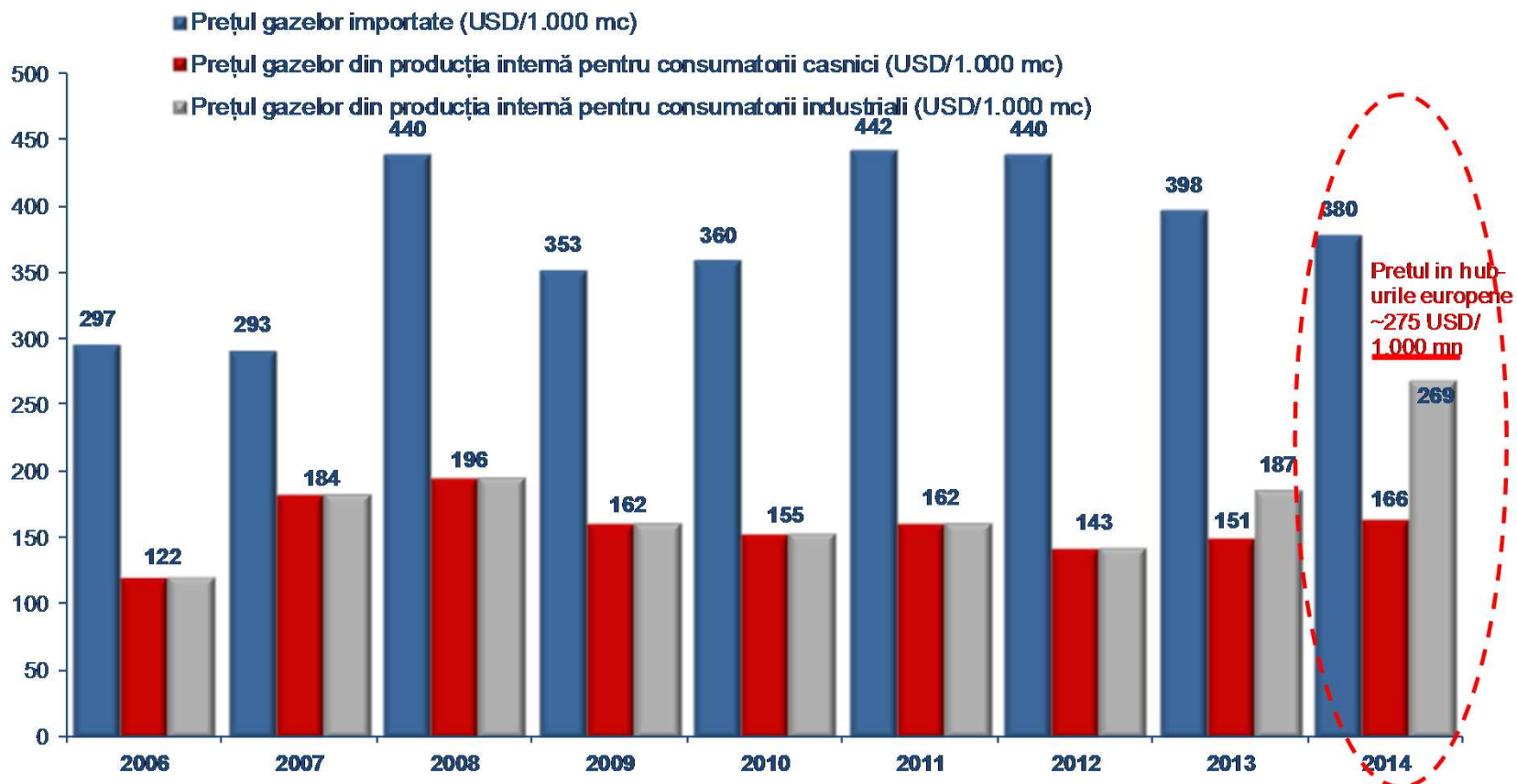


Piața gazelor pentru consumatorii industriali este considerată **ERSTE**

deja liberalizată de către autorități

ERSTE GROUP

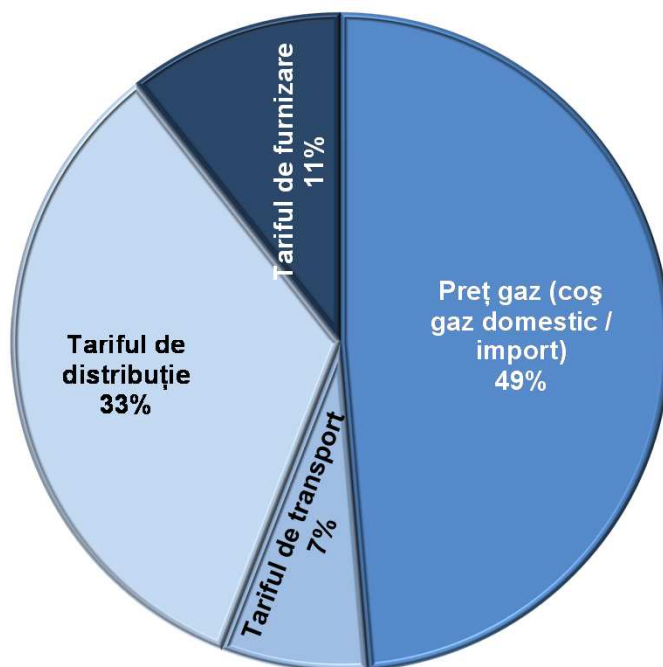
Evoluția prețului la gaze în perioada 2006 - 2014



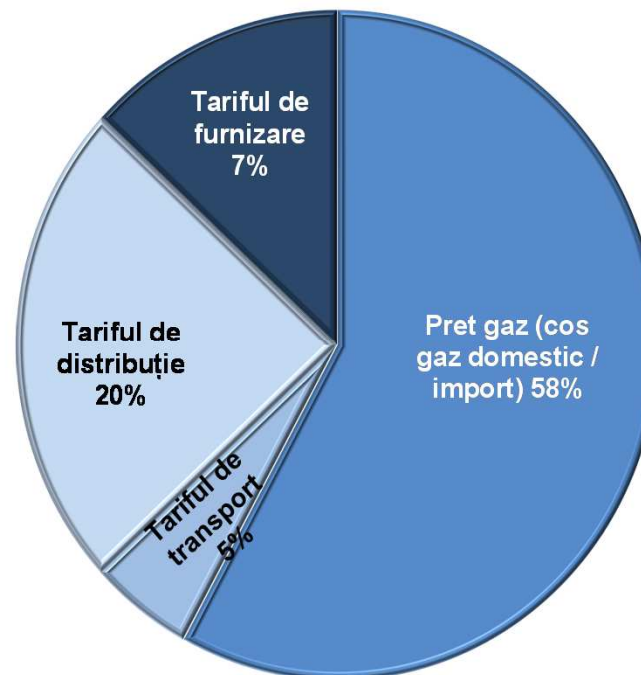
Sursa: ANRE, Petrom, BCR Cercetare

Pondere ridicată a tarifelor de distribuție și furnizare în prețul final al gazelor naturale

Consumatori casnici*

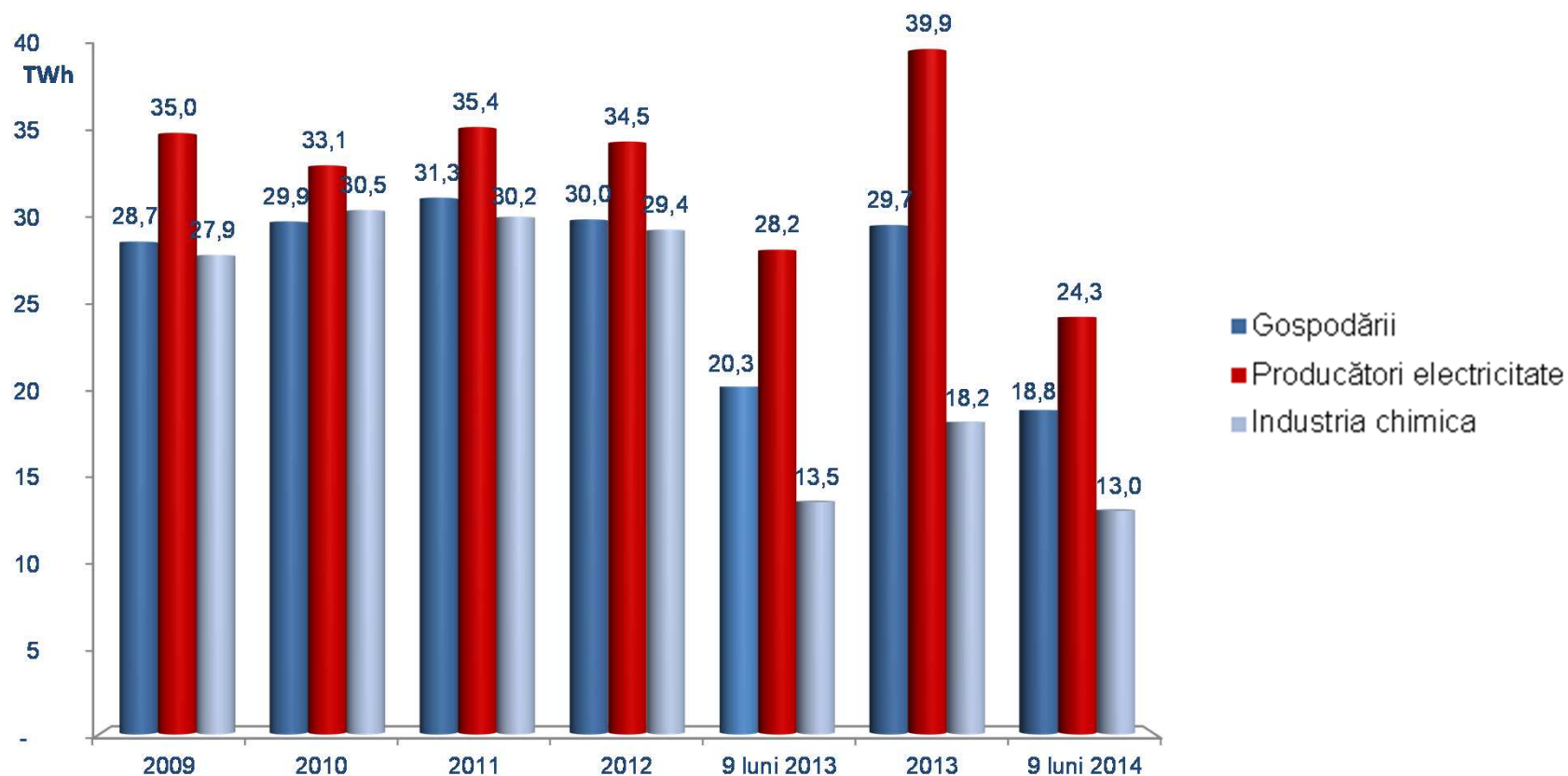


Consumatori industriali*

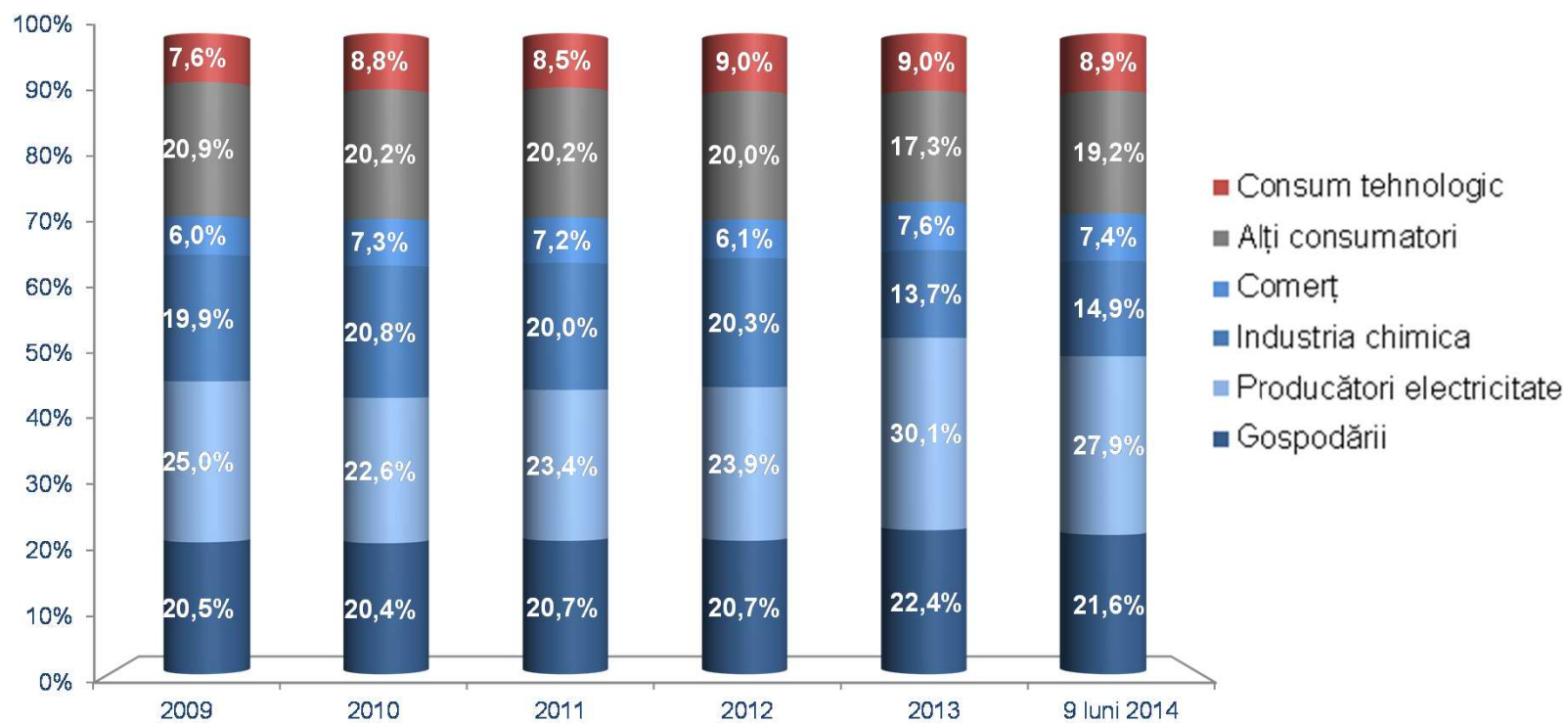


*) fără TVA

Consumul de gaze al producătorilor de electricitate s-a ajustat cel mai mult în 2014

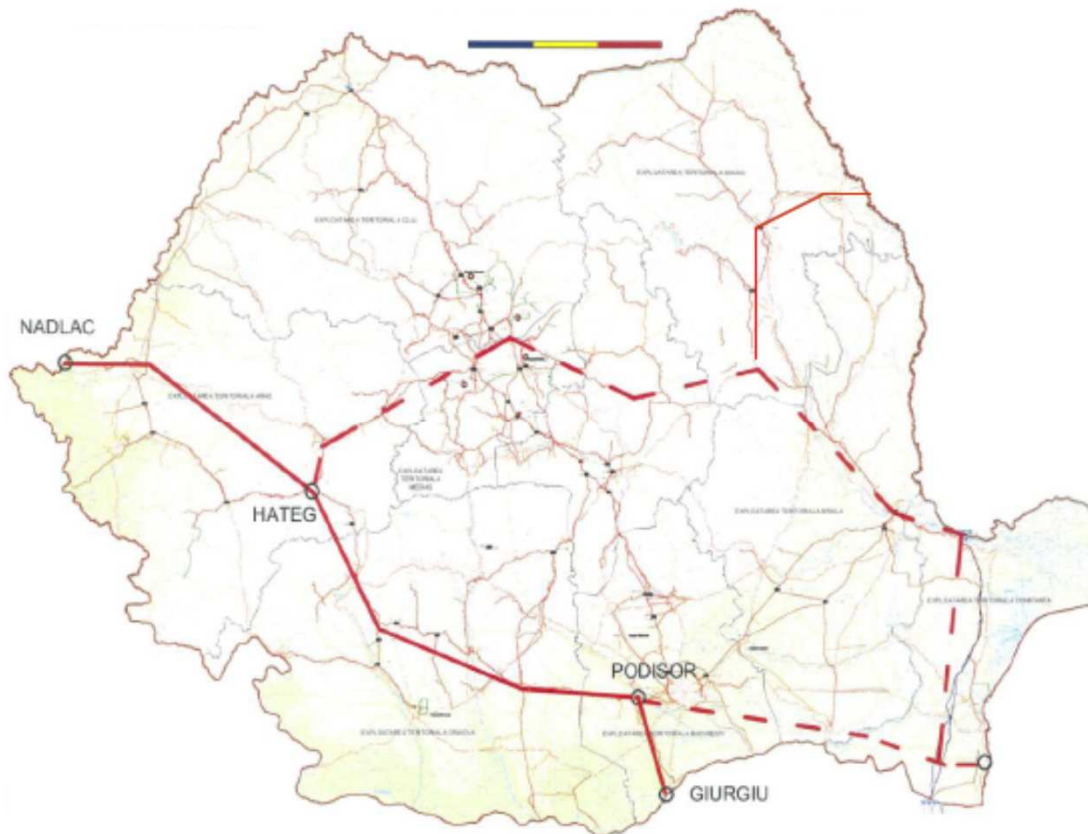


Structura consumului de gaze naturale pare stabilizată



Dezvoltarea interconexiunilor cu Bulgaria și Ungaria

Conectarea coridorului BRUA la Marea Neagră



Legendă:

- Coridorul de transport BRUA (Bulgaria – România – Ungaria – Austria)
- - Acces la noi surse de gaze

Investiții de 1,1 mld euro:

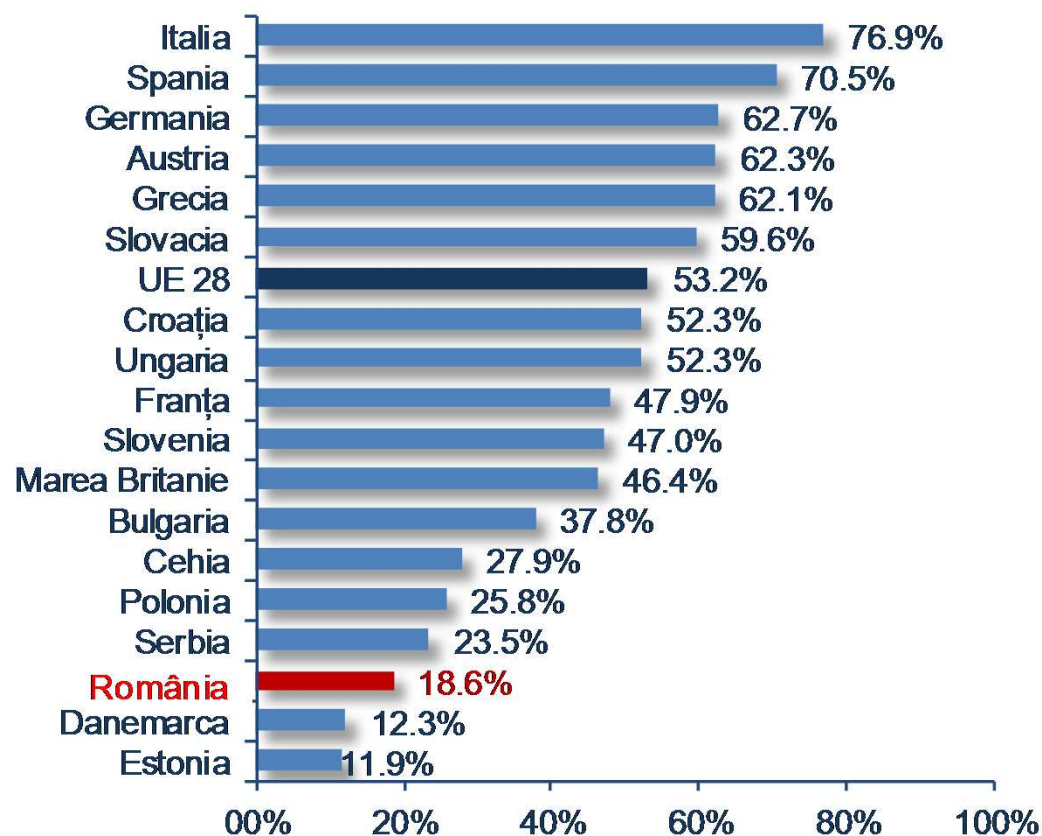
- Conducta de transport care leagă interconexiunile cu Bulgaria și Ungaria, parte din coridorul BRUA
- Conectarea BRUA la resursele de gaze din Marea Neagră

Mix de finanțare:

- 400 mil euro fonduri proprii (Trasgaz)
- 400 mil euro împrumuturi (Trasgaz)
- 300 mil euro fonduri europene

Realitate durabilă: România are una dintre cele mai reduse rate de dependență de importurile de energie

Rata de dependență energetică 2013 (%)



Concluzii - Provocări și evoluții potențiale în sectorul energetic

- Consumul intern de electricitate și gaze naturale va continua să se ajusteze ca urmare a investițiilor în eficiența energetică
- Necesitar major de investiții pentru modernizarea capacităților vechi (centrale hidro, reactorul 1 de la Cernavoda), dar mai ales în unități noi pe cărbune
- Provocare majoră a sectorului în ceea ce privește funcționarea în regim de eficiență a producătorilor de electricitate pe bază de cărbune
- O variantă posibilă de consolidare și eficientizare a jucătorilor din sectorul de energie electrică constă în fuziuni și preluări în jurul marilor jucători existenți
- Ponderea ridicată a tarifelor de distribuție și furnizare, de peste 35%, în prețul final al energiei electrice și gazelor naturale, se va reflecta probabil într-un risc de reglementare mai mare decât în cazul serviciilor de transport
- În condițiile în care depozitele de gaze din Marea Neagră se vor dovedi exploatabile comercial, montajul financiar pentru dezvoltarea infrastructurii de tranzit (inclusiv a interconexiunilor cu Bulgaria și Ungaria) este unul viabil pentru Transgaz

Implicații pentru piața de capital

Rezultate financiare 2014 companii listate din energie și utilități

Companie	Cifră de afaceri (mil. RON)	Rezultat exploatare / EBITDA (mil. RON)	Profit net (mil. RON)	Datorii financiare (mil. RON)	Cash (mil. RON)
Petrom	21,541	8,145	2,100	1,863	1,268
Romgaz	4,493	2,511	1,434	0	1,954
Trasgaz	1,615	783	507	24	558
Transelectrica	1,309	787	370	993	865
Electrica*	5,157	749	314	353	651
Nuclearelectrica	1,685	606	137	1,701	1,152
Hidroelectrica	3,406	2,190	967	605	n.a.

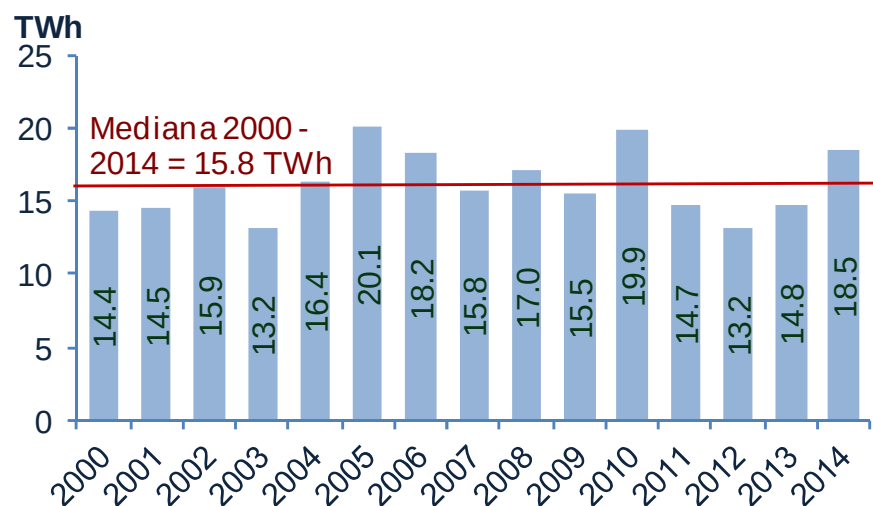
*)2013 IFRS consolidat

Driveri (+)/Riscuri (-)

- (+) Cele mai mici costuri de producție a electricității dintre producătorii autohtoni**
- (-) Preț scăzut al electricității pe termen mediu**
- (-) Unitatea 1 mai poate funcționa în condiții de siguranță până în 2022 – 2025**
- (-) Implicarea potențială în numeroase proiecte de investiții (reactoarele 3 și 4, cablul sub marin cu Turcia, hidrocentrala Tarnița, proiecte ale Companiei Naționale a Uraniului)**
- (-) Expunere viitoare la creșterea prețului uraniului**

Hidroelectrica: Restructurare sustenabilă în insolvență, dar profitabilitate condiționată încă de elemente discreționare

Evoluția producției de electricitate a companiei
Hidroelectrica



Driveri (+)/Riscuri (-)

- (+) Cost redus de producție a electricității
- (+) Flexibilitate ridicată în asigurarea echilibrării SEN și în acoperirea vârfurilor de sarcină
- (+) Etape majore de restructurare parcurse în insolvență
- (-) Preț de vânzare sub cel de piață stabilit de ANRE pe segmentul reglementat
- (-) Creșterea arbitrară a taxării (taxa pe construcții speciale, taxa pe apă uzinată)
- (-) Volatilitatea producției de electricitate la condițiile hidrologice

Transelectrica: Risc redus de reglementare și un nou profil de profitabilitate mult îmbunătățit

Driveri (+)/Riscuri (-)

- (+) Pondere redusă (sub 5%) a tarifului de transport în prețul final al electricității ce va permite tarife viitoare rezonabile aprobate de ANRE
- (+) Guvernanța corporatistă mult îmbunătățită începând din 2013
- (+) Un nou profil de profitabilitate sustenabil pe TL, mult mai atractiv decât situația valabilă până în 2012
- (+) Spațiu de îndatorare ridicat pentru a finanța sustenabil programe majore de investiții
- (-) Volumele de electricitate transportate sunt presate de scăderea/stagnarea consumului intern

Electrica: Achiziția pachetelor minoritare ale FP în subsidiare -potențiala utilizare a fondurilor atrase în IPO

Driveri (+)/Riscuri (-)

- (+) Oportunități de achiziții finanțate cu capitalul colectat în IPO
- (+) Reducerea cheltuielilor cu consumul propriu tehnologic în condițiile scăderii majore a prețului curentului electric
- (+) Spațiu major de îndatorare pe termen lung
- (-) Volumele de electricitate distribuite sunt presate de scăderea/stagnarea consumului intern
- (-) Ponderea substanțială a tarifului de distribuție și furnizare în prețul final al electricității (peste 30%) s-ar putea reflecta în risc ridicat de reglementare

Driveri (+)/Riscuri (-)

(+) Majorarea prețului de vânzare al gazelor după pașii de liberalizare deja implementați în 2013/14

(+) Finalizarea retehnologizării rafinăriei Petrobrazî

(+) Jucător major în cazul descoperirilor de gaze din Marea Neagră

(-) Reducerea ratei de înlocuire a rezervelor

(-) Taxa pe construcții speciale a afectat sensibil profitabilitatea în 2014

(-) Cotații reduse ale petrolului pe termen mediu

(-) Posibilitatea stopării distribuției de dividende în 2015 și 2016

Romgaz: Fără driveri majori de creștere a profitabilității după 2014

Driveri (+)/Riscuri (-)

(+) Majorarea prețului de vânzare al gazelor după pașii de liberalizare deja implementați în 2013/14

(+) Program extensiv de explorare, cu rezultate intermediare promițătoare

(+) Declinul anualizat al producției stabilizat la sub 1% în ultimii 5 ani

(-) Absența unui catalizator major de creștere a profitabilității după încheierea liberalizării pentru consumatorii industriali

(-) Redezvoltarea câmpurilor mature ar putea pune presiune pe OPEX pe TL

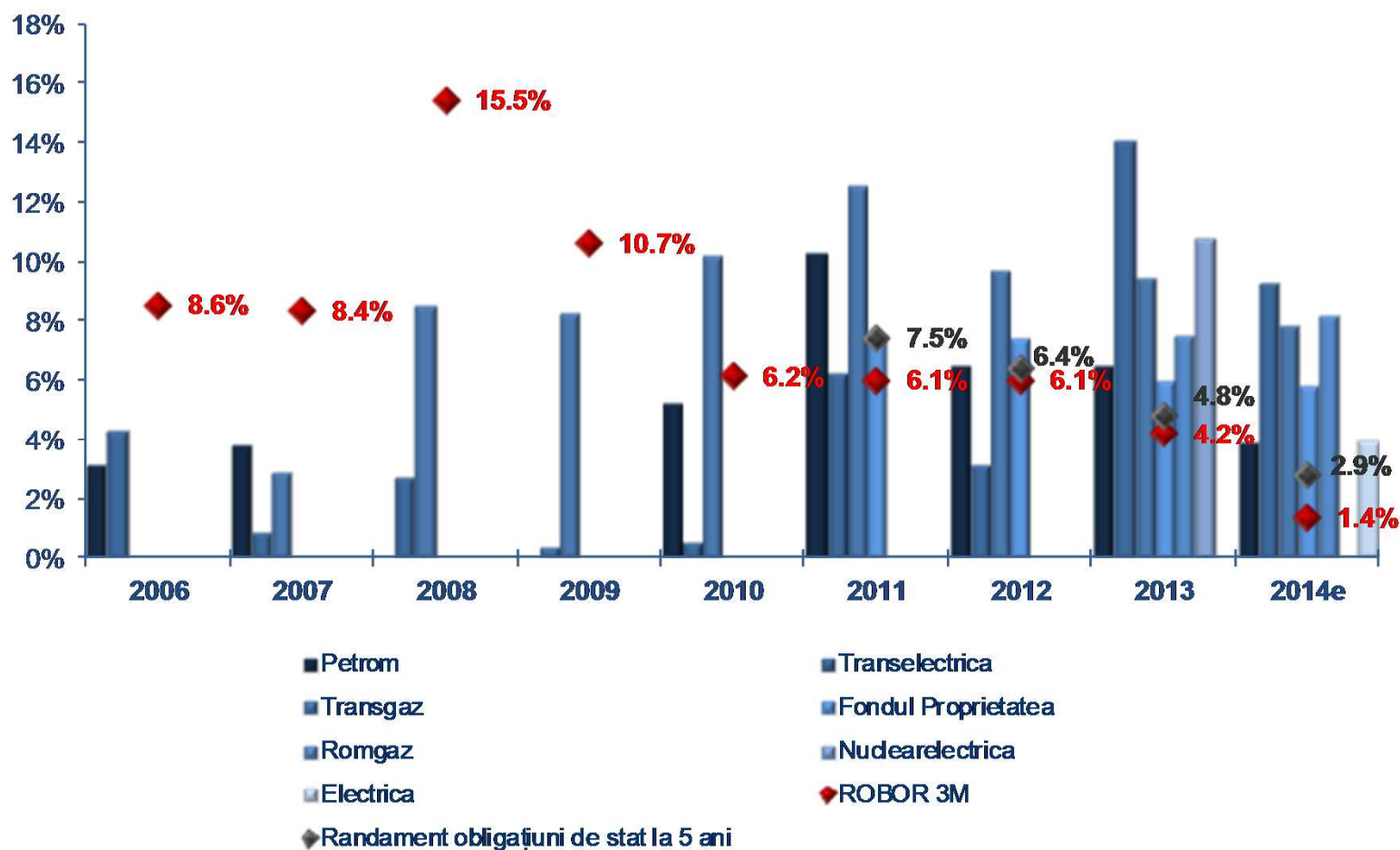
(-) Risc de provizioane pentru clienți rău platnici în zona consumatorilor industriali

Driveri (+)/Riscuri (-)

- (+) Pondere redusă tarif transport în preț final gaze (<10%)
- (+) Tendința de stabilizare a cantităților de gaze transportate
- (+) Decizii favorabile ale ANRE de schimbare a structurii tarifului de transport
- (+) Transportul gazelor din Marea Neagră aduce perspective de majorare a dimensiunii business-ului pe TL
- (+) Spațiu de îndatorare sustenabil pentru a finanța parțial prin credit proiectul Marea Neagră
- (-) Scăderea tarifului reglementat în anul viitor de reglementare

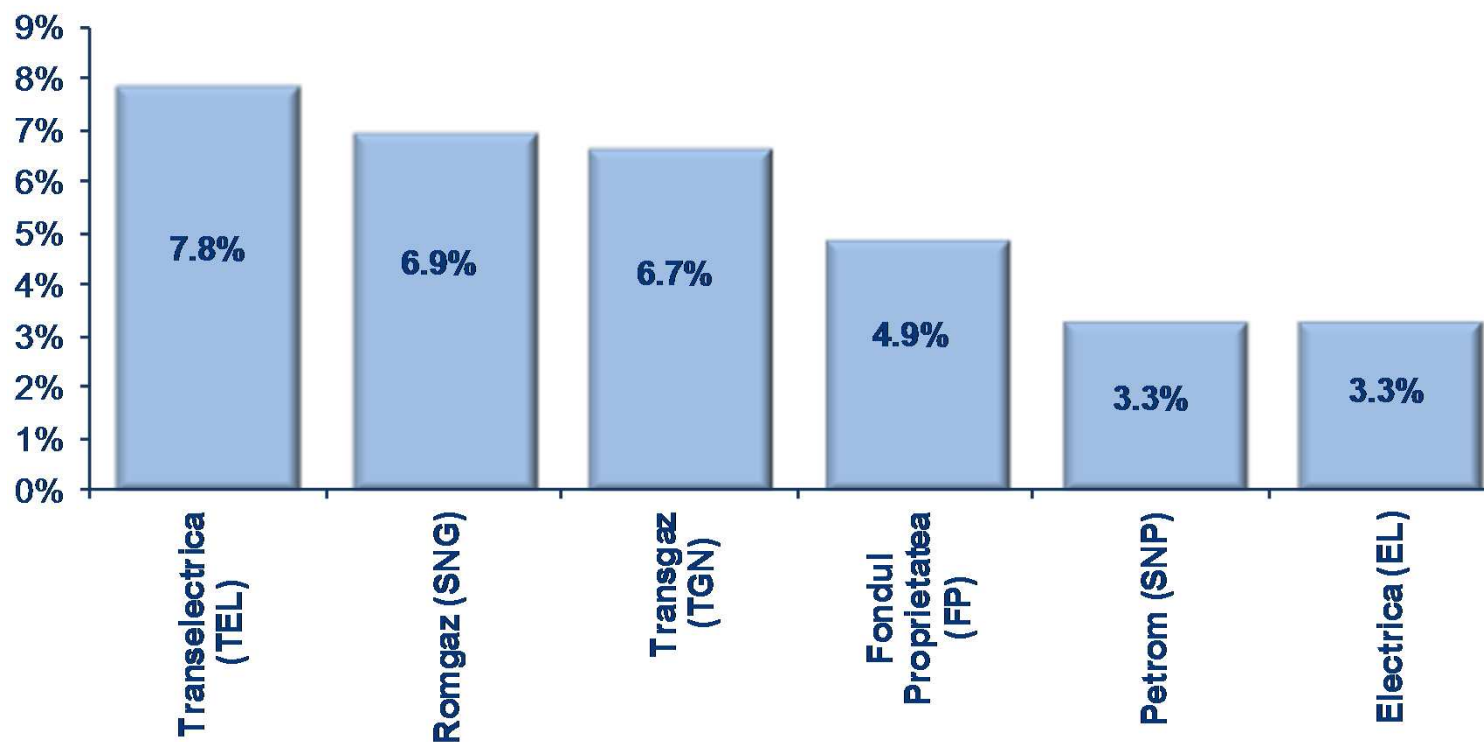
Randamentul dividendelor principalelor acțiuni a devenit atractiv din 2013 prin raportare la nivelul dobânzilor

Evoluția randamentului brut al dividendului oferit de cele mai importante companii listate



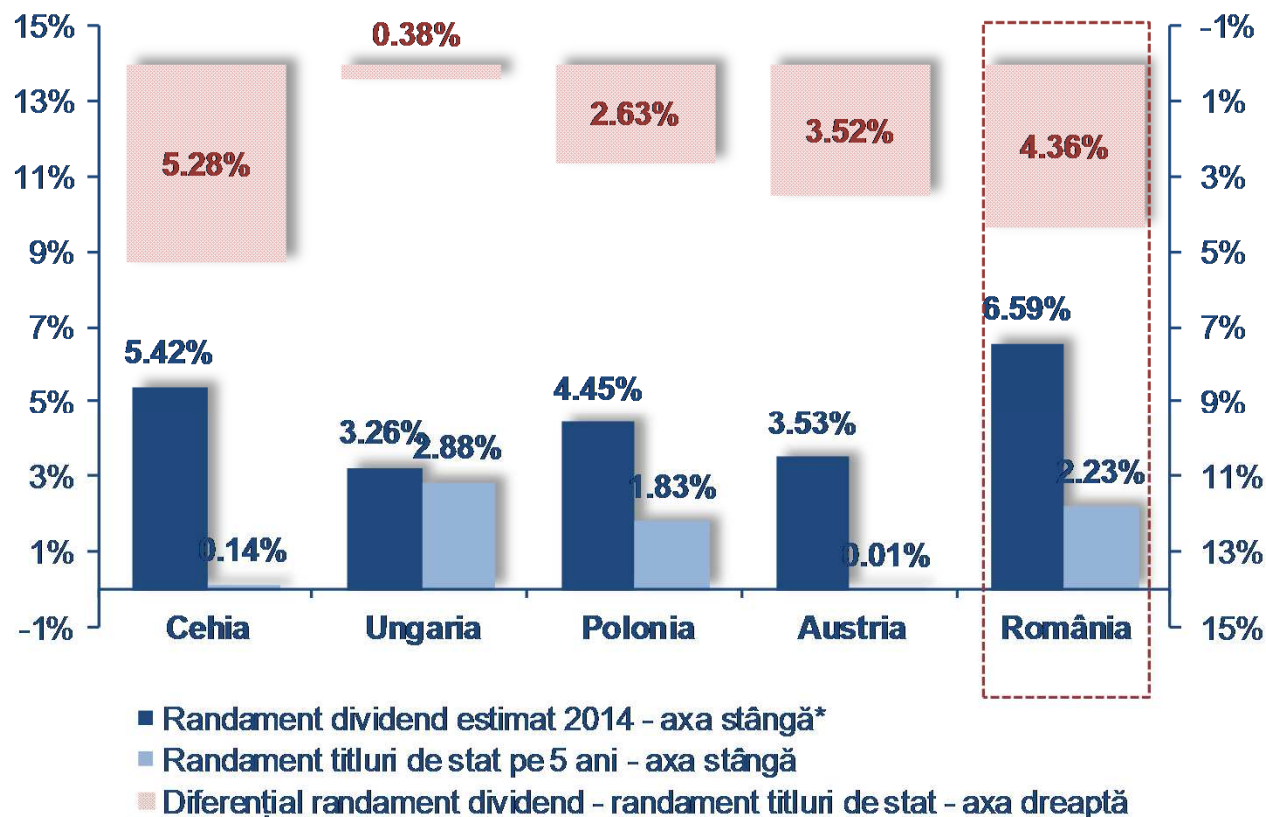
Randamente atractive ale dividendelor pe 2014 sunt susținute de profitabilitate maximă istorică (TEL, SNG, TGN)

Randamentul net al dividendului estimat pentru anul 2014



Randament al dividendului agregat competitiv față de piețele din regiune

Dividend brut estimat pentru anul 2014 VS. Randament titluri de stat



*)Randamentul dividendului este ponderat cu capitalizarea free-float-ului

Randament investiții principalele companii energetice de la listarea pe Bursa de Valori București

Companie	Dată închidere subscripție în cadrul IPO	Randamentul investiției de la listarea companiei		
		din dividende	din câștiguri de capital (nemarcate)	TOTAL
Romgaz	31 octombrie 2013	9%	13%	21.5%
Petrom	23 iulie 2004	108%	161%	268.6%
Transgaz	7 decembrie 2007	63%	45%	107.6%
Transelectrica	28 iunie 2006	32%	65%	97.1%
Electrica	25 iunie 2014	0%	14%	13.8%
Nuclearelectrica	20 septembrie 2013	11%	-33%	-21.9%

*Nota: *) referința este reprezentată de prețul din IPO, cu excepția companiei Petrom pentru care referința este reprezentată de prețul de privatizare*

Radu Crăciun, Economist Șef

Echipa Cercetare Piață de Capital:

Mihai Căruntu
Raluca Florea, CFA
Marina Spătaru

Erste Group Research (EGR) este responsabil pentru realizarea acestui raport. Autorii raportului certifică faptul că opiniile exprimate în cadrul acestuia reflectă opinii personale și nu implică niciun fel de conexiune directă, indirectă sau parțială cu sistemul lor de remunerație.

Mențiuni legale

Acest document este utilizabil numai în scop informativ și nu are în vedere circumstanțele particulare specifice fiecărui destinatar. Acest material nu reprezintă consultanță pentru investiții. Conținutul raportului nu reprezintă o ofertă sau o solicitare de a achiziționa sau vinde instrumente financiare și/sau mărfurile tranzacționabile menționate, prezentul document nestând la baza sau nefiind parte a unui contract. Informațiile utilizate în prezentul document au fost obținute din surse considerate de către EGR a fi de încredere și precise. EGR nu garantează acuratețea, completitudinea sau relevanța în vederea satisfacerii unui scop particular.

Toate opiniile și estimările prezentate sunt expresia raționamentului corect al autorului sau autorilor la data publicării prezentului raport, acestea putându-se schimba fără notificare. Opiniile exprimate în cuprinsul materialului nu reflectă în mod necesar și opinia EGR. EGR nu are obligația de a actualiza prezentul document, de a modifica, de a adăuga sau de a informa utilizatorul într-un alt mod atunci când o circumstanță menționată în acest document sau orice opinie, prognoză sau estimare se schimbă sau devine ulterior inexactă.

Performanța anterioară a instrumentelor financiare nu reprezintă o garanție în ceea ce privește performanța lor viitoare. Nicio asigurare nu poate fi dată referitor la randamentul favorabil al portofoliului de instrumente financiare sau al unui emitent descris în prezentul raport. Există posibilitatea ca, datorită unor factori diverși, proiecțiile să nu fie atinse. Cauzele pot fi: volatilitatea nelimitată a pieței, volatilitatea sectorului, acțiuni ale corporațiilor, imposibilitatea accesului la informații complete și precise și/sau faptul că EGR sau alte surse se dovedesc a fi incorecte. Nici EGR și nici directorii, colaboratorii sau angajații săi nu sunt responsabili pentru pierderi sau daune ce ar putea rezulta din utilizarea acestui document, a conținutului acestuia sau într-un alt mod.

Includerea unor linkuri ale website-urilor entităților menționate în prezentul document, nu implică faptul că EGR aprobă, recomandă sau girează acele locații web și nici informațiile accesibile de la respectivele pagini web. EGR nu își asumă nicio responsabilitate pentru conținutul acestor site-uri sau în legătură cu informațiile disponibile în aceste locații și nici în ceea ce privește consecințele utilizării acestora.

Acest material se adresează în exclusivitate destinatarilor. Acesta nu poate fi reprodus, retransmis, sau publicat, în întregime sau în parte, pentru niciun scop fără acordul scris al EGR. Modalitățile de marketing și distribuire a acestui raport pot face obiectul unor alte restricții legale în anumite țări, inclusiv Statele Unite. Persoanele care intră în posesia acestui document sunt obligate să se informeze asupra existenței unor astfel de restricții. Prin primirea prezentului document, destinatarul este de acord cu mențiunile specificate mai sus.

Drept de autor: 2013 Erste Group Bank AG. Toate drepturile rezervate.