PRIME TRANSACTION
good people, good money

Raport de analiza
Christian '76 Tour

Raport de analiza Christian '76 Tour

Sumar:

- **Christian Tour este la concurenta pentru pozitia de lider al pietei agentiilor de turism din Romania, fiind unul dintre tur-operatorii cu traditie indelungata de pe piata locala.**
- **Nucleul activitatii este reprezentat de produsele turistice standardizate oferite pentru destinatii de volum precum litoralul din Turcia sau Grecia. Au fost facute in timp si eforturi de diversificare, iar in prezent exista mai multe activitati secundare care sa atenueze sezonalitatea activitatii principale.**
- **Modelul de business este unul neobisnuit, cu mai multe entitati afiliate care actioneaza ca intermediari intre Christian Tour si furnizori, detinute insa de actionarul majoritar, nu de companie.**
- **Platile in avans atat de la clienti, cat si catre furnizori fac ca rezultatele financiare si indicatorii calculati pe baza acestora sa aiba particularitati intalnite mai rar la alti emitenti. De asemenea, inregistrarea pe venit a valorii integrale a serviciilor turistice face ca marjele de profit sa fie unele foarte mici, desi ROE e foarte mare.**
- **De aici deriva si valori neobisnuite ale multiplilor de piata, cei raportati la venituri fiind mult sub medianele emitentilor din sector. Chiar daca e dificil de tras concluzii din comparatia cu alti emitenti, per total se poate spune ca multiplii aferenti intervalului de pret din IPO sunt la un nivel rezonabil.**

S.S.I.F. Prime Transaction
+4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Elemente legate de IPO

- Diferenta procentuala intre pretul minim (1,875 RON/actiune) si cel maxim (2,135 RON/actiune) din oferta publica este mai mult decat dubla fata de cele de la cele mai recente listari antreprenoriale de la Bursa de Valori Bucuresti, Cris-Tim Family Holding (CFH) si Electro-Alfa International (EAI), 13,87%, comparativ cu 6,06% la Cris-Tim si 5,99% la Electro-Alfa.
- La fel ca la Cris-Tim, oferta este compusa dintr-o portiune formata din actiuni noi si una de actiuni existente, vandute de actionarul majoritar, in proportie de 83,23%, respectiv 16,77%.
- Spre deosebire de majoritatea listarilor din ultimii 10-15 ani, oferta este adresata in proportie de 50% investitorilor de retail si 50% celor institutionali. Actiunile pot fi realocate in functie de nivelul subscrierilor, cu limite intre 30% si 70% pentru cele doua transe. Realocarea de la retail catre institutionali poate fi realizata doar daca pe transa de retail subscrierea e mai mica de 100%.
- Compania este detinuta de un singur actionar, prin intermediul a doua firme pe care le controleaza in proportie de 100%.
- Vorbim si in acest caz despre un emitent cu notorietate, chiar daca domeniul in care activeaza nu se adreseaza unui public la fel de larg precum cel alimentar.
- Exista si aici optiune de stabilizare pentru care pot fi supraalocate maximum 10% din actiunile oferite, ceea ce va sustine pretul in cazul in care dupa listare exista presiune la vanzare din partea investitorilor de retail.
- Incheierea cu succes a ofertei este la discretia vanzatorilor, nefiind specificate in prospect niste criterii clare dupa care ar urma sa fie luata decizia.
- Oferta publica are un singur intermediar, spre deosebire de celelalte doua, care au avut fiecare cate doi intermediari. De obicei acest lucru este specific emitentilor mai mici.
- Capitalizarea potentiala este intre 411,56 mil. RON si 468,63 mil. RON, apropiata de zona in care s-au situat doar sumele atrase in IPO-urile Cris-Tim si Electro-Alfa si cu mult sub capitalizarile acestora.
- Free-float destul de mare, de 41,85% cu supraalocare pentru stabilizare sau 38,04% fara supraalocare, daca oferta va fi subscrisa integral.
- Emitentul si actionarul principal nu pot vinde actiuni timp de 360 de zile fara acordul scris al intermediarului, care nu poate fi refuzat sau amanat in mod nejustificat

Modelul de business, pozitia pe piata si structura veniturilor

Modelul de business

- Modelul de business al Christian `97 Tour este de tip tur-operator, actionand ca intermediar si integrator de servicii turistice. Serviciile oferite sunt de transport, cazare, servicii auxiliare si asistenta turistica, care sunt in cele mai multe cazuri combinate si vandute ca pachete turistice. Oferta companiei include turism organizat atat extern, cat si intern, la care se adauga circuite turistice, produse tematice si servicii suplimentare conexe.
- Emitentul are trei segmente principale de activitate si unul mai mic, care include toate activitatile neincadrate in celelalte trei:
  - **Pachete**: segmentul principal de activitate, care se concentreaza pe pachete turistice construite pe baza cazarilor si locurilor de transport contractate in avans. De regula include zboruri charter dus-intors combinate cu cazare si servicii auxiliare optionale. Este concentrat pe destinatii de vacanta cu volum ridicat si are de departe cea mai mare pondere in veniturile totale.
  - **Grupuri si Experiente**: programe pentru grupuri specifice de clienti si nevoi de calatorie de nisa, printre care:
    - Senior Voyage: clienti peste 55 de ani.
    - Winter Sun: locatii calde in sezonul de iarna.
    - Experiences & Adventure: circuite bogate cultural si axate pe explorare, cu destinatii multiple intr-o singura calatorie.
  - **Zboruri si Cazari**: bilete de avion si cazari vandute individual vanzarea de servicii de cazare in Romania, in regim ad-hoc.
  - **Toate celelalte segmente**: servicii oferite clientilor persoane juridice, aranjamente de calatorie personalizate, management al calatoriilor, activitati suport conexe, servicii auxiliare de calatorie.
- Circa 80% din venituri vin din serviciile de turism organizat si circa 20% din servicii individuale.
- Ciclul de viata al produsului turistic este de regula intre 6 si 9 luni, ceea ce presupune nevoia de a estima cu cat mai mare precizie tendintele de pe piata cu mult inaintea sezonului turistic, de a avea resurse financiare la dispozitie si de a negocia conditii cat mai favorabile cu furnizorii.
- Au tranzactii mari cu entitati afiliate, detinute de actionarul majoritar. Serviciile si produsele sunt facturate de entitatile afiliate, apoi revandute de societate. Si-au asumat angajamentul ca pana la finalul lui 2027 sa treaca toate activitatile de acest fel in perimetrul de consolidare al societatii. Nu e specificat, insa, daca pentru asta vor mai fi platiti bani dinspre companie spre actionarul majoritar sau nu. Daca da, se listeaza practic doar o parte a businessului, iar pentru restul vor trebui platiti bani ulterior.

- Clientii sunt in principal din Romania, atat persoane fizice cat si juridice, fiind rezultatul folosirii unui mix de canale de distributie: retea proprie de agentii, agentii partenere si platforme digitale.
- La rezervare este incasat un avans semnificativ, de regula 30-50%, iar pentru oferte speciale mai mult sau chiar plata integrala, diferenta fiind incasata cu o perioada inainte de plecare, in functie de tipul produsului si conditiile comerciale. In corespondenta, si pentru serviciile turistice contractate si incluse in pachete sunt platite sume in avans.
- Turcia este principala destinatie in functie de numarul de clienti, in anul 2025 fiind la distanta destul de mare de cele din urma sa. Grecia si Romania sunt pe locurile 2 si 3, apropiate una de cealalta, Egipt pe 4, iar restul destinatiilor la distanta destul de mare in urma. In 2024 si 2023 Turcia si Grecia erau mult mai departe in fata, iar in 2023 Romania nici nu aparea printre principalele destinatii.
- Contractele cu furnizorii sunt realizate in mod diferit, in functie de tipul de produs:
    - Pentru destinatiile de masa si unitatile hoteliere principale din oferta sa, contracte pe baza de angajamente ferme.
    - Pentru completarea capacitatilor si flexibilitate, alocarea de capacitati hoteliere care pot fi ajustate sau returnate pana la un termen stabilit.
    - Pentru produse de diversificare, destinatii de nisa, city-break-uri si pachete flexibile configurate dinamic, contractarea la cerere.
    - Pentru transportul aerian, zboruri charter dedicate pentru programele de volum (cu rezervarea integrala a capacitatii), rezervari anticipate pe curse aeriene ca solutie de mijloc, respectiv curse de linie propriu-zise pentru pachetele flexibile, circuite, produse corporate, servicii de emitere a biletelor.
- Businessul este unul cu o sezonalitate puternica, T3 fiind varful de sezon, in conditiile in care compania este concentrata in principal pe turismul de litoral. Au fost implementate mai multe masuri pentru a atenua sezonalitatea si a creste in principal veniturile din T1 si T4.
- Desi au clienti romani si furnizori straini, riscul valutar este diminuat de faptul ca preturile sunt stabilite in aceleasi valute in care sunt contractate si serviciile turistice.

Pozitia pe piata

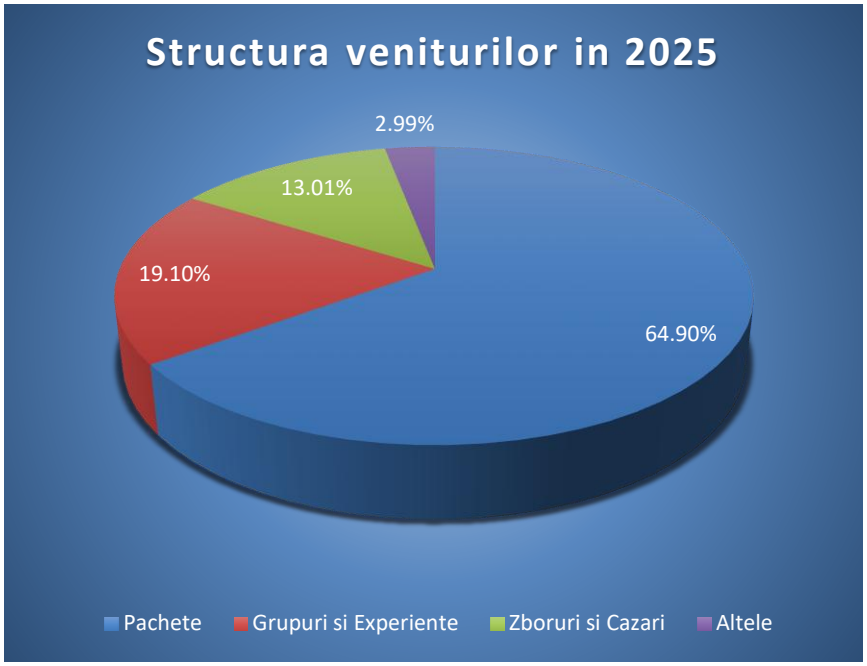
- Christian Tour este la concurenta cu Travel Brands SA, care opereaza divizia locala a grupului german DER Touristik, sub brandul DERTOUR, pentru pozitia de lider pe piata agentiilor de turism din Romania. Cota sa de piata este aproape de pragul de 10% luand in considerare cele doua coduri CAEN principale folosite de companiile din domeniu.
- Pe fiecare dintre segmentele de activitate exista si alti competitori specializati, asa cum este cazul Karpaten Turism pe segmentul vacantelor de volum sau al platformelor de agregare precum Vola.ro pe partea de servicii digitale individuale.
- Brandurile sub care opereaza (unele dintre ele apartin entitatilor afiliate, controlate de actionarul majoritar):

- Christian Tour – brandul umbrela pentru segmentul de volum, concentrat pe sejururi charter, turism intern si produse cu structura standardizata.
- Suri Club (Family) – orientat catre familii cu copii.
- Pellerin – circuite culturale, exploratorii si programe tematice.
- Senior Voyage – peste 55 de ani, in principal in extrasezon, cu asistenta sporita.
- Travel Like a Star – segmentul premiul si tailor-made.
- Snow Mission – sporturi de iarna.
- Memento Bus – transport rutier.
- Memento Rooms – comercializare separata a serviciilor de cazare.
- Abuela – emiterea si comercializarea biletelor de avion.
- Travel Prime – abonament cu taxa anuala, la fel ca eMag Genius.
- Once in a Lifetime – circuite.
- Winter Sun – chartere pentru toamna-iarna catre destinatii calde: Abu Dhabi, Maldive, Dubai, etc.

- Avantajul principal adus de companie fata de varianta de a organiza singur calatoria este reducerea riscurilor legate de realizarea rezervarilor individuale (cazare necorespunzatoare sau escrocherie, anulare a zborurilor, etc.) si asistenta in remedierea problemei in cazul in care unul dintre aceste riscuri se materializeaza. In contextul informatizarii puternice a generatiilor tinere, care au cunostintele pentru a folosi platforme online, cunosc limbi straine si isi pot organiza singure calatoriile, orientarea spre produse standardizate poate deveni un dezavantaj pe termen lung.

STRUCTURA VENITURILOR

- Sursa principala de venituri a companiei este segmentul Pachete, a caror pondere in totalul veniturilor s-a apropiat de doua treimi in ultimii ani. Veniturile luate in considerare sunt cele la data rezervarii, nu cele trecute in contul de profit si pierdere.
- Segmentele Grupuri si Experiente si Zboruri si Cazari au ponderi apropiate, intre 10% si 20% din veniturile la data rezervarii, in timp ce veniturile neincadrate intr-una dintre cele trei categorii principale au avut ponderi nesemnificative.



- Majoritatea veniturilor sunt recunoscute pe parcursul timpului, nu la un moment specific.
- Veniturile din contractele cu clientii care apar in contul de profit si pierdere sunt inregistrate in functie de momentul transferului controlului asupra serviciilor catre client si de rolul companiei in tranzactie (principal sau agent) (in conformitate cu IFRS 15). Incasarile efective au loc de obicei inainte de asta, o parte la data rezervarii si o parte cu o perioada inainte de inceperea sejurului. In cazurile in care compania actioneaza ca agent (intermediar pentru alte entitati), venitul recunoscut este limitat la comisionul aferent intermedierii, fara valoarea serviciului vandut. In 2025 acestea au avut o pondere de 17,23% in vanzarile la data rezervarii si de 21,13% din veniturile din contractele cu clientii conform IFRS.

UTILIZAREA FONDURILOR DIN IPO SI STRATEGIA DE DEZVOLTARE

- Fondurile atrase in oferta publica initiala urmeaza sa fie utilizate pentru urmatoarele:
  - **Fuziuni si achizitii**: fie achizitia unor firme care sa duca la intarirea segmentelor de baza sau la extinderea celor complementare, fie achizitia unor portofolii de clienti, retele de distributie, capabilitati operationale sau platforme tehnologice.
  - **Investitii in tehnologie si digitalizare**: dezvoltarea unei platforme de tip OTA (Online Travel Agency) prin crearea unei infrastructuri digitale integrate care sa reuneasca toate tipurile de servicii oferite.
  - **Eficientizare**: investitii in capabilitati operationale si optimizarea capitalului de lucru.
  - **Loializare si distributie**: consolidarea brandului, dezvoltarea programelor de fidelizare si intarirea distributiei prin mai multe canale.
- Strategia de dezvoltare a companiei se axeaza pe urmatoarele directii:
  - **Transformarea in Online Travel Agency (OTA)** utilizand infrastructura digitala dezvoltata in-house si migrarea catre pietele din regiune.
  - **Accelerarea serviciilor individuale**, cu accent pe vanzari de bilete de avion si abonamentul anual.
  - **Dezvoltarea turismului inbound** si consolidarea pietei domestice.
  - **Achizitii ale altor companii**, pentru consolidarea bazei de clienti, cu accent pe segmentul corporate si retele internationale de recomandare si afiliere. Sunt urmarite achizitii care sa contribuie cu o cifra de afaceri cumulata de aproximativ 100 mil. EUR, ceea ce inseamna circa doua treimi din valoarea inregistrata in 2025.

ALTE INFORMATII

- In 2025 a fost achizitionata pentru 10,31 mil. RON reteaua de 15 agentii German Touristik Group, care functiona sub brandul TUI Travel Center, detinuta tot de o firma a actionarului majoritar. In acelasi an a fost inregistrat si un fond comercial de 9,62 mil. RON ca urmare a acestei tranzactii. E

posibil ca achizitia sa aiba legatura cu faptul ca in februarie 2026 TUI Group a anuntat intrarea oficiala in Romania.

- Tot in 2025 au cumparat autobuze, autoturisme si teren de la o firma afiliata (neprecizata in prospect), in valoare de 16 mil. RON.

Argumente in favoarea investitiei in IPO-ul Christian ` 97 Tour:

- Pozitie solida pe piata si perspective de crestere date de gradul redus de participare la turism din Romania.
- Notorietate a brandului, ceea ce poate atrage mai multi investitori de retail. Acesta ar putea fi si motivul pentru care transa alocata acestora este mai mare decat in marea majoritate a IPO-urilor de pe piata de capital locala.
- ROE foarte mare, obtinut atat pe seama caracteristicilor domeniului de activitate, cat si a modelului de business bazat pe finantarea din avansuri de la clienti.
- Free-float procentual destul de mare, ceea ce ar trebui sa asigure si o lichiditate rezonabila dupa listare.
- Discount de 5% si optiune de stabilizare, care ofera o plasa de siguranta pe termen scurt.
- Grad de indatorare financiara destul de mic, in antiteza cu multi dintre emitentii antreprenoriali listati in ultimii 10 ani.

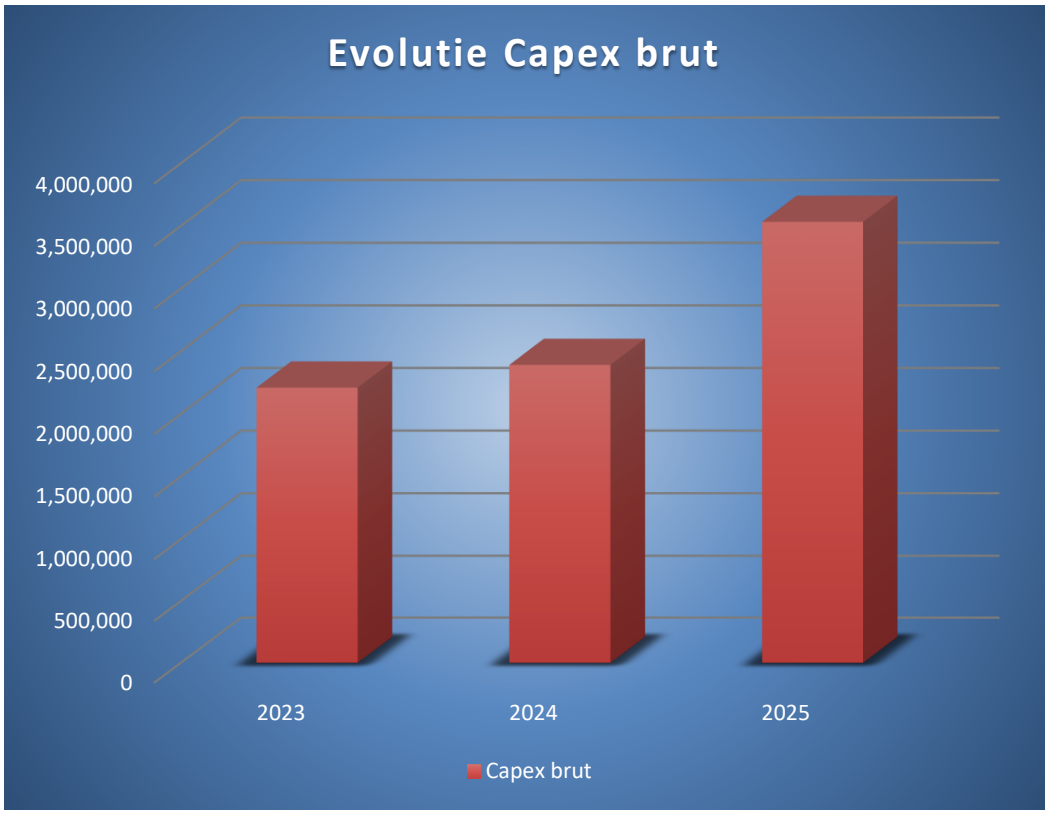
Argumente impotriva investitiei in IPO-ul Christian ` 97 Tour:

- Relatia cu firmele afiliate este o problema majora, nefiind prezentate in prospect informatii suficiente referitoare la conditiile in care ar urma sa intre acestea in sfera de consolidare a emitentului. Lista firmelor afiliate este una uriasa, legaturile punctuale dintre ele fiind greu de urmarit. In prezentarea publica a informatiilor este facuta o confuzie intre grupul Christian Tour (care este de fapt doar o firma, nu un grup) si grupul detinut de fapt de actionarul majoritar. Inclusiv in presa au aparut informatii eronate de acest gen, asa cum a fost cazul, de exempu, la achizitia unei firme de turism din Baia Mare in 2023 de catre actionarul majoritar, stirile vorbind despre o achizitie realizata de Christian Tour. Pentru o firma cu un singur asociat nu e o problema grava, dar pentru o companie listata la bursa e inacceptabila o astfel de abordare.
- Expunere mai mare la razboiul din Iran comparativ cu alte companii romanesti, din cauza efectelor negative pe care acesta le are asupra turismului din Orientul Mijlociu si asupra costurilor transportului aerian global.
- Model de business bazat pe produse standardizate, care ar putea pierde teren pe masura ce consumatorii din generatiile mai tinere, puternic conectate la tehnologie, vor intra in piata.

- Marje mici de profit, caracteristice domeniului de activitate, care fac ca orice crestere de cheltuieli netransmisa mai departe sa poata duce rezultatele pe minus.
- Concurenta mare din partea platformelor online de cazare si ticketing, care ofera posibilitatea de a ocoli intermediarii precum Christian Tour si de a obtine fie preturi mai mici, fie o personalizare mai mare a calatoriilor.

Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

Politica de investitii



Planurile de dezvoltare ale companiei sunt unele destul de ambitioase, insa ele nu se vad in cheltuielile de capital realizate in ultimii ani. Nu neaparat pentru ca ar fi aparut dintr-o data, ci pentru ca particularitatile domeniului de activitate si structura grupului contribuie la mentinerea valorilor la un nivel redus.

In primul rand, pentru un tur-operator necesarul de active imobilizate este unul mic, activitatea fiind desfasurata in spatii inchiriate si cu o baza de echipamente care nu presupune investitii considerabile, raportat la volumul de activitate.

In al doilea rand, o parte a activelor imobilizate utilizate de grup sunt detinute de firme afiliate. De exemplu, flota de vehicule de transport utilizata cu precadere de companie este detinuta de o alta firma detinuta de actionarul majoritar, o situatie similara fiind valabila si pentru transportul aerian, pentru care este folosita printre altele o companie aeriana afiliata (AnimaWings), despre care se stie deja ca va ramane in afara grupului, fiind incheiat chiar un acord cu BT Asset Management, Evergent Investments si Winners Holding Investments SRL pentru vanzarea a 50% din companie.

Nici in viitor nu e de asteptat sa vedem cheltuieli de capital foarte mari (desi ar fi de asteptat sa fie, totusi, mai mari decat pana acum), deoarece o parte a planurilor de dezvoltare presupun achizitia de companii, si nu de mijloace fixe.

Politica de dividende

Potrivit prospectului de oferta, compania intentioneaza sa distribuie in principiu pana la 50% din profitul net anual individual distribuibil sub forma de dividende, fara sa fie asumat vreun angajament in acest sens. In anul 2025 au fost distribuite dividende mari, cu un ordin de marime apropiat de cel al profitului net din acel an. Nu e clar daca ele erau din profitul anilor anteriori sau din cel al anului 2025 si nici daca in acest an se intentioneaza distribuirea de dividende.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2023	2024	2025
Datorii din contracte de leasing TL	7.847.009	24.146.186	34.195.491
Imprumuturi de la parti afiliate	4.139.032	4.588.233	0
Imprumuturi bancare	0	1.169.601	12.746.255
Datorii din contracte de leasing TS	4.306.602	3.918.486	5.912.015
Total datorii financiare	**16.292.643**	**33.822.506**	**52.853.761**
Procent din activele totale	11,00%	17,21%	27,16%
Procent din capitalul propriu	34,37%	51,10%	84,42%
Datorii financiare/EBITDA	0,48	1,22	1,17
Datorii financiare nete	-8.328.037	17.328.317	38.746.308
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,24	0,63	0,86

Datoriile financiare au un nivel destul de mic, chiar daca in ultimii doi ani au crescut de la 16,29 mil. RON la 52,85 mil. RON. Intrarea in firma a unor sume destul de mari in urma IPO-ului ar trebui sa contribuie la mentinerea gradului redus de indatorare.

Cresterea din 2024 si 2025 a venit in principal de la datoriile din contracte de leasing pe termen lung, motivul pentru care acestea au o valoare atat de mare fiind includerea contractelor pentru locatiile agentiilor. O alta sursa de crestere a datoriilor financiare a fost reprezentata de imprumuturile bancare pe termen scurt, care au ajuns la zero in 2023 la 12,75 mil. RON in 2025.

Cresterea datoriilor financiare nu a dus indicatorii de risc financiar intr-o zona problematica, unul dintre motive fiind pozitia de numerar care contribuie la reducerea datoriilor financiare nete. Raportul dintre acestea si EBITDA a ramas subunitar, desi a crescut si el de la o valoare negativa in anul 2023.

Analiza rezultatelor financiare

Nu sunt disponibile rezultate financiare trimestriale, asa ca nu am putut analiza rezultatele financiare din ultimul trimestru, ci doar pe cele istorice.

Rezultate istorice

Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2023	2024	2025
Venituri din contractele cu clientii	598.300.895	610.621.665	803.022.546
Alte venituri din exploatare	1.505.310	2.441.241	3.759.978
Alte castiguri/pierderi nete	0	0	495.674
Venituri operationale totale	**599.806.205**	**613.062.906**	**807.278.198**
Cheltuieli aferente serviciilor turistice	-535.178.224	-539.577.251	-708.753.989
Cheltuieli cu personalul	-16.725.582	-21.349.193	-27.350.166
Depreciere si amortizare	-5.602.466	-6.277.326	-9.675.616
Pierderi asteptate din deprecierea creantelor	3.670.565	-58.289	2.384.780
Alte cheltuieli din exploatare	-17.521.488	-24.376.309	-28.487.743
Cheltuieli operationale totale	**-571.357.195**	**-591.638.368**	**-771.882.734**
Rezultat operational	**28.449.010**	**21.424.538**	**35.395.464**
Venituri financiare	5.749.847	8.899.469	3.984.512
Cheltuieli financiare	-643.311	-1.977.649	-2.938.059
Rezultat financiar net	**5.106.536**	**6.921.820**	**1.046.453**
Rezultat inainte de impozitare	**33.555.546**	**28.346.358**	**36.441.917**
Impozit pe profit	-3.559.935	-2.189.854	-4.573.915
Rezultat net	**29.995.611**	**26.156.504**	**31.868.002**

*Veniturile si cheltuielile operationale totale, rezultatul operational si cel financiar sunt calculate

Perioada analizata a fost marcata de o crestere importanta a veniturilor din contractele cu clientii, cu o medie anuala de 15,85%, de la 598,3 mil. RON in 2023 pana la 803,02 mil. RON in 2025. Pozitia „Alte venituri din exploatare" a crescut intr-un ritm mai alert, dar ordinul sau de marime este foarte mic, asa ca nu a contribuit in mod semnificativ la cresterea veniturilor operationale totale.

Pe partea de cheltuieli ritmul de crestere a fost unul asemanator, totalul cheltuielilor operationale crescand cu 16,23% in medie pe an (fata de 16,01% pentru veniturile operationale totale). Cea mai importanta categorie de cheltuieli, cea cu serviciile turistice, a crescut cu 15,08% in medie pe an, mai putin decat veniturile din contractele cu clientii, cresteri procentuale mai mari fiind inregistrate de cheltuielile cu personalul (27,88% anualizat) si alte cheltuieli de exploatare (27,51%).

Cresterea procentuala apropiata a veniturilor si cheltuielilor operationale a facut ca rezultatul operational sa aiba la randul sau o crestere asemanatoare cu a celor doua, cu 11,54% in medie pe an, de la 28,45 mil. RON la 35,4 mil. RON. Cresterea nu a fost, insa, uniforma, indicatorul inregistrand mai intai o scadere in anul 2024, pana la 21,42 mil. RON, apoi o crestere mare in 2025.

Un impact mare asupra evolutiei rezultatelor a venit de la rezultatul financiar net, in scadere de la 5,11 mil. RON la 1,05 mil. RON. Scaderea acestuia a venit in cea mai mare parte de la castigurile mai mici din diferente de curs valutar, cu o contributie de 3,28 mil. RON, iar intr-o masura mai mica de la cheltuielile mai mari cu dobanzile, cu o contributie de 2,1 mil. RON. In directia opusa, veniturile din dobanzi au crescut cu 1,51 mil. RON in aceeasi perioada.

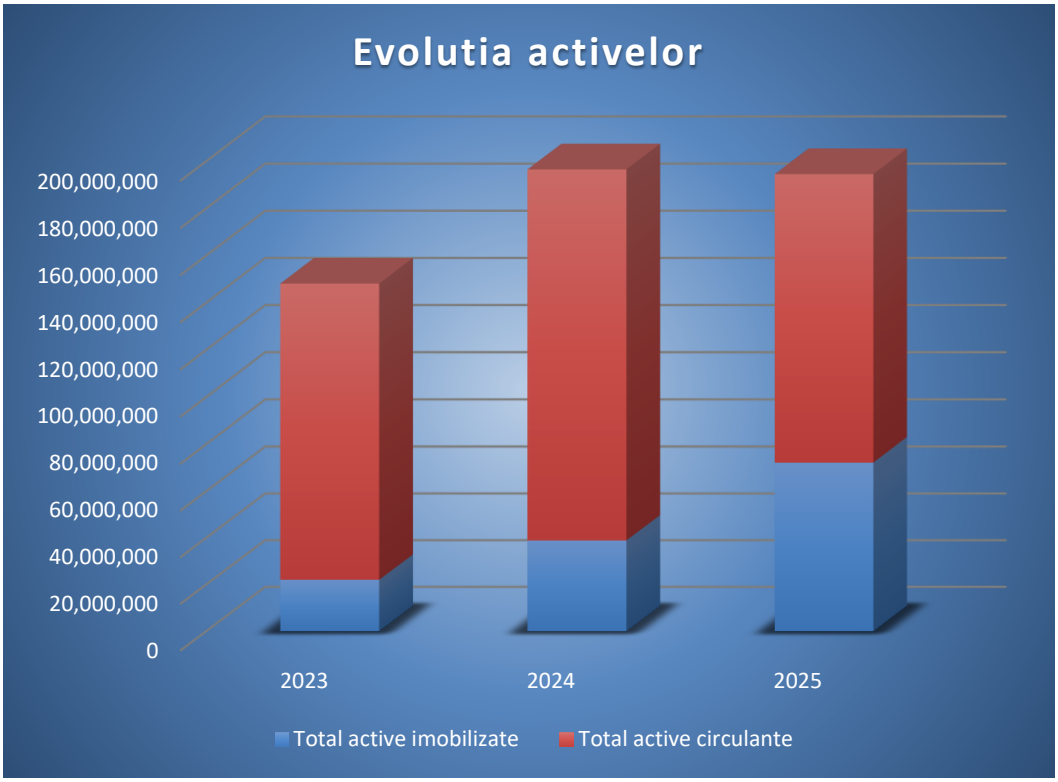
Evolutia negativa a rezultatului financiar a dus si profitul net la o crestere medie anuala de doar 3,07%, de la 30 mil. RON la 31,87 mil. RON, si in acest caz avand loc mai intai o scadere, apoi o crestere, insa de dimensiuni mai mici decat in cazul rezultatului operational. Aparent este o crestere foarte mica, insa daca luam in considerare faptul ca in 2023 si 2024 profitul net a fost crescut artificial de un element nerecurent (castigurile din diferente de curs valutar), ea este de fapt mai mare decat pare.

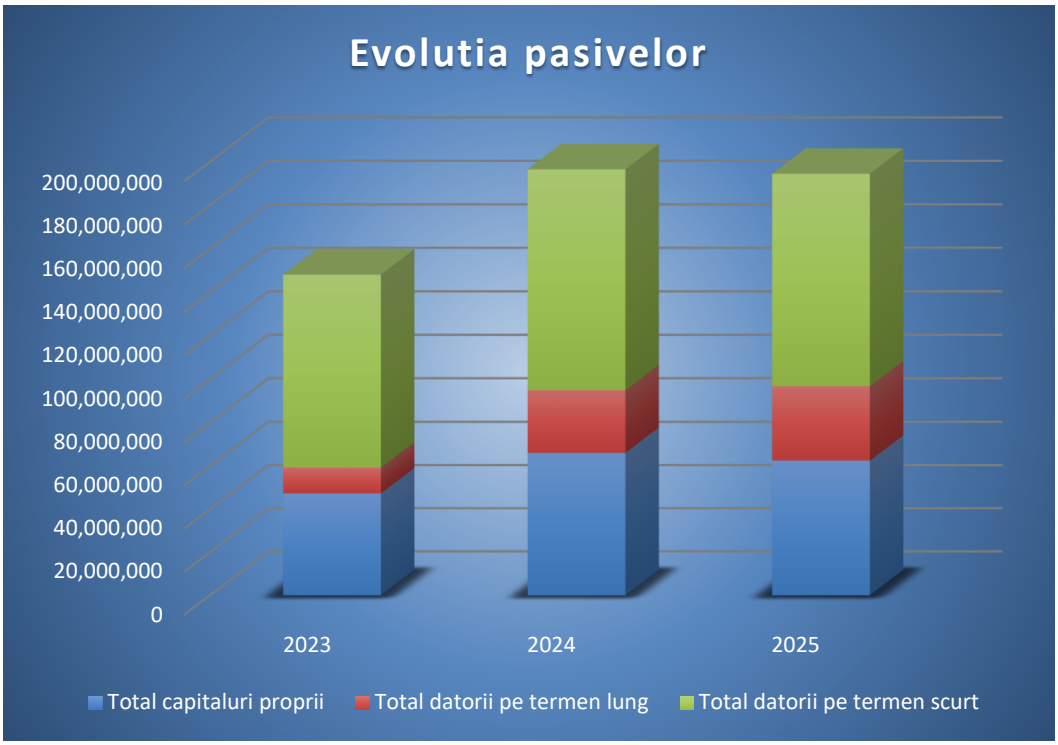
Bilantul

Indicator (RON)	2021	2022	2023	2024	S1 2025
Imobilizari necorporale	1.759.255	1.775.273	2.245.526	2.249.812	3.500.379
Imobilizari corporale	213.684.520	213.441.238	206.107.745	197.867.443	199.179.410
Active aferente drepturilor de utilizare	78.602.391	92.093.915	83.762.406	66.315.314	87.300.446
Active financiare imobilizate evaluate la cost amortizat	147.252.491	222.284.656	49.871.853	250.622.861	294.348.408
Total active imobilizate	**441.298.657**	**529.595.082**	**341.987.530**	**517.055.430**	**584.328.643**
Stocuri	103.727.804	76.110.172	100.609.235	93.576.969	183.970.836
Active biologice	333.406	537.437	828.864	1.085.119	1.141.919
Creante	38.456.027	50.510.639	57.488.012	68.003.394	77.824.328
Alte active financiare curente evaluate la cost amortizat	0	0	0	21.705.100	20.644.100
Numerar si echivalente de numerar	5.994.043	9.474.370	8.025.781	16.089.705	11.574.805
Active detinute pentru vanzare	0	0	318.042.805	0	0
Total active circulante	**148.511.280**	**136.632.618**	**484.994.696**	**200.460.287**	**295.155.988**
Total active	**589.809.937**	**666.227.700**	**826.982.226**	**717.515.717**	**879.484.631**
Capitaluri proprii atribuibile actionarilor societatii	169.864.567	180.635.488	221.531.664	236.345.933	283.813.772
Interese care nu controleaza	0	0	58.754.005	0	0
Total capitaluri proprii	**169.864.567**	**180.635.488**	**280.285.669**	**236.345.933**	**283.813.772**
Imprumuturi TL	55.608.746	79.193.495	62.392.313	15.896.048	65.982.298
Leasing TL	57.156.442	70.607.600	61.754.718	45.131.175	63.494.668
Datorii privind impozitul pe profit amanat	1.051.573	2.828.389	2.716.494	2.581.107	2.447.421
Total datorii pe termen lung	**113.816.761**	**152.629.484**	**126.863.525**	**63.608.330**	**131.924.387**
Imprumuturi TS	179.553.479	130.093.452	202.046.999	268.602.423	286.733.766
Leasing TS	17.921.378	18.058.475	20.293.479	18.468.494	22.832.074
Datorii comerciale	84.456.898	165.658.800	109.682.480	109.155.945	128.604.982
Datorii contractuale	223.108	186.250	0	0	0
Beneficiile angajatilor - curente	22.792.151	14.615.037	18.938.885	15.991.956	20.292.644
Datorii privind impozitul pe profit	1.064.887	4.350.714	1.976.814	5.342.636	5.283.006
Subventii guvernamentale	116.708	0	0	0	0
Datorii asociate activelor detinute pentru vanzare	0	0	66.894.375	0	0
Total datorii pe termen scurt	**306.128.609**	**332.962.728**	**419.833.032**	**417.561.454**	**463.746.472**
Total datorii	**419.945.370**	**485.592.212**	**546.696.557**	**481.169.784**	**595.670.859**

Structura activelor companiei s-a modificat in mod semnificativ intre 2023 si 2025, activele imobilizate crescand ca pondere in activele totale de la 14,89% la 37,13%, in timp ce ponderea activelor circulante a scazut de la 85,11% la 62,87%. Aceasta modificare a avut loc in conditiile in care totalul activelor imobilizate a crescut cu 80,98% in medie pe an, de la 22,06 mil. RON la 72,24 mil. RON, in timp ce activele circulante au scazut cu 1,5% in medie pe an, de la 126,09 mil. RON la 122,33 mil. RON.

Cresterea activelor imobilizate a venit in principal din trei surse: activele aferente drepturilor de utilizare, cu o crestere cumulata de 27,3 mil. RON (82,63% in medie pe an), imobilizarile corporale, cu 14,93 mil. RON (122,04% in medie pe an) si fondul comercial, cu 9,62 mil. RON. Activele aferente drepturilor de utilizare au legatura cu contractele pentru locatiile agentiilor, imobilizarile corporale cu achizitia de active de la o entitate afiliata, mentionata mai sus, iar fondul comercial, cu achizitia German Touristik Group.





Activele circulante au fost trase in jos de disparitia aproape completa a imprumuturilor pe termen scurt catre parti afiliate, cu o contributie de 11,87 mil. RON, scaderea numerarului si a echivalentelor de numerar cu 10,51 mil. RON si cea a creantelor comerciale, cu 3,84 mil. RON. Acestea au fost acoperite aproape complet de cresterea cheltuielilor in avans cu 23,47 mil. RON, acestea reprezentand plati in avans catre furnizori pentru cazare, transport si alte servicii de calatorie care urmeaza sa fie furnizate clientilor in viitor. Ele sunt compensate partial de datorii contractuale aferente banilor incasati in avans de la clienti pentru pachetele turistice.

Ponderile principalelor elemente de pasiv au fost mult mai stabile, cea a capitalurilor proprii ajungand de la 32% la 32,18%, cea a datoriilor pe termen lung crescand de la 8,09%, iar cea a datoriilor pe termen scurt scazand de la 59,91% la 50,25%.

Datoriile pe termen lung au crescut cu 68,91% in medie pe an, impulsionate de datoriile din contracte de leasing pe termen lung, cresterea fiind apropiata de cea a activelor aferente drepturilor de utilizare. Si datoriile pe termen scurt au crescut, cu 4,95% in medie pe an, chiar daca ponderea lor in pasive a scazut. Cresterea a fost determinata de evolutia datoriilor contractuale (+27,15 mil. RON) si de cea a imprumuturilor bancare pe termen scurt (+12,75 mil. RON), in timp ce datoriile comerciale au scazut cu 34,87 mil. RON, posibil din cauza ca furnizorii au fost platiti mai mult in avans si mai putin la termen.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2021	2022	2023
Risc financiar			
Datorii financiare nete/EBITDA	-0,24	0,63	0,86
Numerar/Active	16,62%	8,39%	7,25%
Datorii totale/Active	68,00%	66,33%	67,82%
Rezultate financiare			
EBITDA (mil. RON)	34,05	27,70	45,07
Lichiditate			
Rata rapida	1,42	1,55	1,25
Rata curenta	1,42	1,55	1,25
Rata numerarului	0,28	0,16	0,14
Efect de levier	2,13	1,97	2,11
Capital de lucru/Vanzari	0,06	0,09	0,03
Rentabilitate			
Rentabilitatea activelor (ROA)	20,25%	13,31%	16,38%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	63,28%	39,52%	50,90%
Eficienta operationala			
Rata de rotatie a activelor	4,05	3,12	4,15
Rata de rotatie capital propriu	12,65	9,26	12,89
Profitabilitate			
Marja bruta	8,68%	9,37%	9,66%
Marja EBITDA	5,68%	4,52%	5,58%
Marja operationala	4,74%	3,49%	4,38%
Marja neta	5,00%	4,27%	3,95%
Rata efectiva de impozitare	10,61%	7,73%	12,55%

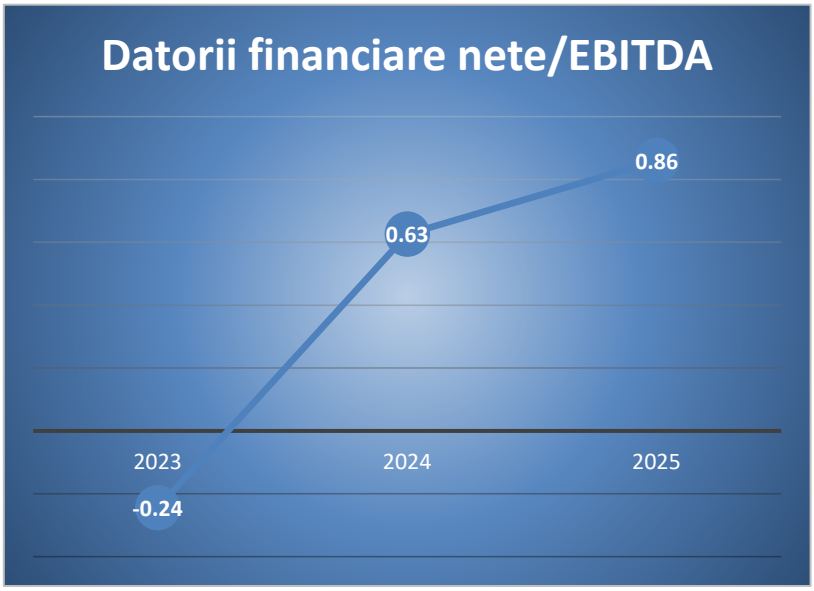
*Veniturile si cheltuielile operationale totale, rezultatul operational si cel financiar sunt calculate

*Costul bunurilor vandute este aproximat

Risc financiar

Indicatorii de risc financiar sunt la un nivel confortabil, raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA pe anul 2025 fiind de 0,86, in crestere de la o valoare negativa in 2023.

Raportul dintre datoriile totale si activele totale este unul mai mare, insa motivul nu tine de datoriile financiare, ci de cele care vin din activitatea operationala a companiei. Chiar si datoriile financiare includ datorii de leasing care se refera in principal la locatii pentru agentii, nu la utilaje sau mijloace de transport, asa cum este cazul la majoritatea companiilor.

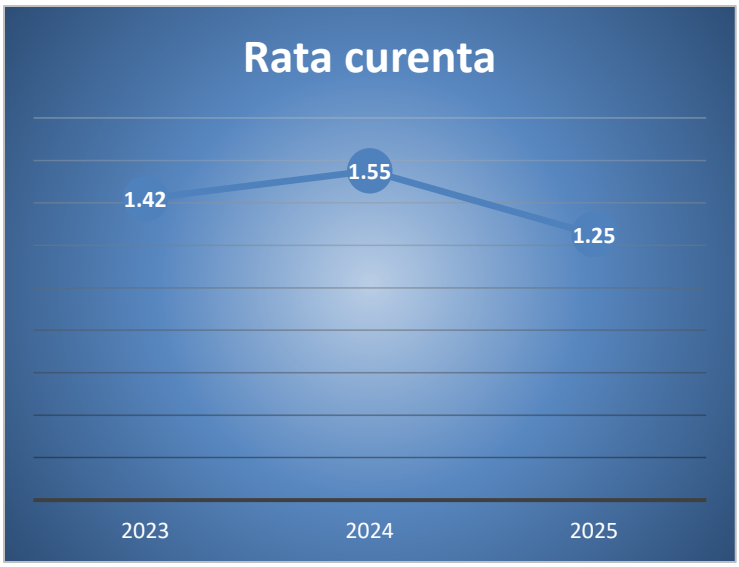


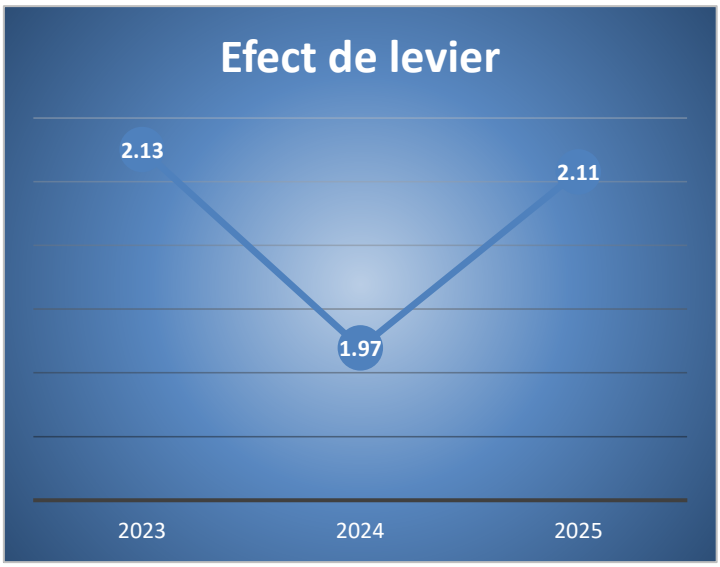
Lichiditate

Rata curenta si rata rapida sunt la acelasi nivel, motivul fiind lipsa stocurilor din bilantul publicat in prospectul de oferta. Nivelul este unul supraunitar, fara sa fie unul foarte mare, asa cum e cazul la emitenti mai mari precum cei din energie si utilitati.

Efectul de levier este aparent unul destul de mare, insa si aici explicatia tine tot de datoriile mari din activitatea operationala, care presupun riscuri mai mici decat cele financiare.

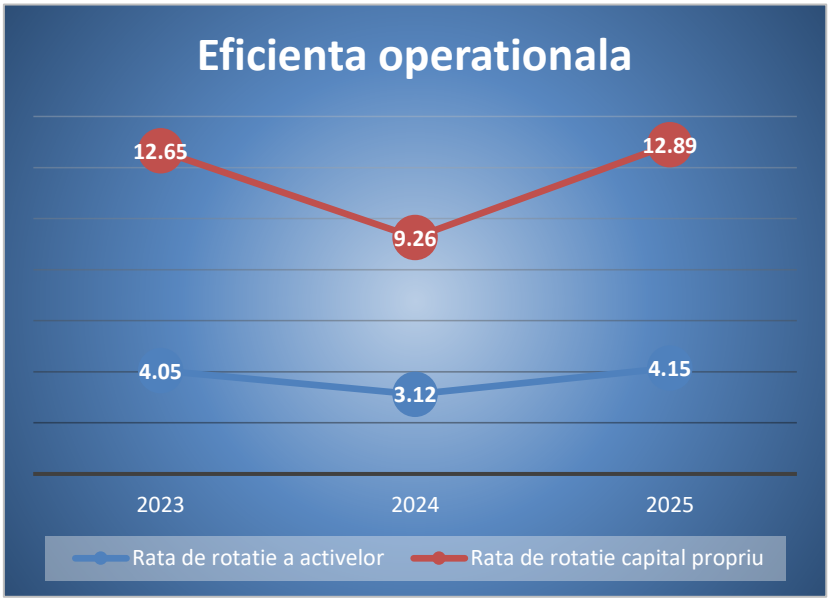
Nu am calculat ciclul de conversie a numerarului sau indicatorii care il compun din cauza diferentelor dintre veniturile la rezervare si cele inregistrate conform IFRS. Datele IFRS nu iau in considerare incasarile in avans ca venituri, asa ca indicatorii ar fi fost distorsionati, putand da o imagine incorecta.





Eficienta operationala

Christian Tour va fi unul dintre emitentii cu cele mai mari rate de rotatie ale activelor de la Bursa de Valori Bucuresti, daca listarea va avea succes. Compania obtine venituri foarte mari cu o baza de active destul de mica, o situatie specifica domeniului de activitate.

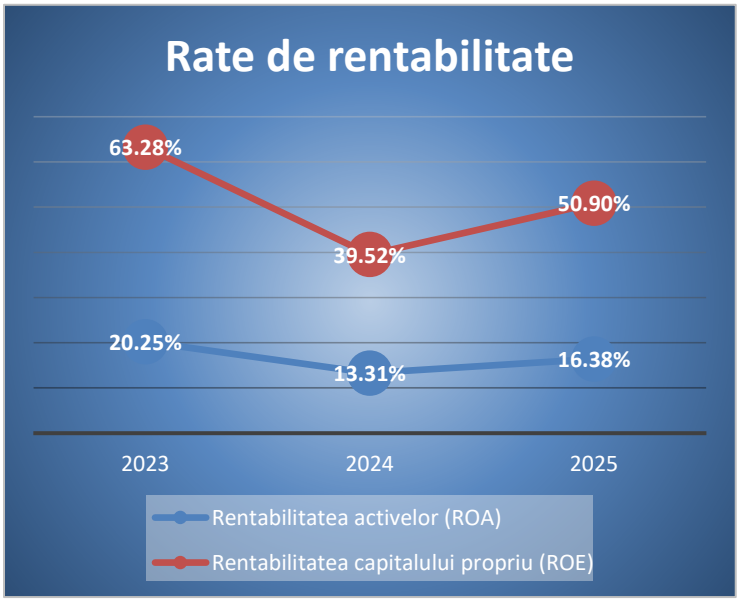


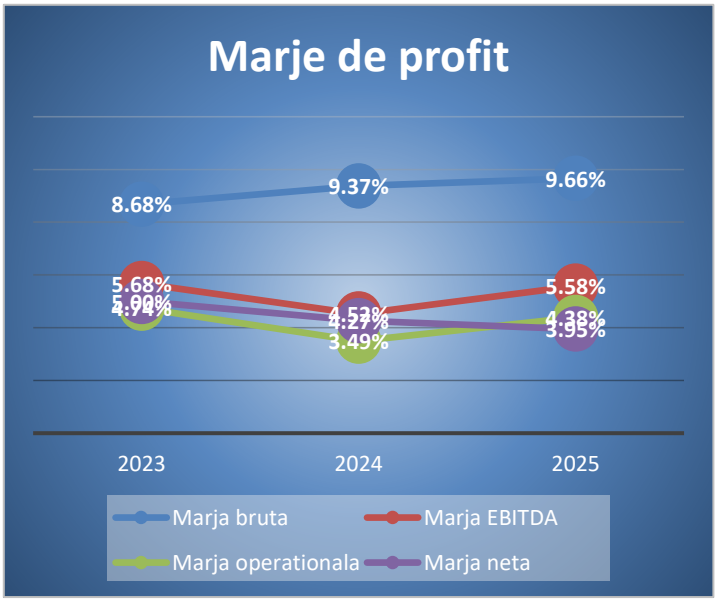
Finantarea partiala a activitatii din avansuri de la clienti face ca raportul intre activele totale si capitalurile proprii sa fie unul relativ ridicat, ceea ce duce rata de rotatie a capitalului propriu la un nivel chiar mai mare, in 2025 fiind generate venituri de 12,89 ori mai mari decat capitalul propriu al companiei.

Rentabilitate si Profitabilitate

Ratele de rotatie mari contribuie si la obtinerea unor indicatori de rentabilitate foarte buni, cu precadere rentabilitatea capitalului propriu, care a depasit 50% in anul 2025 si 60% in 2023. Comparativ, cel mai mare indicator ROE pentru emitentii inclusi in indicele BET-BK pentru anul 2025 a fost de 45,14%, la Sphera Franchise Group (cu rezultatele financiare preliminare).

Marjele de profit, pe de alta parte, sunt unele foarte mici, marja neta fiind in mod constant sub 5%, iar marja bruta sub 10% (incluzand in costul bunurilor vandute si o parte a cheltuielilor cu personalul). Este o situatie foarte rar intalnita la emitentii din alte domenii. Marja mica de profit face ca societatea sa se incadreze si in sfera de aplicare a impozitului minim pe cifra de afaceri, diferenta dintre impozitul calculat conform regulilor fiscale generale si impozitul platit efectiv fiind inregistrate ca o cheltuiala operationala.





Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare.

Indicator (RON)	2023	2024	2025
Marja neta	5,00%	4,27%	3,95%
Rata rotatie active	4,05	3,12	4,15
Multiplicator capital propriu	3,13	2,97	3,11
ROE	**63,28%**	**39,52%**	**50,90%**

Asa cum am spus si mai sus, rentabilitatea capitalului propriu este la un nivel foarte mare, un lucru paradoxal, daca avem in vedere marja neta mica la care functioneaza compania. Dintre cei doi indicatori care influenteaza cel mai mult ROE, rata de rotatie a activelor are legatura mai mult cu domeniul de activitate, iar multiplicatorul capitalului propriu mai mult cu deciziile interne.

Tip cheltuiala (RON)	2023	2024	2025
Cheltuieli aferente serviciilor turistice	89,23%	88,01%	87,80%
Alte cheltuieli din exploatare	2,92%	3,98%	3,53%
Cheltuieli cu personalul	2,79%	3,48%	3,39%
Depreciere si amortizare	0,93%	1,02%	1,20%
Impozit pe profit	0,59%	0,36%	0,57%
Rezultat financiar net	-0,85%	-1,13%	-0,13%
Pierderi asteptate din deprecierea creantelor	-0,61%	0,01%	-0,30%
Total cheltuieli	**95,00%**	**95,73%**	**96,05%**
Marja neta	**5,00%**	**4,27%**	**3,95%**

In mod normal o marja mica ar reprezenta un factor important pentru imbunatatirea profitului si a rentabilitatii. In cazul Christian Tour, cheltuielile sunt dominate de serviciile turistice contractate, cu o pondere de aproape 90% in fiecare dintre cei trei ani pentru care exista informatii disponibile. Acest lucru face ca spatiul de imbunatatire sa fie foarte mic si sa depinda de nivelul acestor cheltuieli, care depind la randul lor de conditiile comerciale obtinute in urma negocierilor cu furnizorii.

Trebuie luat in considerare si faptul ca aceste cheltuieli nu sunt realizate direct catre furnizorii de servicii turistice, ci prin intermediul unor firme afiliate. Din informatiile cuprinse in prospect reiese ca refacturarea

are loc in general la costul de achizitie plus un adaos minimal sau comision, insa nu sunt publice, si probabil nici nu vor fi, diferentele efective platite catre acesti intermediari.

Comparatie multipli de piata

	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Christian Tour la 1,875 RON/actiune - valori neajustate	12,91	2,17	0,51	9,99	0,56
Christian Tour la 2,135 RON/actiune - valori neajustate	14,71	2,26	0,58	11,26	0,63
Christian Tour la 1,875 RON/actiune - valori ajustate	7,82	2,17	0,31	6,05	0,34
Christian Tour la 2,135 RON/actiune - valori ajustate	8,43	2,26	0,33	5,72	0,32
Mediana emitenti Travel Services Europa	13,71	1,92	1,51	6,32	1,40
Valoare cu mediana emitenti Travel Services - valori neajustate	1,9905	1,6581	5,5535	1,1212	4,9724
Medie	3,0591				
Medie ajustata	1,5899				
Valoare cu mediana emitenti Travel Services - valori ajustate	3,2892	1,6581	9,1769	1,9679	8,3319
Medie	4,8848				
Medie ajustata	2,3051				

Multiplii de piata ai companiei sunt influentati de modelul de business, iar paradoxul de mai sus, al unei marje mici de profit concretizata intr-o rentabilitate mare a capitalului propriu, face ca si acestia sa aiba o distributie neobisnuita.

In tabel am calculat valoarea pe actiune prin metoda comparatiei multiplilor de piata in doua scenarii. Primul ia in considerare veniturile si profitul raportate pentru anul 2025, IPO-ul producand efecte doar asupra capitalului propriu, singurul despre care se stie sigur ca se va modifica in cazul in care oferta are succes. Cel de-al doilea ia in considerare un rezultat al IPO-ului si asupra veniturilor si profitului, mai exact imbunatatirea acestora in conditiile mentinerii unei rate de rotatie a activelor totale si a unei rentabilitati a activelor la acelasi nivel ca in 2025.

Pentru comparatie am folosit mediele multiplilor de piata ai emitentilor europeni din sectorului Travel Services, unul care are un numar de doar 24 de companii incluse, sub majoritatea celorlalte sectoare care sunt reprezentate pe pietele de capital de pe continent.

Pentru fiecare dintre cele doua scenarii am calculat atat o medie cu valorile rezultate prin toti cei 5 multipli, cat si una ajustata, care exclude cei doi emitenti legati de venituri, P/S (price/sales) si EV/S (enterprise value/sales). Din cauza marjelor foarte mici de profit, cei doi multipli sunt mult mai mici la Christian Tour decat la alti emitenti din domeniul sau de activitate si distorsioneaza rezultatele. Aceasta diferenta poate avea legatura si cu modul de inregistrare a veniturilor, compania romaneasca inregistrand in cele mai multe cazuri integral sumele incasate de la clienti, in timp ce altele din sector pot functiona doar ca intermediari, inregistrand doar comisioanele aferente revanzarii produselor turistice ca venituri, nu valoarea integrala a acestora. De aici o marja de profit mai mare si un raport mai mic intre capitalizare sau enterprise value si

venituri. Nici asa nu putem spune ca valorile au o acuratete maxima, adevarul fiind undeva intre mediile ajustate si cele neajustate.

Nu putem vorbi despre un rezultat final, diferentele dintre valorile obtinute fiind unele destul de mari. In ceea ce priveste ajustarea veniturilor si profitului luand in considerare potentialul adus de banii din IPO, multiplii de piata (exceptand P/BV) nu vor fi fi influentati imediat, deci valorile corecte ar fi cele neajustate. Pe de alta parte, nici varianta de a porni de la premisa ca acei bani nu influenteaza cu nimic valoarea companiei nu este una potrivita. In ceea ce priveste excluderea sau nu a multiplilor legati de venituri, pe de o parte acestia sunt distorsionati de marjele mici de profit, dar pe de alta parte, excluderea lor lasa un gol si reduce relevanta comparatiei.

Luand in considerare toate aceste lucruri, putem spune ca multiplii de piata sunt, totusi, intr-o zona rezonabila, chiar daca intr-una dintre variante, cu veniturile si profitul neajustate si fara multiplii P/S si EV/S, rezultatul este mai mic decat limita minima a intervalului din oferta publica. Toate celelalte trei valori sunt peste acest interval.

Concluzia generala nu este una usor de tras. Notorietatea, afacerea solida si cu istoric indelungat si multiplii de piata care nu pot fi considerati exagerati il fac sa fie atractiv, mai ales in contextul succesului celorlalte doua IPO-uri recente de la Bursa de Valori Bucuresti. Pe de alta parte, faptul ca a ajuns in aceasta etapa fara ca anterior sa-si fi rezolvat problemele de organizare intra-grup aduce dupa sine un risc pe care e posibil ca o parte a investitorilor, mai ales dintre cei institutionali, sa nu doreasca sa si-l asume. Posibilele conflicte de interese sunt dublate de faptul ca integrarea in grup a acelor entitati afiliate este mentionata in prospect fara a se preciza daca acest lucru va presupune plati din partea companiei sau nu, iar daca da, cat de mari ar putea sa fie acestea. In mod ideal, o eventuala investitie ar trebui realizata dupa clarificarea acestor aspecte.

Marius Pandele

Primesti informatie optimizata si relevanta pentru tine!
Cum?

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au fost cele mai tranzactionate, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai.

Editoriale

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

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer" dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent si multe altele…

PRIME TRANSACTION

Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul 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

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacţiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuaţia preţurilor pieţei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor şi/sau a profiturilor, fluctuaţia cursului de schimb.Materialele ce conţin recomandări de investiţii realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu îşi asumă responsabilitatea pentru tranzacţiile efectuate pe baza acestor informaţii.SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanţele anterioare nu reprezintă garanţii ale performanţelor viitoare.

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Informatii piata"/"Materiale analiza". Rapoartele sunt realizate de persoane care desfășoară activități de analiză pentru SSIF Prime Transaction S.A., fie în baza unui contract individual de muncă, fie în baza unei alte forme de colaborare sau relații contractuale. Identitatea persoanei sau persoanelor implicate în elaborarea fiecărui material sunt indicate în cuprinsul acestuia. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si 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 considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiara, http://www.asfromania.ro

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegeta (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.

PRIME TRANSACTION

Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul 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