SSIF Prime Transaction SA
(+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

Raport de analiza DN Agrar Group – initiere acoperire

Valoare intrinseca estimata (RON/actiune)
1,5954

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

Sumar:

- **DN Agrar este, potrivit propriilor estimari, cel mai mare producator integrat de lapte de vaca din Romania, operand trei ferme de vaci de lapte si una de tineret bovin, la care se adauga cateva activitati adiacente.**
- **Grupul furnizeaza aproape 5% din laptele autohton colectat de procesatori. O particularitate a Romaniei este ponderea mult mai mare a productiei care nu ajunge la procesatori, acesta ajungand in autoconsum si vanzare directa catre consumatori.**
- **Productivitatea fermelor grupului este mult peste media nationala, dar sub cea din tarile care domina productia de lapte la nivel european.**
- **Cel mai mare proiect de investitii al DN Agrar este construirea unei ferme noi aproape de fabrica Albalact, care ar creste cu aproape 50% efectivele de vaci ale grupului.**
- **In ultimele 18 luni rezultatele au fost unele foarte bune, fiind influentate de integrarea a doua dintre cele trei ferme in grup, dar si de imbunatatirea indicatorilor de profitabilitate.**
- **Evaluarea a fost realizata prin doua metode, comparatia multiplilor de piata si DCF, in al doilea caz rezultand o valoare intrinseca mai mare. Ambele metode au niste factori de risc asociati, in primul caz baza redusa de emitenti comparabili, iar in al doilea caz in principal volatilitatea pretului si a cadrului legislativ.**

Indicator	Valoare
Pret inchidere 17.11.2023	1,2000
Capitalizare	190.913.068,80
Variatie pret YTD	64,84%
Variatie pret 1 luna	18,23%
Variatie pret 12 luni*	76,47%
Maxim 52 saptamani*	1,2450
Minim 52 saptamani*	0,6620
Valoare medie tranzactii 60 zile	180.734,41 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

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.

Prezentarea companiei

DN Agrar Group este, potrivit informatiilor furnizate de companie, cel mai mare producator de lapte de vaca din Romania, cu o cota de piata de 4,92% in anul 2022 (fara importuri), conform calculelor noastre. Am specificat mai sus ca pozitia de lider de piata vine din estimarile companiei deoarece vorbim despre o piata foarte fragmentata si in care sunt greu de identificat grupurile de firme.

Sursa: BVB

Compania a fost infiintata in anul 2008 de Jan Gijsbertus de Boer, care este si in prezent presedintele si CEO-ul companiei, activand initial in zona de productie agricola. Treptat, s-a extins pe partea de zootehnie, acolo unde detine in prezent trei ferme de productie de lapte si una de tineret bovin, productia agricola ramanand in continuare in activitatea grupului, insa ca suport pentru cea zootehnica.

Indice	Pondere
BET AeRO	6,04%

Segmentul principal de activitate este productia de lapte de vaca, vandut in principal catre marii procesatori de lactate locali. Cel mai mare client este grupul Lactalis, care detine printre altele si fabrica Albalact, aflata in apropierea principalelor facilitati de productie ale DN Agrar. Activitatea este una integrata, ea fiind centrata in jurul celor trei ferme de vaci de lapte, Apold, situata in Garbova, jud. Alba, Lacro Agrar, din Vaidei, jud. Hunedoara, si Cut, din Calnic, jud. Alba. Fiecare dintre ele are si terenuri agricole folosite in principal pentru a obtine furaje pentru vacile din ferma.

Prezentare companie	
Adresa	Piata Iuliu Maniu, nr. 1, Alba Iulia
Web	dn-agrar.eu
ISIN	RO87WII43RS1
Segment bursa	AeRO
Sectiune	Premium
Piata principala	XRS1
Data listarii	02.02.2022
Numar actiuni	159.094.224
Valoare nominala	0,20 RON
CAEN principal	7022

O a patra ferma, Prodlact, aflata la Pianu de Jos, jud. Alba, are ca obiect principal de activitate cresterea de tineret bovin pentru a inlocui efectivele celorlalte trei ferme din grup. Pe langa aceste

Actionar	Numar actiuni	Procent
A.M. Advies B.V.	117.873.600	74,09%
Free float	**41.220.624**	**25,91%**

Sursa: BVB

patru ferme si productia vegetala asociata, in grup exista o firma specializata in servicii logistice si una specializata in servicii agricole, care functioneaza in principal in suportul celorlalte entitati, dar au si clienti externi.

In afara de organizarea foarte riguroasa, DN Agrar Group se remarca si prin eficienta peste media sectorului de productie de lapte din Romania, obtinuta si cu ajutorul gradului ridicat de automatizare. Conform estimarilor noastre (in lipsa unor informatii detaliate), productia medie pe cap de vaca de lapte (excluzand tineretul bovin) a fost in anul 2022 de circa 6.000 kg, mult peste media nationala de 3.362 kg/cap din anul 2021, dar sub media europeana de 7.682 kg din acelasi an.

Consiliul de Administratie

Nume	Functie
Jan G. de Boer	Presedinte
Marijke Geerts de Boer	Membru
Hilbertus Peter de Boer	Membru
Serban Gheorghe-Sorin	Membru
Bintintan Cristian Dan	Membru

Conducerea executiva

Nume	Functie
Jan G. de Boer	CEO
Hilbertus Peter de Boer	Manager Relatii cu Investitorii
Stefan Gabriel Tico	Director economic
Trufas Adina	Manager Zootehnie
Dan Bogdan Ioan	Manager Agricultura
Rusu Mircea Marian	Director Tehnic

Sursa: DN Agrar

La jumatatea anului 2023 grupul a depasit pragul de 12.000 de animale, incluzand aici atat vaci de lapte, cat si tineret bovin, obiectivul fiind de a ajunge la 12.500 in viitorul apropiat. Pe partea de productie vegetala, suprafata totala exploatata era de 7.151,28 ha de teren, dintre care 942,62 ha in proprietate si 6.290,61 ha in arenda. In ceea ce priveste terenul agricol, obiectivul este de a ajunge la 10.000 ha in exploatare, prin achizitia altor ferme cu productie vegetala si/sau zootehnica.

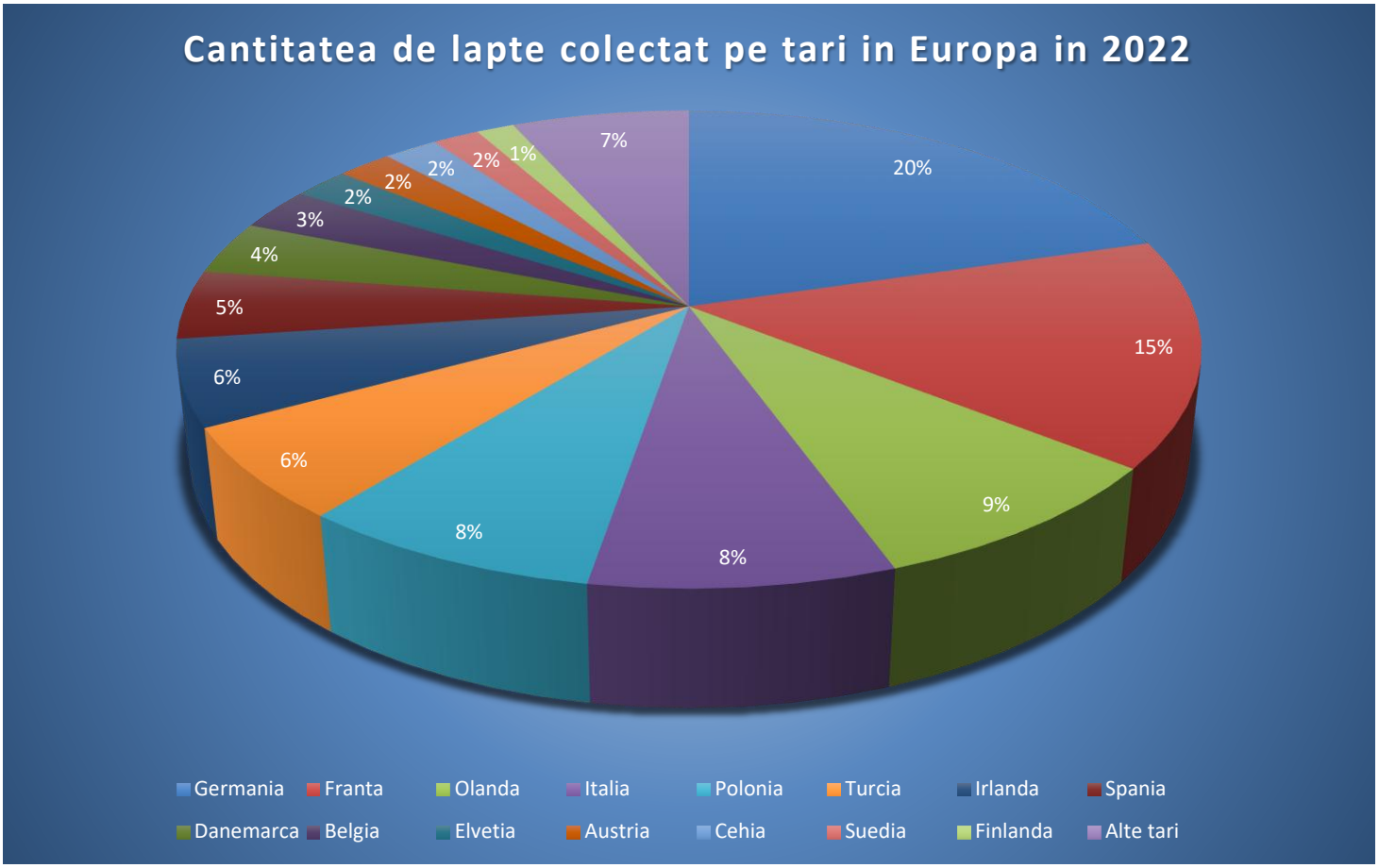
Proiectele de viitor urmaresc continuarea extinderii, dar si eficientizarea activitatii existente. Cel mai important dintre ele este cel de la Straja, in apropiere de Alba Iulia, acolo unde ar urma sa fie construita in doua etape o ferma noua cu capacitatea de 5.000 de vaci, dintre care 3.600 de lapte si 1.400 tineret bovin. La capacitate maxima ar insemna o crestere cu circa 40% a efectivului total de bovine al grupului. Alte proiecte presupun instalarea de roboti industriali in fermele existente, constructia unei fabrici de compost si extinderea capacitatii fermei Cut.

Compania s-a listat pe piata AeRO in februarie 2022, anterior fiind derulat un plasament privat in iulie 2021, la pretul de 1,81 RON/actiune (echivalent cu 0,6033 RON/actiune in momentul de fata, dupa ajustarea cu majorarea de capital cu actiuni gratuite din iulie 2022). Actionarul majoritar A.M. Advies B.V., controlat de familia de Boer, detine in prezent 74,09% din actiunile emitentului, restul de 25,91% fiind libere la tranzactionare.

Dupa cresterea considerabila a pretului actiunii post-listare, DN Agrar a ajuns al 8-lea emitent ca marime de pe piata AeRO si al 3-lea dintre emitentii listati dupa infiintarea acestei piete (excluzandu-i pe cei listati anterior pe piata Rasdaq), dupa Simtel Team si Grup Serban Holding. Obiectivul asumat de companie este trecerea pe piata principala a BVB in anii urmatori, pentru acest lucru fiind contractate serviciile unei firme care va ajuta la implementarea standardelor IFRS pentru raportarile financiare si retratarea corespunzatoare a celor din anii trecuti.

Pozitia pe piata si contextul la nivel european

Avand in vedere ca vorbim despre o piata interconectata la nivel european, este util ca atunci cand analizam pozitia emitentului pe piata sa punem lucrurile in context si sa vedem si care este pozitia Romaniei pe piata europeana. Fiind vorba despre un emitent care activeaza exclusiv in productia de lapte de vaca, fara sa aiba operatiuni pe partea de procesare sau sa produca lapte si din alte animale, comparatia e destul de simpla, luand in calcul doar productia de lapte crud la nivel national, respectiv european. E adevarat ca ea include doar laptele vandut catre procesatori, fara autoconsum sau lapte valorificat in afara ciclului de productie clasic, insa pentru majoritatea tarilor ponderea celor din urma este una marginala.



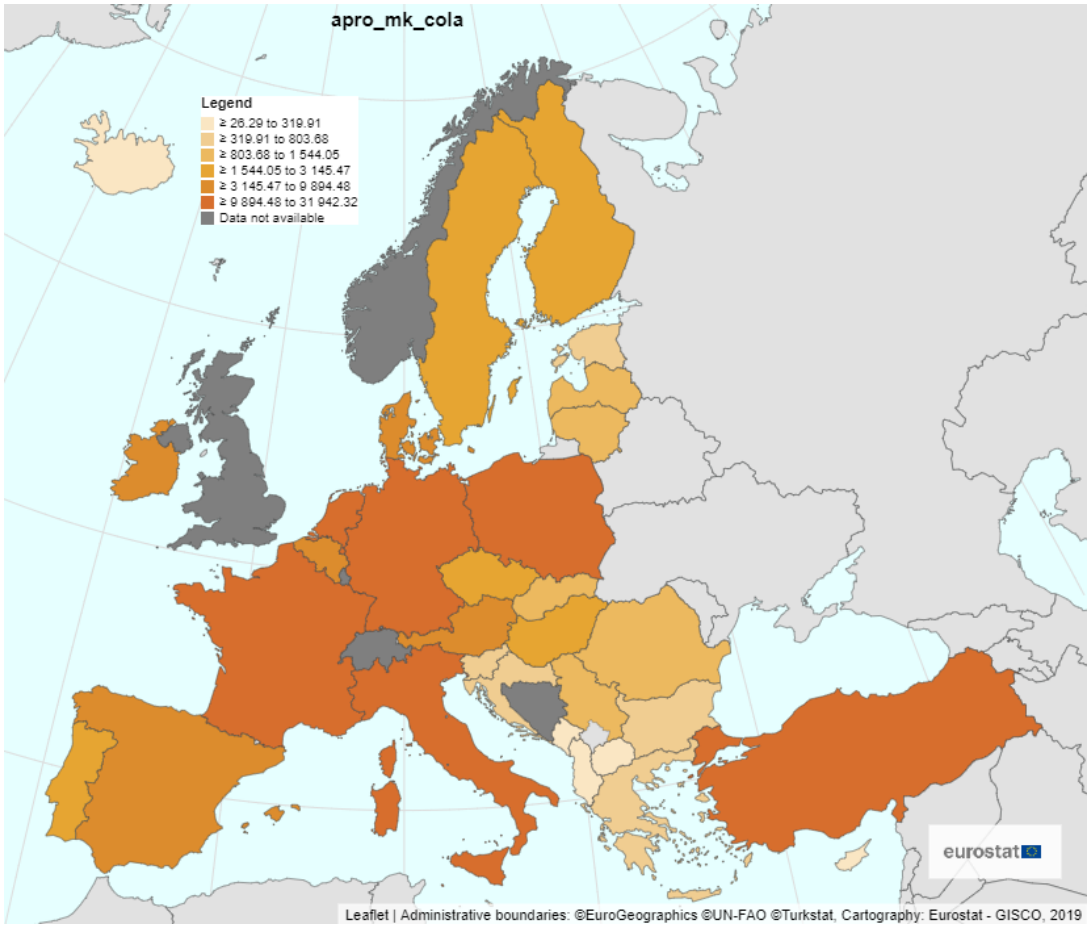
Sursa: Eurostat, INS

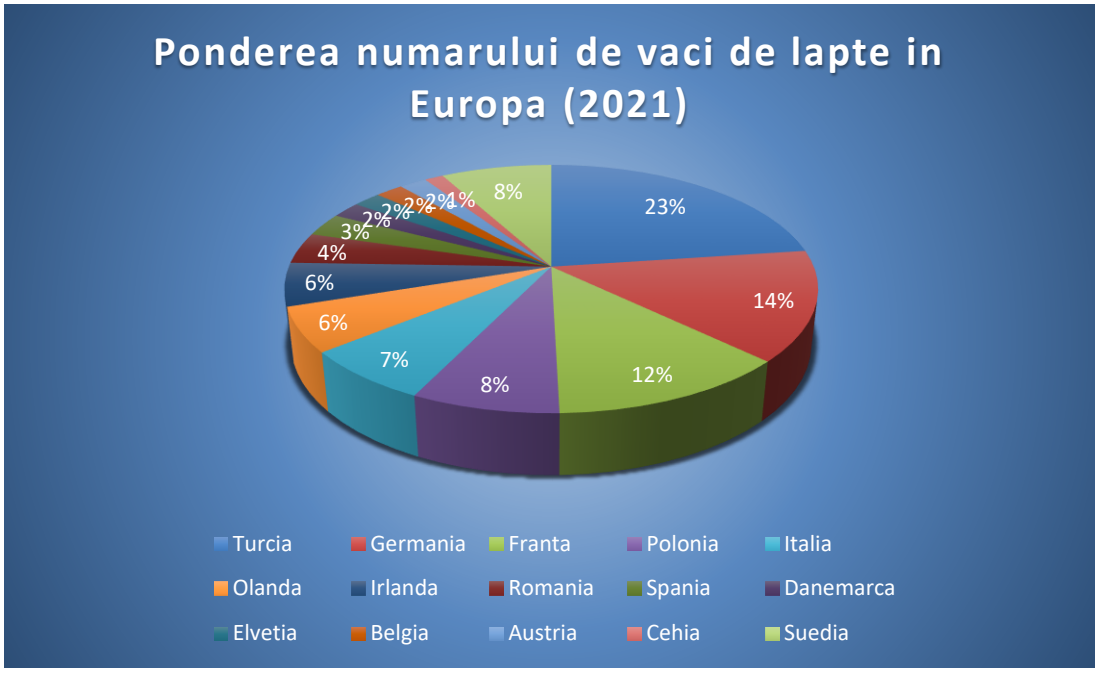
In graficul de mai sus sunt prezentate tarile cu cele mai mari cantitati de lapte colectat de procesatori in Europa in anul 2022, potrivit datelor centralizate de Eurostat. Nu sunt luate in calcul doar tarile din Uniunea Europeana, ci si tarile EFTA (European Free Trade Association) si cele aflate in diverse stadii de pre-aderare la UE. Pentru cateva dintre tari nu exista date publicate pentru anul 2022, asa ca nu le-am inclus in grafic. Cea mai importanta dintre ele este Norvegia, pentru care ultimele informatii sunt din 2020, atunci cand avea o productie cu un ordin de marime asemanator cu cel al Romaniei. Datele pentru 2022 in cazul Romaniei sunt cele publicate de INS, pe site-ul Eurostat ele nefiind disponibile. Pentru majoritatea tarilor cantitatea de lapte colectat este apropiata de cea produsa efectiv, exceptia notabila fiind tocmai Romania, acolo unde datele Eurostat referitoare la productia de lapte brut arata valori triple fata de cele de la laptele colectat. Desi e greu de crezut, diferenta uriasa vine de la autoconsum si vanzarea directa catre consumatorii finali, existand practic o cantitate de lapte valorificata in mod organizat si si una de doua ori mai mare „off the

books". Am considerat ca este mai relevanta cantitatea colectata de procesatori, din moment ce DN Agrar se incadreaza in acest sistem.

Asa cum se poate observa, exista doua tari care domina productia de lapte la nivel european, Germania si Franta, cu o cota cumulata de 35,72% in anul 2022 din totalul productiei pentru tarile luate in calcul (ceva mai putin daca am lua in calcul si tarile pentru care nu exista date disponibile, insa nu cu mult, acestea avand in general productii mici). Cele doua sunt urmate de Olanda, Italia si Polonia, toate trei cu cote intre 8% si 9%. Alaturi de Polonia, singura tara din Europa de Est care apare pe grafic este Cehia, cu 2,02% din productia totala a tarilor incluse in comparatie, restul tarilor fiind din Europa de Vest, printre care se intercaleaza si Turcia, o tara din afara UE. Chiar daca pe primele doua locuri regasim cele mai mari tari din Uniunea Europeana, pozitia in topul tarilor producatoare de lapte nu este in niciun caz direct proportionala cu dimensiunea tarii. Printre cei mai mari producatori de lapte apar tari de dimensiuni destul de mici, insa cu

Harta dupa cantitatile de lapte colectat (2021)



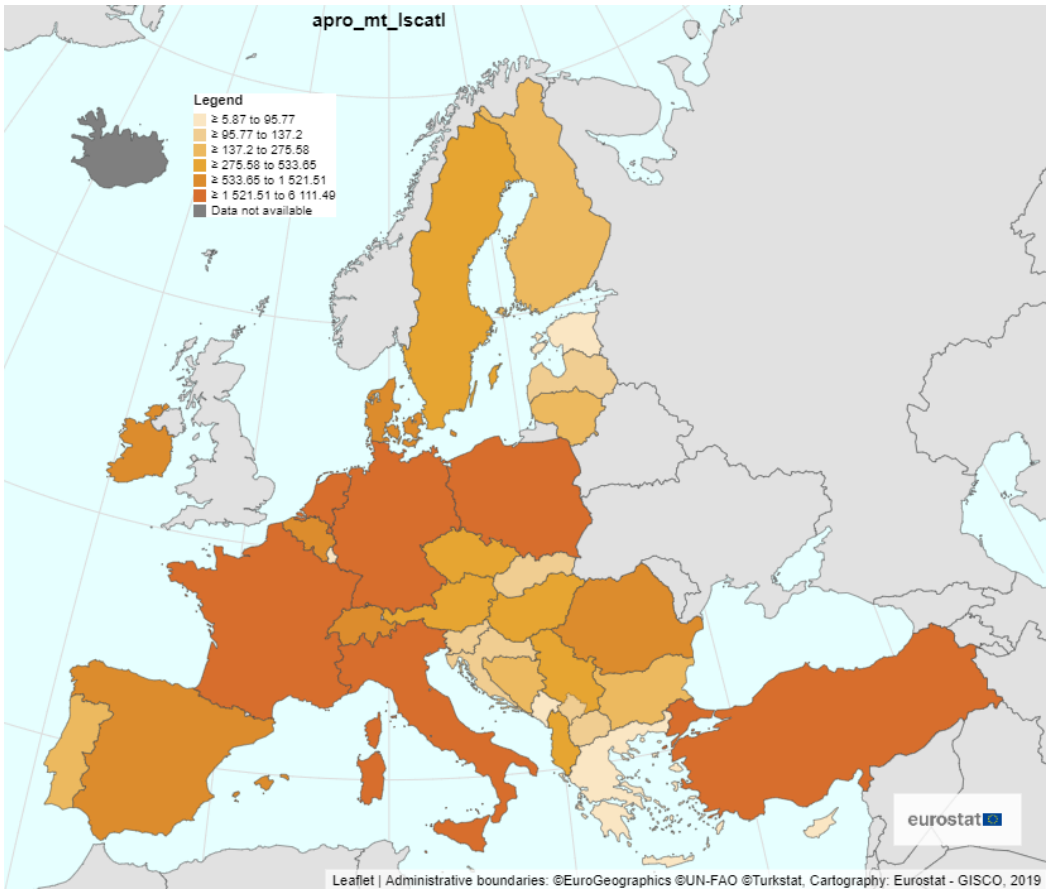


Sursa: Eurostat, calcule Prime Transaction

traditie in domeniu, cum ar fi Olanda, Elvetia si Austria, dar si Danemarca, Belgia sau Irlanda, care nu ne vin neaparat in minte atunci cand cautam niste exemple reprezentative pentru vacutele de lapte.

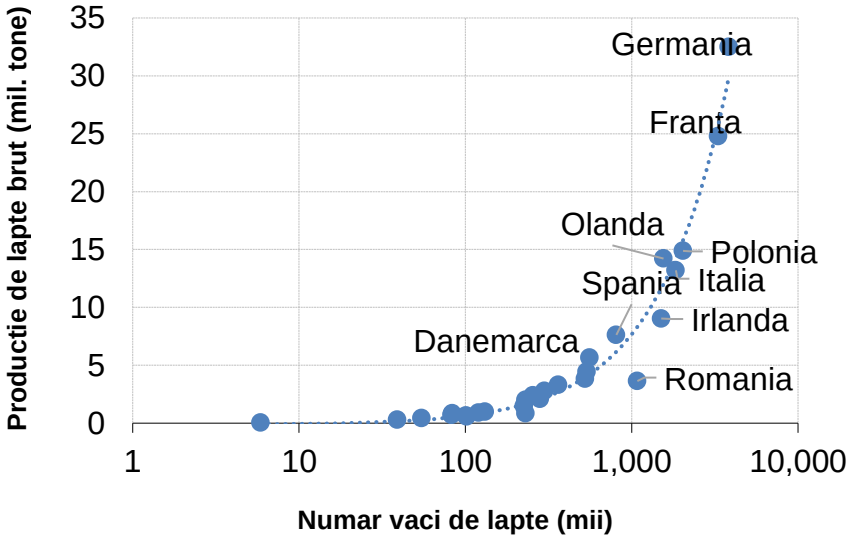
Asa cum se poate intui, Romania este in acest grafic la categoria „Alte tari", care cumuleaza o cota de 6,66% din cantitatea tarilor incluse, ceva mai mult decat procentul aferent Turciei. Tot aici este si Ungaria, despre care auzim in mod constant in presa ca le ia painea de la gura fermierilor romani din cauza subventiilor mari pe care le acorda guvernul de la Budapesta sectorului zootehnic din aceasta tara.

Harta dupa numarul de vaci de lapte (2021)



In prima harta este o reprezentare diferita a aceleiasi situatii, insa pentru anul 2021, pentru care Eurostat are date disponibile si in cazul Romaniei. Aici lucrurile nu mai arata la fel de rau ca in primul grafic, in primul rand pentru ca aparem si noi pe harta. In al doilea rand, nu suntem chiar la marginea de jos sau la „si altii", existand mai multe tari, in principal din zona balcanica, pentru care cifrele sunt mai slabe. Pe harta se observa chiar mai bine faptul ca dimensiunea tarilor nu este un factor esential in domeniu. Olanda este in acelasi interval valoric ca si Germania, Franta, Polonia si Turcia, iar Belgia, Austria, Danemarca si Irlanda sunt in acelasi interval ca si Spania, o tara mai mare decat toate patru luate impreuna.

Randamentul vacilor de lapte in Europa (2021)

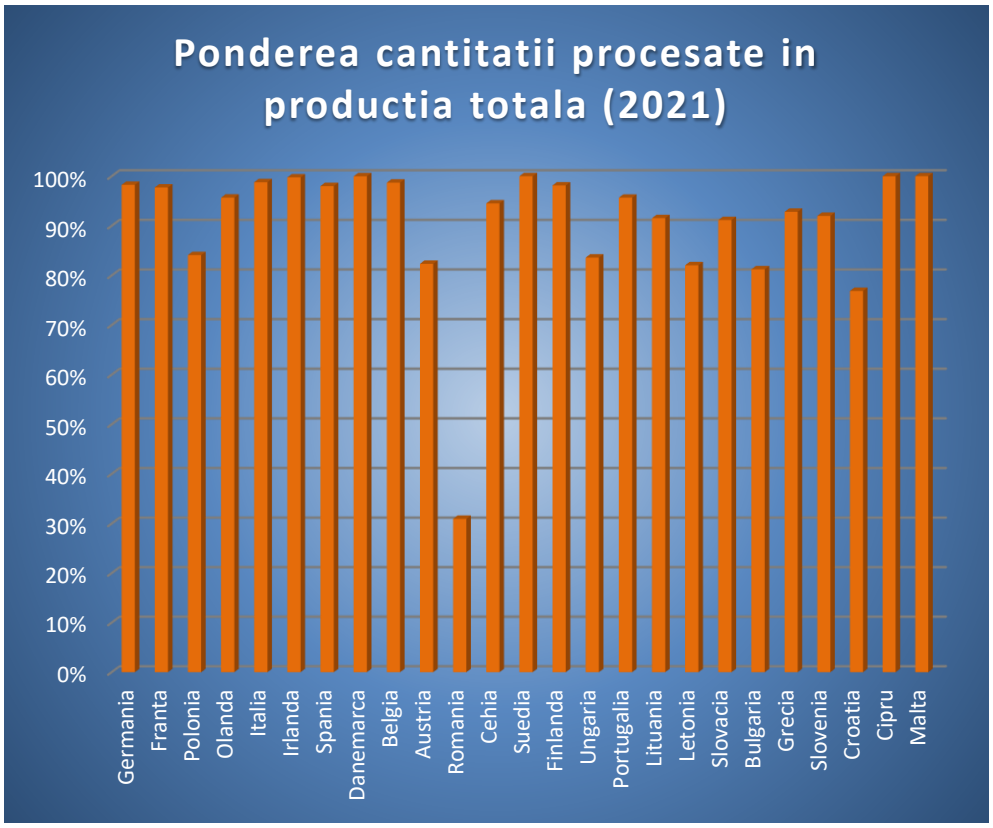


Sursa: Eurostat

Al doilea grafic si a doua harta se refera la distributia numarului de vaci de lapte la nivel european, de data aceasta Romania avand o pozitie mai buna decat in cazul cantitatii de lapte colectat. Trebuie luat in calcul, insa, faptul ca aici sunt incluse si cele folosite pentru autoconsum si vanzare directa catre consumatori.

In primul grafic nu mai suntem la categoria „Alte tari", avand chiar un numar de bovine mai mare decat Elvetia si Austria, tari recunoscute international in domeniul productiei de lactate. Si pe harta avem o culoare mai puternica, incadrandu-ne in a doua categorie, impreuna cu tari precum Belgia, Spania, Elvetia si Irlanda.

Diferenta intre pozitia in clasamentul realizat pe baza efectivelor de bovine si cel care ia in calcul productia de lapte are din pacate ca explicatie principala faptul ca suntem ineficienti, producand prea putin din resurse mai mari decat ale altora.



Sursa: Eurostat, calcule Prime Transaction

In penultimul grafic este prezentata curba randamentului productiei de lapte pe tari, tarile aflate deasupra curbei avand productii pe cap de animal peste medie, iar cele din dreapta curbei sub medie. Romania iese in evidenta in mod negativ, fiind cea mai indepartata de curba randamentului, cu o productie pe cap de animal la mai putin de jumatate din media europeana. Irlanda este la randul sau pozitionata prost, in timp ce Danemarca, Spania si Olanda ies in evidenta in sens pozitiv.

In fine, in ultimul grafic avem o situatie de vazut si de necrezut prin care Romania iese in evidenta in acest domeniu. Mai exact, am calculat ponderea cantitatii de lapte colectat de procesatori in cantitatea totala de lapte produs, asa cum este furnizata de Eurostat. E adevarat ca vorbim despre un raport intre o cifra oficiala si o estimare, insa aceeasi situatie este valabila si pentru celelalte tari.

Din grafic se observa ca, daca in toate celelalte tari cel putin 75% din laptele produs ajunge sa fie colectat de procesatori, ajungand chiar pana la 100% in cateva tari, in Romania procentul era de doar 30% (30,95% mai exact) in anul 2021. Daca luam in calcul faptul ca la procesatori ajunge si lapte importat, ajungem la un procent real chiar mai mic, intre 25% si 30%. Avem, practic, o industrie paralela a laptelui, care functioneaza in conditii de eficienta foarte redusa, dar care trage in jos industria oficiala, aducand o concurenta nefiscalizata si de multe ori in afara cadrului de siguranta sanitara. Asa cum am spus si mai sus, consideram ca este mai relevanta cantitatea care trece prin ciclul normal de productie, aici incadrandu-se si DN Agrar, insa trebuie avuta in vedere si realitatea reflectata in acest grafic, deoarece ea ii influenteaza si pe producatorii mari.

Ce nu se vede in acest grafic este evolutia in timp a procentelor. In anul 2013, Romania era la 22,17%, iar Bulgaria la 43,05%, un nivel ceva mai ridicat, dar tot la mare distanta fata de media europeana. In 2021 Romania urcase cu mai putin de 10 puncte procentuale, in timp ce Bulgaria ajunsese la 81,25%, intr-o zona de normalitate pentru secolul 21. Chiar si tarile din Est care erau deja la 70-80% au gasit loc sa mai urce, exemplele opuse fiind foarte putine. In aceste conditii, e surprinzator ca importurile din tarile din jur nu sunt mai mari.

Evolutia cantitatii de lapte colectat pe tari

Tara (mii tone)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Evolutie
Germania	30.301	31.375	31.879	31.973	31.937	32.491	32.442	32.549	31.942	31.947	5,43%
Franta	23.989	25.309	25.375	24.453	24.629	24.543	24.526	24.602	24.199	24.076	0,36%
Olanda	12.213	12.473	13.331	14.324	14.296	13.881	13.802	13.987	13.603	13.762	12,69%
Italia	10.397	11.024	10.641	10.773	11.902	12.071	11.965	11.895	13.042	12.808	23,19%
Polonia	9.921	10.581	10.869	11.130	11.647	11.946	12.175	12.457	12.515	12.779	28,80%
Turcia	7.938	8.630	8.937	9.214	9.112	10.028	9.560	9.841	10.070	9.752	22,84%
Irlanda	5.584	5.816	6.585	6.852	7.475	7.810	8.227	8.542	9.018	9.087	62,74%
Spania	6.300	6.601	6.872	6.864	7.014	7.121	7.265	7.428	7.472	7.314	16,10%
Danemarca	5.025	5.113	5.278	5.376	5.494	5.615	5.615	5.667	5.644	5.664	12,71%
Belgia	3.475	3.689	3.988	3.882	4.025	4.179	4.288	4.431	4.381	4.513	29,89%
Elvetia	3.383	3.512	3.457	3.407	3.410	3.427	3.372	3.379		3.310	-2,17%
Austria	2.933	3.067	3.103	3.091	3.200	3.183	3.140	3.137	3.154	3.247	10,70%
Cehia	2.382	2.414	2.500	2.793	2.979	3.033	3.073	3.192	3.129	3.173	33,18%
Suedia	2.868	2.931	2.933	2.862	2.817	2.760	2.704	2.773	2.782	2.765	-3,58%
Finlanda	2.287	2.357	2.394	2.390	2.366	2.354	2.330	2.362	2.272	2.216	-3,11%
Portugalia	1.777	1.863	1.928	1.843	1.851	1.894	1.892	1.920	1.909	1.851	4,17%
Ungaria	1.364	1.470	1.536	1.547	1.545	1.535	1.576	1.626	1.739	1.700	24,63%
Lituania	1.339	1.436	1.438	1.416	1.403	1.367	1.358	1.360	1.349	1.363	1,77%
Romania	**879**	**995**	**916**	**953**	**1.028**	**1.109**	**1.122**	**1.135**	**1.126**	**1.134**	**28,98%**
Slovacia	827	844	865	823	826	818	815	834	823	824	-0,34%
Letonia	736	805	808	814	813	781	785	791	813	811	10,23%
Bulgaria	495	510	505	530	592	649	659	694	679	662	33,75%
Grecia	652	619	612	619	614	620	631	652	660	648	-0,65%
Slovenia	517	532	554	575	579	571	564	580	589	575	11,22%
Croatia	504	523	513	490	477	453	436	434	429	405	-19,53%
Cipru	157	164	162	200	216	228	238	272	298	286	82,71%
Islanda		138	150		156	157	156	156	153	151	9,23%
Malta		43	42	43	41	40	42	42	40	39	-8,88%

Sursa: Eurostat, INS, calcule Prime Transaction

In tabelul de mai sus am prezentat evolutia cantitatilor de lapte colectat de procesatori in tarile pentru care Eurostat are date disponibile aferente anului 2022. La final am calculat si evolutia intre 2013 si 2022, pentru a avea o imagine si asupra dinamicii de pe piata.

Dintre tarile aflate in partea de sus a clasamentului, cea mai mare crestere a fost in cazul Irlandei, cu peste 60% intre 2013 si 2022, in timp ce Germania si Franta, care domina topul, au ramas in aceeasi zona. Vedem si in zona Europei de Est cateva cresteri importante, cum ar fi cele inregistrate de Polonia, Cehia, Ungaria, Bulgaria si Romania. Ele trebuie puse insa in context, in cazul Bulgariei, Romaniei si Cehiei fiind determinate si de cresterea procentului din productie care a mers spre

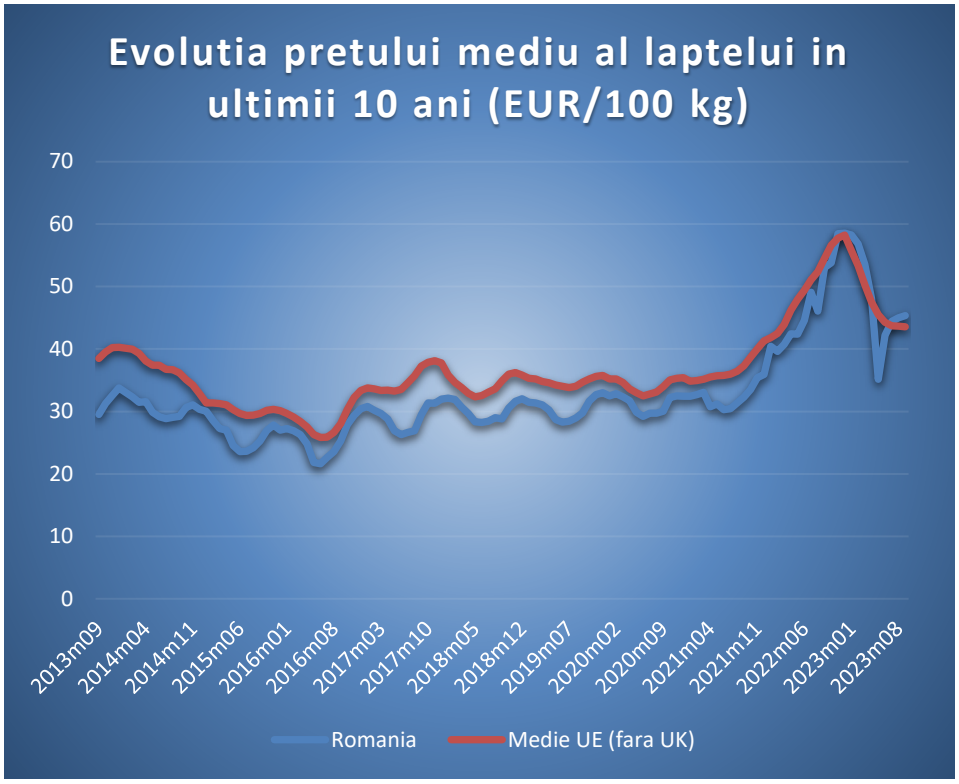
procesare in perioada analizata. E greu de spus, insa, daca acest lucru s-a intamplat pentru ca producatorii mici au ales sa vanda catre procesatori sau pentru ca ei au ales sa nu mai produca deloc lapte si au fost inlocuiti de producatori mai mari.

In cele doua grafice alaturate este prezentata evolutia pretului mediu lunar al laptelui pe ultimii 10 ani in Romania, in primul caz in comparatie cu media europeana (fara a include Marea Britanie), iar in al doilea in comparatie cu cele doua tari care sunt de obicei date ca exemplu cand vine vorba de importuri, Ungaria si Polonia.

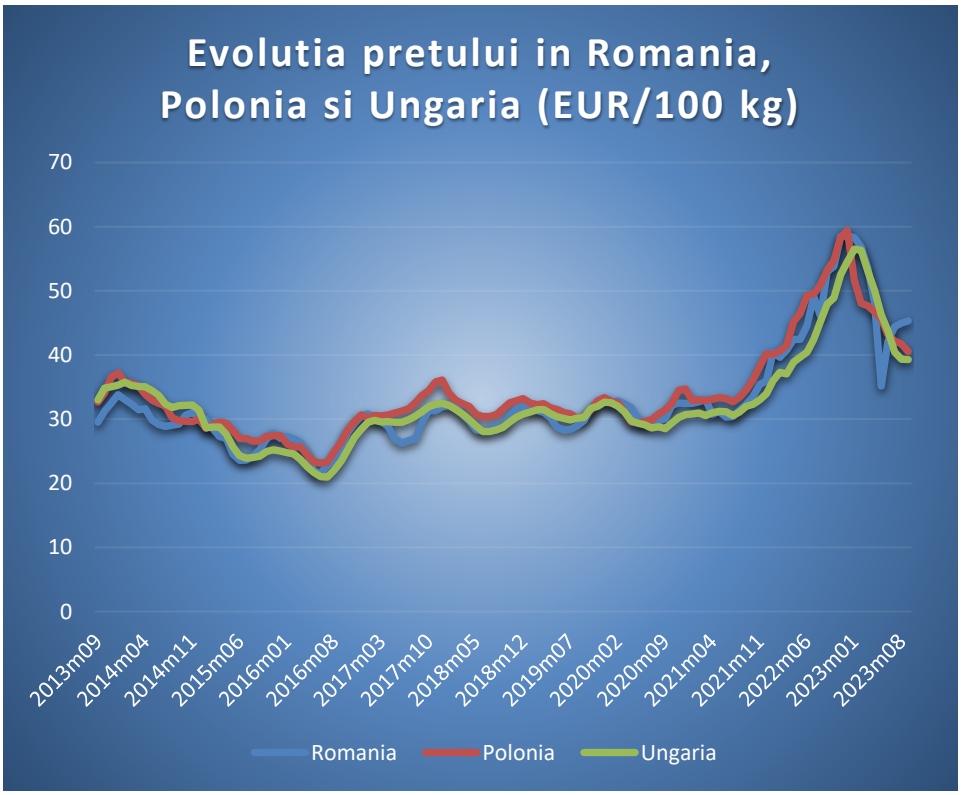
Din primul grafic vedem ca in mod obisnuit pretul laptelui in Romania este mai mic decat media europeana, diferenta medie dintre cele doua fiind de 11% pe ultimii 10 ani (32,7 EUR/100 kg in Romania, fata de 36,72 media UE).

Incepand din 2021, insa, lucrurile nu au mai fost la fel de previzibile, pretul crescand in toata Uniunea Europeana, iar in Romania ajungand in unele momente, inclusiv in prezent, peste media UE.

In al doilea grafic observam o evolutie istorica mult mai stransa, cu o medie pe ultimii 10 ani de 34 EUR/100 kg in Polonia si 32,35 in Ungaria, intr-un interval mai mic de 5% in jurul pretului din Romania. De altfel, iese in evidenta faptul ca si pe fiecare tara, si pe media europeana trendul este unul foarte asemanator, neputand vorbi despre o competitivitate bazata pe pret pe care ar avea-o unele tari comparativ cu altele.

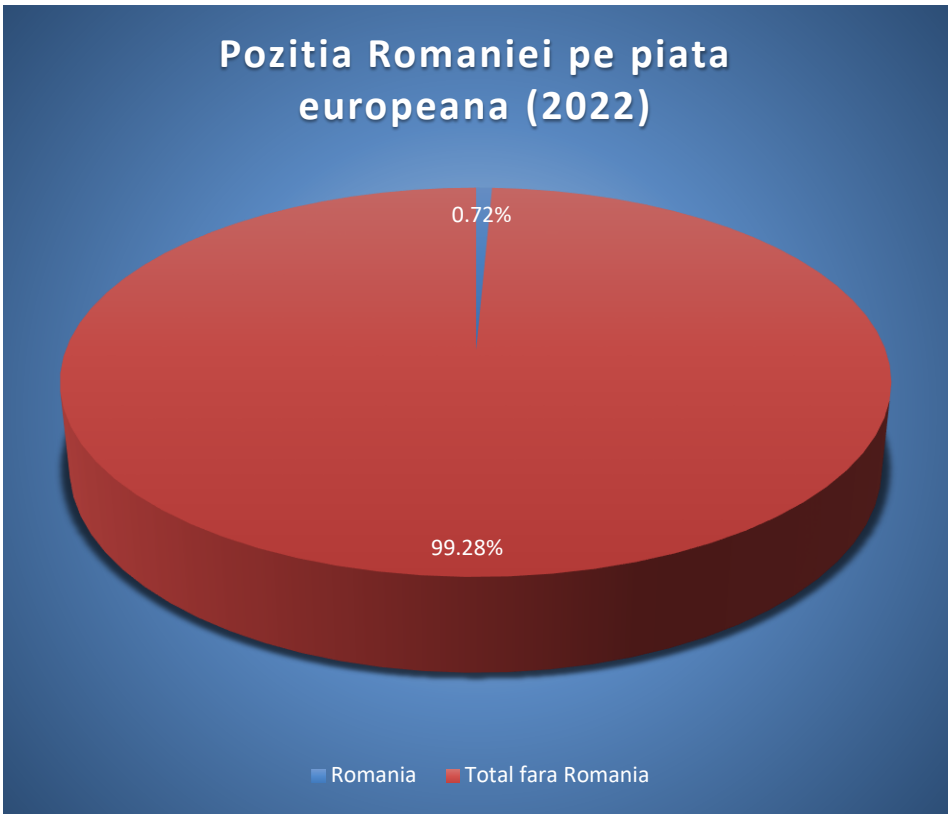


Sursa: Eurostat



Sursa: Eurostat

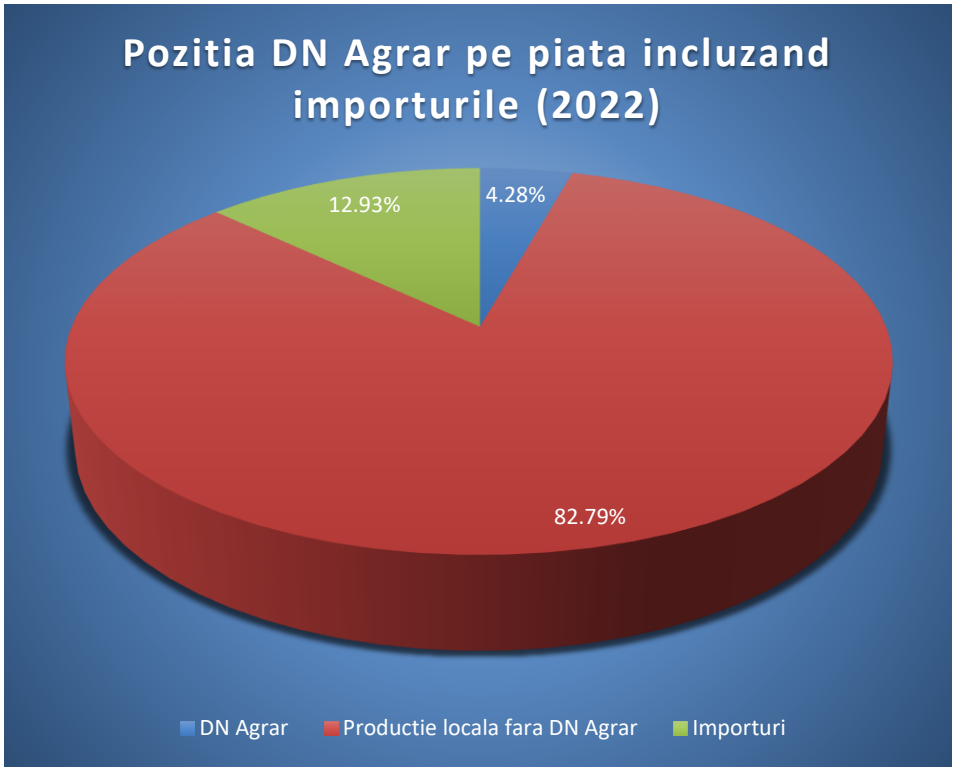
Chiar daca rezulta destul de clar si din graficele si tabelul de mai sus, am ales sa evidentiem pozitia Romaniei pe piata europeana a laptelui brut, in anul 2022 cantitatea de lapte colectat de procesatori reprezentand mai putin de un punct procentual din cantitatea totala la nivel european. Daca am include si laptele care nu trece pe la procesatori procentul ar fi unul considerabil mai mare, ducandu-ne pe locul al 11-lea in UE. Acest lucru ar fi, insa, echivalent cu a-i include in sectorul service-urilor auto pe cei care isi repara masina singuri in spatele blocului, sau cu a include in activele bancare banii imprumutati intre rude.



Sursa: Eurostat, INS, calcule Prime Transaction

Pozitia companiei pe piata locala

Asa cum se poate vedea din urmatoarele doua imagini, pozitia DN Agrar pe piata din Romania este mai buna decat pozitia Romaniei pe piata europeana. In ambele este prezentata cota de piata calculata cantitativ (nu pe baza veniturilor), raportand cantitatea de lapte livrata de grup la cantitatea colectata de procesatori la nivel national. Pentru DN Agrar am folosit cantitatea de 50 milioane de litri de lapte furnizata (cu aproximatie) in cele mai recente raportari financiare, iar pentru a asigura comparabilitatea cu cifrele de la INS am transformat-o in tone, luand in considerare densitatea de 1,03 kg/litru pentru laptele brut.



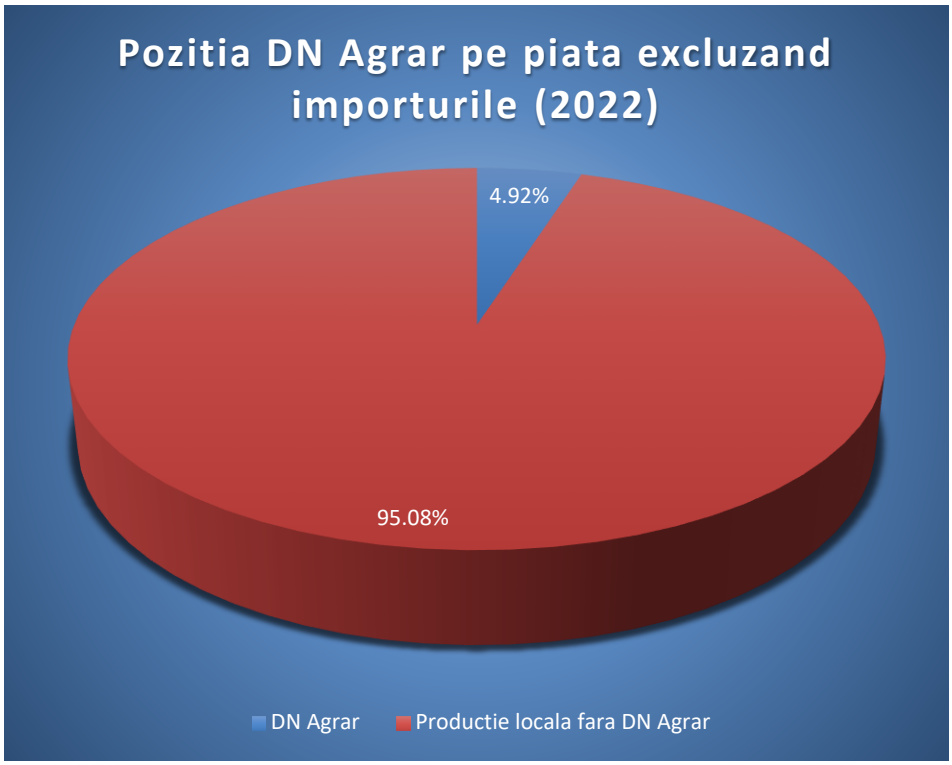
Sursa: raportari DN Agrar, INS, calcule Prime Transaction

Diferenta dintre ele este ca in prima imagine este luata in calcul intreaga cantitate colectata de procesatori, inclusiv cea importata, in timp ce in al doilea este inclusa doar cantitatea

colectata de pe plan intern. Ambele au relevanta, grupul avand drept concurenti principali producatorii de lapte din Romania, dar fiind influentat si de cantitatile importate, care au ca destinatie finala aceiasi procesatori al caror furnizor este si DN Agrar. Pe de alta parte, asa cum importurile din tarile invecinate influenteaza afacerile producatorilor romani, acestia au la randul lor posibilitatea de a exporta o parte a productiei, insa in acest moment nu consideram ca s-ar justifica sa extindem aria de comparatie in afara Romaniei.

Din pacate, din cauza fragmentarii foarte mari a sectorului si a cantitatii limitate de informatii, nu putem identifica principalii concurenti ai DN Agrar Group pe piata locala a productiei de lapte brut.

In tabelul alaturat am pus cele mai mari 20 de firme din Romania cu codul CAEN principal 0141 – cresterea bovinelor de lapte, in functie de cifra de afaceri, in el aparand si cele trei ferme cu vaci de lapte ale DN Agrar Group. Codul CAEN nu este insa de ajuns pentru a concluziona ca acestia sunt principalii concurenti ai grupului. O parte a concurentilor pot avea alte coduri CAEN, iar unii dintre ei pot avea, la fel ca si DN Agrar, mai multe firme care sa functioneze in cadrul grupului. Nu vorbim, oricum, despre un domeniu cu un grad foarte mare de transparenta, fiind foarte greu de facut o conexiune intre denumirea unor firme si activitatea pe care acestea o desfasoara efectiv.



Cele mai mari firme din Romania in anul 2022 dupa codul CAEN 0141 – cresterea bovinelor de lapte

Firma	Cifra de afaceri (mil. RON)	Profit net (mil. RON)	Marja neta
Lacto Agrar SRL	58,6	7,6	12,97%
Animal Ferma SRL	54,8	2,9	5,29%
DN Agrar Apold SRL	53,8	3,2	5,95%
Boga Trifesti SRL	38,8	2,9	7,47%
Agricola Utvinis SRL	38,3	4,1	10,70%
DN Agrar Cut SRL	38,2	6,7	17,54%
Costi Zootehnia SRL	38,0	12	31,58%
Agro-Carmolact SRL	31,7	4,3	13,56%
Koplax SRL	30,3	10,1	33,33%
Centana-Com SRL	23,9	2,6	10,88%
Tera Moiad SRL	23,0	0,2	0,87%
Vacrom SRL	19,8	2,6	13,13%
Farm Ecolact SRL	15,7	0,4	2,55%
Holland Dairy Farm SRL	15,5	0,6	3,87%
Agricol Carm Invest SRL	15,4	0,7	4,55%
Fenov SRL	15,1	1,9	12,58%
Fraher SRL	13,4	0,4	2,99%
Vegelact Cooperativa Agricola	13,2	-0,09	-0,68%
Miofan Agrotrans SRL	13,0	1,6	12,31%
Oliclado SRL	12,7	2,7	21,26%

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

Analiza SWOT

PUNCTE TARI (+)

- Afacere matura, cu o pozitie puternica pe piata
- Echipamente si metode de lucru moderne si eficiente
- Profitabilitate buna in ciuda contextului dificil
- Dependenta redusa fata de furnizori, ca urmare a modelului de business integrat
- Raportari financiare mai aproape de piata principala decat de AeRO

PUNCTE SLABE (–)

- Dependenta fata de un singur client mare
- Expunere mare fata de unul dintre creditori
- Productivitate redusa comparativ cu fermele din Vest

OPORTUNITATI (+)

- Accesul la piata europeana vine cu o baza foarte mare de clienti potentiali
- Fragmentarea pietei locale ofera oportunitati de extindere prin achizitii
- Reglementarile europene pot elimina o parte a concurentei locale, insuficient modernizata
- Mutarea preconizata pe piata principala a BVB va aduce un castig de imagine

AMENINTARI (–)

- Concurenta tarilor din jur, bazata pe subventii si masuri protectioniste
- Volatilitate mare atat pentru pretul laptelui, cat si pentru costuri
- Cadrul legislativ din Romania este unul imprevizibil
- Pondere mare a productiei locale nefiscalizate, cu efect negativ asupra afacerilor legitime

Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

Politica de investitii

Specificul activitatii impune realizarea constanta de investitii pentru a mentine competitivitatea pe termen lung. Afacerea in sine este rezultatul unor investitii consistente realizate de-a lungul timpului. Pentru viitorul apropiat, cel mai mare proiect de investitii este construirea de la zero a unei ferme noi cu capacitate de aproape jumatate din numarul de vaci detinute in prezent, la mica distanta de fabrica Albalact de la Oiejdea, jud. Alba, principalul client al grupului. Mai jos sunt sumarizate proiectele investitionale mai importante asumate de DN Agrar in acest moment:

- Constructia in doua etape **a unei ferme noi la Straja, jud. Alba**, cu capacitate totala de 5.000 de vaci, dintre care 3.600 de vaci de lapte si 1.400 tineret bovin, si o suprafata de 10 hectare. Potrivit informatiilor publicate de companie, prima etapa ar urma sa fie finalizata in decembrie 2024, moment in care capacitatea fermei ar fi de jumatate din cea maxima, mai exact 1.800 de vaci de lapte si 700 de tineret bovin. Pentru finalizarea celei de-a doua etape si atingerea capacitatii maxime a fermei nu exista un deadline in momentul de fata.
- **Automatizarea suplimentara a mulsului** prin instalarea de roboti industriali de muls la fermele Lacto Agrar si Cut, acestia urmand sa reduca la 50% munca manuala necesara.
- Constructia unei **fabrici de compost langa ferma DN Agrar Apold**, aceasta urmand sa fie functionala pana la finalul acestui an. In 2024 ar urma sa fie derulata si ultima etapa a proiectului, prin instalarea de panouri solare pe acoperisul fabricii de compost.
- **Extinderea fermei DN Agrar Cut** de la circa 1.800 de vaci de lapte in momentul de fata cu inca 200 de vaci.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2020	2021	2022	6L 2023
Imprumuturi pe termen lung	19.570.405	32.206.090	79.995.885	87.060.983
Leasing pe termen lung	7.044.402	6.765.406	12.715.793	10.626.508
Imprumuturi pe termen scurt	4.991.690	12.890.712	31.077.768	15.012.839
Leasing pe termen scurt	2.614.197	3.804.887	2.608.917	3.669.478
Total datorii financiare	**34.220.694**	**55.667.095**	**126.398.363**	**116.369.808**
Procent din activele totale	42,41%	37,88%	53,89%	46,03%
Procent din capitalul propriu	114,66%	85,04%	158,67%	122,62%
Datorii financiare/EBITDA	2,59	3,31	2,94	2,02
Datorii financiare nete	33.007.198	51.421.616	124.812.068	112.487.627

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Data fiind perioada scurta care a trecut de la listare, intervalul de timp pentru care avem la dispozitie date istorice este mai mic decat la alti emitenti, drept pentru care situatia detaliata a datoriilor financiare porneste doar din anul 2020. In afara de acest lucru, la DN Agrar exista o particularitate care face dificila comparatia datelor istorice, si anume faptul ca in decembrie 2021 si aprilie 2022 au fost achizitionate fermele Lacto Agrar, respectiv DN Agrar Apold, ambele avand un impact important asupra rezultatelor financiare. Mai mult, din cauza ca prima a fost cumparata cu foarte putin timp inainte de finalul anului 2021, ea a fost consolidata in bilant, dar nu si in contul de profit si pierdere al grupului, asa ca pentru acel an unii indicatori, cum ar fi datorii financiare/EBITDA, au o relevanta limitata.

Dincolo de includerea celor doua ferme, in 2021 si 2022 au existat alte doua momente importante pentru indatorarea financiara a grupului. In 2021 a avut loc plasamentul privat care a crescut capitalurile proprii cu 24,67 mil. RON, acest lucru

putand fi observat in tabelul de mai sus prin scaderea procentului datoriilor financiare in activele totale si in capitalul propriu, desi volumul efectiv al datoriilor a crescut. In 2022, achizitia fermei DN Agrar Apold a fost finantata printr-un credit de 33,2 mil. RON de la ING Bank, la acesta adaugandu-se si creditele de investitii pe care aceasta le avea deja contractate.Asa se face ca la finalul anului 2022 datoriile financiare au ajuns la un maxim al ultimilor ani ca procent din activele totale si capitalurile proprii. Raportat la EBITDA maximul a fost atins in 2021, insa motivul este cel expus mai sus, si anume consolidarea bilantului Lacto Agrar, dar nu si a contului de profit si pierdere.

Nivelul datoriilor financiare este specific unei companii de crestere, fara sa fie insa atat de aproape de limite cum este in cazul altor emitenti mai mari, precum MedLife sau Digi Communications. Raportul intre datoriile financiare si EBITDA este intr-o zona confortabila la jumatatea anului curent, fiind ajutat si de rezultatele financiare foarte bune raportate. El permite contractarea de credite suplimentare, care vor fi cel mai probabil necesare pentru construirea fermei de la Straja. Nu putem estima ce impact ar putea avea acest proiect asupra indatorarii, informatiile legate de costurile sale si mixul de finantare tintit nefiind disponibile.

Creditor	2020	2021	2022	6L 2023
Imprumuturi pe termen lung				
Banca Transilvania	42.494	0	0	0
Exim Bank	19.527.911	16.775.339	13.807.749	12.406.551
ING	0	15.430.751	66.188.136	74.654.432
Leasing pe termen lung				
BT Leasing	2.053.885	1.058.459	1.564.149	1.638.890
BRD Sogelease	4.990.517	5.172.460	10.764.946	8.674.573
Unicredit	0	534.487	386.698	313.045

Sursa: raportarile companiei

In tabelul de mai sus sunt prezentate datoriile financiare pe termen lung ale grupului, cele mai mari fiind creditele bancare, urmate de contractele de leasing cu trei finantatori.

ING Bank este principalul finantator al grupului, cu creditul pentru achizitia fermei Apold si cu alte credite pentru investitii. In raportarile financiare nu exista detalii referitoare la durata acestor credite, fiind nevoie cel mai probabil sa asteptam implementarea IFRS pentru a avea acces la aceste informatii. Expunerea atat de mare fata de o singura banca poate genera riscuri in viitor, mai ales daca va fi aleasa si pentru finantarea fermei Straja. Deocamdata gradul de indatorare este unul mediu, asa ca ponderea creditelor contractate de la aceeasi banca nu este in prim-plan.

Politica de dividend

Oficial DN Agrar are o politica de dividende publicata, insa ea nu contine nicio informatie concreta, ci doar ca „urmareste pastrarea unui echilibru intre remunerarea actionarilor prin dividende si nevoia de finantare a investitiilor noi din profitul obtinut". Avand in vedere planurile investitionale pentru perioada urmatoare, e greu de crezut ca in 2024 vor fi distribuite dividende, cu exceptia cazului in care rezultatele vor fi cu adevarat unele exceptionale si vor lasa o marja mare de manevra dupa acoperirea nevoilor de finantare a extinderii activitatii.

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T2 2023 si S1 2023

Indicator (RON)	T2 2023	T2 2022	Evolutie T2	S1 2023	S1 2022	Evolutie S1
Cifra de afaceri neta	36.069.476	32.438.338	**11,19%**	80.349.549	62.402.956	28,76%
Costul productiei in curs de executie	17.273.167	14.202.660	**21,62%**	26.440.615	21.636.365	22,20%
Venituri din productia de imobilizari	2.633.111	2.041.880	**28,96%**	4.091.285	3.713.841	10,16%
Subventii de exploatare	7.181.250	2.979.526	**141,02%**	12.314.682	5.771.184	113,38%
Alte venituri operationale	735.384	311.231	**136,28%**	1.102.927	743.635	48,32%
Total venituri operationale	**63.892.389**	**51.973.635**	**22,93%**	**124.299.059**	**94.267.981**	**31,86%**
Materii prime si consumabile	-33.026.382	-27.626.556	**19,55%**	-61.881.307	-46.073.431	34,31%
Alte cheltuieli cu materialele	-614.073	-510.743	**20,23%**	-1.063.969	-841.311	26,47%
Alte cheltuieli externe	-1.181.256	-842.875	**40,15%**	-2.061.659	-1.509.719	36,56%
Cheltuieli privind marfurile (net)	118.260	-2.212.806	**-105,34%**	22.064	-2.668.407	-100,83%
Cheltuieli cu personalul	-6.338.081	-5.421.170	**16,91%**	-12.123.509	-10.446.300	16,06%
Ajustari de valoare imobilizari	-5.106.525	-5.490.422	**-6,99%**	-10.193.656	-9.686.333	5,24%
Ajustari de valoare active circulante	521.691	438.832	**18,88%**	1.248.582	610.334	104,57%
Alte cheltuieli operationale	-8.434.160	-7.031.277	**19,95%**	-15.254.052	-14.827.520	2,88%
Ajustari privind provizioanele	83.447	101.038	**-17,41%**	307.934	286.711	7,40%
Total cheltuieli operationale	**-53.977.079**	**-47.875.979**	**12,74%**	**-100.999.572**	**-85.155.975**	**18,61%**
Rezultat operational	**9.915.309**	**4.097.656**	**141,98%**	**23.299.487**	**9.112.006**	**155,70%**
Rezultat financiar net	**-1.874.851**	**-1.526.458**	**22,82%**	**-4.879.906**	**-2.579.561**	**89,18%**
- din care cheltuieli cu dobanzile	-1.524.702	-1.474.217	**3,42%**	-3.402.116	-2.487.076	36,79%
Rezultat inainte de impozitare	**8.040.458**	**2.571.198**	**212,71%**	**18.419.581**	**6.532.445**	**181,97%**
Impozit pe profit	-1.008.524	-507.455	**98,74%**	-2.979.672	-1.364.137	118,43%
Rezultat net	**7.176.403**	**2.126.039**	**237,55%**	**15.439.908**	**5.168.308**	**198,74%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Al doilea trimestru al anului curent a fost unul foarte bun pentru grupul DN Agrar, continuand evolutia care incepuse deja din primele trei luni.

Veniturile operationale totale au crescut cu 22,93% la nivel trimestrial, de la 51,97 mil. RON in T2 2022 pana la 63,89 mil. RON in T2 2023, un ritm de crestere considerabil mai lent decat cel din primele trei luni ale anului, atunci cand veniturile operationale s-au apreciat cu 42,82%. Cea mai mare contributie la cresterea veniturilor a venit de la subventiile de exploatare, in crestere cu 141,02%, de la 2,98 mil. RON la 7,18 mil. RON. Cresterea subventiilor a avut la baza mai multe elemente, printre care modificarea anului de referinta folosit pentru stabilirea numarului de animale pentru care se acorda subventia pentru productia de lapte si introducerea unei subventii pentru bunastarea bovinelor de lapte in valoare de 100 de euro pe cap de vaca. In primul trimestru al anului a fost incasata si o subventie suplimentara de 73 de euro pe cap de vaca pe post de „sprijin de agresiune Rusia-Ucraina", contribuind la cresterea cu 83,88% a subventiilor din acel interval. Trebuie avut in vedere faptul ca in general subventiile se acorda anual, asa ca e de asteptat sa vedem variatii de la un trimestru la altul si efecte de baza fata de anul anterior cauzate de perioada in care este incasata o anumita subventie, asa cum am putut vedea in cazul altor companii, cum ar fi Alro.

Cifra de afaceri neta a avut o crestere considerabil mai mica decat cea din primul trimestru, de doar 11,19%, de la 32,44 mil. RON la 36,07 mil. RON. Comparativ, in T1 cresterea cifrei de afaceri a fost de 47,77%. Aceasta diferenta a fost cauzata de

evolutia pretului laptelui, care a atins valori foarte mari in primul trimestru al anului, pentru ca ulterior sa aiba un recul. Acest lucru se poate observa si in graficul de mai sus, in care este prezentata evolutia pretului mediu al laptelui in Romania, UE si tarile din jur pe ultimii 10 ani. Grupul vinde in principal prin contracte pe termen mai lung, asa ca fluctuatiile de pret temporare au un impact limitat, insa acest impact exista, mai ales in cazul unor variatii de pret atat de mari cum au fost cele din prima parte a anului in curs.

A treia contributie la cresterea veniturilor operationale a venit de la veniturile aferente costului productiei in curs de executie, care au urcat cu 21,62%, de la 14,2 mil. RON in T2 2022 la 17,27 mil. RON in T2 2023, evolutia fiind determinata cel mai probabil de cresterea volumului de activitate. In sprijinul acestei interpretari vine si faptul ca in primul trimestru al anului evolutia procentuala a fost asemanatoare, cu o crestere de 23,32%.

Cheltuielile operationale totale au avut o crestere procentuala mult mai mica, de doar 12,74% trimestrial, de la 47,88 mil. RON la 53,98 mil. RON, la acest lucru contribuind si trecerea cheltuielilor nete cu marfurile de la o cheltuiala neta de 2,21 mil. RON in T2 2022 la un venit net de 118 mii RON in T2 2023. Cea mai mare crestere de cheltuieli a fost cea a cheltuielilor cu materii prime si consumabile, cu 19,55%, de la 27,63 mil. RON pana la 33,03 mil. RON, acestea fiind de departe si cele mai importante cheltuieli ale grupului, cu o pondere de 61,27% din cheltuielile operationale in primele sase luni ale acestui an, in crestere de la 54,1% in perioada similara a anului trecut. Alte cresteri mai importante au fost cele ale cheltuielilor cu personalul, cu 16,91%, sau 917 mii RON, si pozitia „Alte cheltuieli operationale", cu 19,95%, sau 1,4 mil. RON. Nefiind publicate note contabile, nu putem sti ce includ aceste cheltuieli, insa e de asteptat ca o pondere importanta sa o aiba cheltuielile cu serviciile prestate de terti, care sunt conectate, la fel ca si cheltuielile cu materii prime si materiale, la volumul de activitate.

Dinamica mai redusa a cheltuielilor comparativ cu cea a veniturilor a facut ca profitul operational sa aiba o crestere foarte mare, de 141,98%, de la 4,1 mil. RON in T2 2022 pana la 9,91 mil. RON in T2 2023. In primul trimestru al anului cresterea a fost chiar mai mare, de 166,92%.

Atat rezultatul financiar net, cat si impozitul pe profit au avut cresteri mai mici in T2 decat in T1, facand ca in final profitul net sa aiba o dinamica mai buna in al doilea trimestru al anului. Pierderea financiara neta a crescut cu doar 22,82%, sau 348 mii RON, dupa o scadere de 185,35% in T1, iar impozitul pe profit a crescut cu 98,74%, sau 501 mii RON, comparativ cu 130,09% in T1, rata efectiva de impozitare coborand de la 18,99% in T1 2023 la 12,54% in trimestrul urmator.

Profitul net trimestrial a avut o crestere mai mare decat cea a profitului operational si in acelasi timp mai mare decat cresterea din primul trimestru al anului. In T2 2023 acesta a ajuns la 7,18 mil. RON, de la 2,13 mil. RON in T2 2022 (+237,55%), dupa ce in primele trei luni ale anului crescuse cu 171,62%. Pe primele sase luni profitul net a crescut cu 198,74%, de la 5,17 mil. RON in S1 2022 pana la 15,44 mil. RON in S1 2023, iar profitul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) a ajuns la 24,54 mil. RON, corespunzator unui indicator P/E de 7,78, un nivel destul de mic chiar si pentru piata de capital locala.

Perspectivele sunt si ele unele bune, existand proiecte bine conturate pentru extinderea activitatii in conditii de eficienta. Trebuie avut in vedere, insa, si faptul ca rezultatele grupului depind pe de o parte de pretul volatil al laptelui crud, iar pe de alta parte de deciziile Guvernului privind subventiile. Ambele pot aduce momente foarte bune, dar si perioade mai proaste, in care veniturile sa fie fie unele modeste chiar si pentru companii construite pe baze solide, asa cum este DN Agrar.

Rezultate istorice

Rezultatele istorice ale emitentului au doua neajunsuri care limiteaza relevanta comparatiei indicatorilor. In primul rand, din cauza ca vorbim despre un emitent listat relativ recent, intervalul disponibil este mai mic decat la emitentii care au un istoric mai indelungat la BVB. In al doilea rand, integrarea in grup a doua ferme mari in anul 2022 a adus cu ea o crestere foarte mare atat pe partea de bilant, cat si pe cea de cont de profit si pierdere, ceea ce face ca evolutiile multianuale sa fie mai greu de interpretat, iar in unele cazuri chiar nerelevante. De asemenea, trebuie avut in vedere si faptul ca, asa cum am precizat mai sus, Lacto Agrar a fost inclusa in bilant incepand din 2021, iar in contul de profit si pierdere din 2022.

Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	6L 2023 TTM
Cifra de afaceri neta		36.662.887	38.220.407	46.951.665	150.789.463	168.736.056
Costul productiei in curs de executie		4.461.279	5.157.860	5.933.943	31.192.980	35.997.230
Venituri din productia de imobilizari		504.909	379.146	1.280.233	7.286.171	7.663.615
Subventii de exploatare		3.300.812	3.263.841	3.529.295	14.773.481	21.316.979
Alte venituri operationale		7.861.412	7.663.873	6.966.538	1.379.599	1.738.891
Total venituri operationale	**42.258.175**	**52.791.300**	**54.685.127**	**64.661.674**	**205.421.694**	**235.452.772**
Materii prime si consumabile		-10.577.561	-11.059.582	-16.794.227	-102.471.382	-118.279.258
Alte cheltuieli cu materialele		-872.997	-1.140.707	-932.002	-1.878.985	-2.101.643
Alte cheltuieli externe		-260.608	-662.484	-1.168.215	-3.567.240	-4.119.180
Cheltuieli privind marfurile (net)		-1.544.334	-3.884.694	-2.671.574	304.672	2.995.143
Cheltuieli cu personalul		-7.713.443	-8.902.778	-11.248.522	-23.186.709	-24.863.918
Ajustari de valoare imobilizari		-4.098.488	-5.497.467	-5.960.080	-19.176.414	-19.683.737
Ajustari de valoare active circulante		-410.314	-282.358	50.649	-880.469	-242.221
Alte cheltuieli operationale		-22.162.860	-15.726.482	-15.068.775	-30.787.376	-31.213.908
Ajustari privind provizioanele		-8.581	211.286	-16.081	64.086	85.309
Total cheltuieli operationale	**-36.575.208**	**-47.649.187**	**-46.945.266**	**-53.808.826**	**-181.579.817**	**-197.423.414**
Rezultat operational	**5.682.968**	**5.142.113**	**7.739.861**	**10.852.848**	**23.841.877**	**38.029.358**
Rezultat financiar net	**-161.476**	**-661.744**	**-1.375.498**	**-1.078.108**	**-6.313.623**	**-8.613.968**
- din care cheltuieli cu dobanzile		-888.156	-1.272.371	-1.158.113	-7.233.267	-8.148.307
Rezultat inainte de impozitare	**5.521.492**	**4.480.369**	**6.364.363**	**9.774.740**	**17.528.254**	**29.415.390**
Impozit pe profit	-861.970	-1.097.069	-725.980	-847.654	-3.255.288	-4.870.823
Rezultat net	**4.659.522**	**3.393.300**	**5.566.247**	**8.927.086**	**14.272.966**	**24.544.566**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Pentru contul de profit si pierdere avem date detaliate disponibile incepand cu anul 2019, iar pentru indicatorii mai importanti din anul 2018.

In intervalul analizat pot fi identificate doua perioade distincte, una intre 2018 si 2021, in care atat veniturile, cat si profitul net au avut cresteri constante, dar nu foarte mari, si alta in anul 2022, atunci cand integrarea Lacto Agrar si DN Agrar Apold

a adus cresteri foarte mari in principal pe partea de venituri. Primele sase luni din 2023 au adus o situatie diferita, cu o rata de crestere a veniturilor apropiata de cea din anii trecuti, dar cu o crestere destul de mare a profitului net.

In ceea ce priveste evolutia multianuala, pe partea de venituri iese in evidenta cresterea mai mare, de 91,22% in medie pe an intre 2019 si 2022, a veniturilor din costul productiei in curs de executie, in anul 2022 fiind inregistrata o crestere mai abrupta decat in cazul celorlalte categorii de venituri (469,13%, fata de 221,16% in cazul cifrei de afaceri si 318,6% in cazul veniturilor din subventii de exploatare). Vorbim despre o categorie de venituri care merge in mod normal in paralel cu cifra de afaceri, iar evolutia atipica din 2022 poate avea ca explicatii cresterea pretului materiilor prime in contextul inflationist de anul trecut, diferentele dintre modelul de business al entitatilor incluse in grup anul trecut si cel al subsidiarelor care erau deja incluse, sau o combinatie intre cele doua. In aceeasi perioada, cifra de afaceri a avut o crestere medie anuala de 60,22%, iar veniturile din subventii una de 64,8%. Comparativ, intre 2019 si 2021 cresterea medie anuala a cifrei de afaceri a fost de doar 13,17%, cea a veniturilor din subventii de 3,4%, iar cea a costului productiei in curs de executie de 15,33%. Veniturile operationale au crescut cu o medie anuala de 48,49% intre 2019 si 2022 si cu 57,29% intre 2018 si 2022, cea mai mare parte a cresterii venind, desigur, tot in 2022.

Cheltuielile operationale au avut un ritm de crestere foarte apropiat de cel al veniturilor, cu 49,27% in medie pe an intre 2019 si 2022 si cu 56,2% intre 2018 si 2022. Cea mai mare contributie la aceasta crestere a venit de la cheltuielile cu materii prime si consumabile, cu o crestere medie anuala de 113,18% intre 2019 si 2022, mult peste cea a veniturilor. In cazul acestei categorii de cheltuieli se poate observa si o crestere considerabila a ponderii in cheltuielile totale in anul 2022, pana la 56,43%, de la doar 31,21% in anul anterior. Concomitent au scazut ponderile cheltuielilor cu personalul, de la 20,9% la 12,77%, si pozitiei „Alte cheltuieli operationale", de la 28% la 16,96%. Explicatia principala pentru aceste permutari este cresterea pretului materiilor prime in cursul anului trecut, dinamica acestora fiind superioara celei a altor categorii de cheltuieli.

Rezultatul operational a avut o crestere ceva mai mica decat cea a veniturilor, cu 43,12% pe an intre 2018 si 2022, marja operationala reducandu-se considerabil in 2022 fata de 2021, dupa ce in anii anteriori avusese o tendinta pozitiva. In prima jumatate a acestui an aceasta a revenit aproape de nivelul din 2021, luand in considerare rezultatele TTM la 6 luni.

Rezultatul net a avut o evolutie pe termen lung mai slaba decat cea a rezultatului operational, cu o crestere de 32,29% intre 2018 si 2022, diferenta fiind cauzata de cresterea costurilor de finantare, in conditiile in care au fost contractate credite de investitii destul de mari in ultimii ani, iar ratele de dobanda au crescut dupa multi ani de stabilitate.

Per total, evolutia rezultatelor financiare ale grupului poate fi considerata una foarte buna, specifica unei companii de crestere, cu amendamentul ca o parte importanta a acestei evolutii a venit intr-un interval scurt de timp si ca urmare a extinderii prin achizitii.

Bilantul

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	6L 2023
Imobilizari necorporale	138.699	152.582	159.696	1.684.128	6.704.090	6.493.991
Imobilizari corporale	30.409.919	44.996.408	57.355.145	94.680.967	153.895.993	158.468.138
Imobilizari financiare	35.060	35.744	43.047	51.370	54.336	54.369
Total active imobilizate	**30.583.678**	**45.184.734**	**57.557.888**	**96.416.465**	**160.654.419**	**165.016.498**
Stocuri	9.721.972	8.621.016	10.555.033	30.102.953	45.838.344	51.125.960
Creante	13.348.092	14.606.236	10.594.354	15.077.828	25.047.812	31.227.351
Casa si conturi la banci	658.523	1.082.062	1.213.496	4.245.479	1.586.295	3.882.181
Total active circulante	**23.728.587**	**24.309.314**	**22.362.883**	**49.426.260**	**72.472.451**	**86.235.493**
Cheltuieli in avans TS	209.331	501.050	318.661	520.529	749.015	983.018
Cheltuieli in avans TL	0	0	451.512	612.514	679.819	593.490
Total active	**54.521.596**	**69.995.098**	**80.690.944**	**146.975.768**	**234.555.704**	**252.828.499**
Imprumuturi TS			4.991.690	12.890.712	31.077.768	15.012.839
Leasing TS			2.614.197	3.804.887	2.608.917	3.669.478
Datorii comerciale			5.323.359	14.008.869	16.019.765	27.077.240
Datorii comerciale catre parti legate			5.270.015	7.180.654	6.002.022	5.515.658
Creditori diversi			358.683	476.623	957.661	3.549.396
Salarii datorate			449.461	829.898	1.280.894	1.358.460
Contributii asigurari sociale datorate			313.371	504.831	553.938	464.139
Impozit pe venit datorat			57.166	107.120	57.350	54.511
Impozit pe profit			451.499	245.952	562.539	1.241.033
TVA de plata			285.504	467.550	479.575	222.858
Alte datorii TS	0	0	3.315.715	1.276.884	75.140	63.048
Total datorii pe termen scurt	**20.920.069**	**21.159.911**	**23.430.660**	**41.793.980**	**59.675.569**	**58.228.660**
Imprumuturi TL	0	0	19.570.405	32.206.090	79.995.885	87.060.983
Leasing TL	0	0	7.044.402	6.765.406	12.715.793	10.626.508
Alte datorii TL	0	0	658.651	353.637	194.801	46.875
Total datorii pe termen lung	**11.654.740**	**24.411.858**	**27.273.458**	**39.325.133**	**92.906.479**	**97.734.366**
Provizioane	136.805	145.387	142.636	200.465	305.969	27.505
Subventii pentru investitii TS	0	0	0	198.172	139.256	139.255
Subventii pentru investitii TL	0	0	0	0	1.867.001	1.797.374
Capitaluri proprii	**21.809.982**	**24.277.943**	**29.844.190**	**65.458.018**	**79.661.430**	**94.901.338**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Pentru bilant datele detaliate disponibile incep din anul 2020, insa si pentru 2018 si 2019 exista un numar de indicatori suficient de mare incat sa putem realiza o comparatie. Spre deosebire de contul de profit si pierdere, aici a existat o crestere in doua trepte, mai intai in 2021, dupa includerea in rezultatele consolidate a Lacto Agrar, apoi in 2022, dupa includerea DN Agrar Apold.

Evolutia in timp a indicatorilor arata pe partea de active o reconfigurare treptata a bilantului, cu o crestere a ponderii activelor imobilizate, in dauna celor circulante. Intre 2018 si 2022 activele imobilizate au crescut cu 51,39% in medie pe an, mult peste cresterea de 32,2% a activelor circulante. Avand in vedere ca in acest interval veniturile operationale au crescut intr-un ritm putin mai rapid decat activele totale, putem pune cresterea ponderii imobilizarilor mai degraba pe seama indreptarii spre un business in care activele detinute pe termen lung, asa cum sunt instalatiile care automatizeaza productia, au o importanta mai mare. E posibil, in acelasi timp, sa fie vorba si de o eficientizare a utilizarii activelor circulante, cu incasarea mai rapida

a creantelor si valorificarea mai rapida a stocurilor, doua lucruri care reies de altfel si din indicatorii de lichiditate pe care ii vom detalia mai jos.

Structura de finantare a mers in aceeasi directie ca si activele, datoriile pe termen lung crescand cu 68,03% pe an in cei 4 ani analizati, fata de o crestere de doar 29,96% pe an pentru datoriile pe termen scurt si una de 38,24% a capitalului propriu. Cresterea datoriilor pe termen lung a venit in principal de la creditele bancare, leasingul avand o crestere mai mica, iar alte datorii avand o pondere nesemnificativa. Si in pasivele pe termen scurt datoriile bancare au avut cea mai mare crestere, dubla fata de cea a datoriilor comerciale intre 2020 si 2022, intervalul pentru care avem date disponibile.

Capitalul propriu a avut o crestere importanta in anul 2021, atunci cand compania a atras 24,8 mil. RON prin plasamentul privat care a precedat listarea pe piata AeRO, ulterior continuand sa creasca in principal datorita profitului net acumulat. Per total cresterea capitalurilor proprii a fost mai lenta decat cea a datoriilor, avand ca rezultat o rata de indatorare mai mare, insa diferenta nu este una foarte mare.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	6L 2023 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA			2,49	3,06	2,90	1,95
Numerar/Active	1,21%	1,55%	1,50%	2,89%	0,68%	1,54%
Datorii totale/Active	60,00%	65,31%	63,01%	55,46%	66,04%	62,46%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)		9,24	13,24	16,81	43,02	57,71
Lichiditate						
Rata rapida	0,68	0,77	0,52	0,47	0,46	0,62
Rata curenta	1,14	1,17	0,97	1,19	1,22	1,49
Rata numerarului	0,03	0,05	0,05	0,10	0,03	0,07
Efect de levier	1,50	1,88	1,70	1,25	1,94	1,66
Capital de lucru/Venituri	0,07	0,07	-0,01	0,12	0,07	0,12
Durata incasare creante	115,29	100,99	70,71	85,11	44,51	48,41
Rata de rotatie creante	3,17	3,61	5,16	4,29	8,20	7,54
Durata mentinere stocuri		165,26	164,47	366,22	133,84	133,15
Rata de rotatie stocuri		2,21	2,22	1,00	2,73	2,74
Durata plata furnizori			165,07	257,79	64,30	84,88
Rata de rotatie datorii furnizori			2,21	1,42	5,68	4,30
Rata de rotatie numerar	64,17	48,79	45,06	15,23	129,50	60,65
Ciclu conversie numerar (zile)			70,12	193,55	114,05	96,67
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	8,55%	4,85%	6,90%	6,07%	6,09%	9,71%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	21,36%	13,98%	18,65%	13,64%	17,92%	25,86%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,78	0,75	0,68	0,44	0,88	0,93
Rata de rotatie capital propriu	1,94	2,17	1,83	0,99	2,58	2,48
Profitabilitate						
Marja bruta		63,93%	57,16%	53,60%	39,15%	40,48%

Marja EBITDA		17,50%	24,21%	26,00%	20,94%	24,51%
Marja operationala	13,45%	9,74%	14,15%	16,78%	11,61%	16,15%
Marja neta	11,03%	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	10,42%
Rata efectiva de impozitare	15,61%	24,49%	11,41%	8,67%	18,57%	16,56%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Pentru majoritatea indicatorilor importanti am avut datele necesare pentru tot intervalul 2018 – S1 2023, insa in cateva cazuri au lipsit inclusiv datele necesare pentru anul 2019, asa ca in tabel exista mai multe spatii goale decat de obicei. Precizam din nou ca indicatorii din 2021 si 2022 au fost distorsionati de faptul ca bilantul Lacto Agrar a fost consolidat incepand din anul 2021, iar contul de profit si pierdere din anul 2022.

Risc financiar

Indicatorii de risc financiar ai grupului sunt intr-o zona de mijloc, indatorarea fiind una semnificativa, mult peste nivelul de la emitentii din energie si utilitati, de exemplu, dar sub nivelul de la emitenti precum MedLife si Digi Communications. Datoriile totale reprezinta cam doua treimi din active, iar ponderea datoriilor financiare in ele este una destul de mare. Asa cum se poate vedea mai sus, in tabelul cu situatia detaliata a datoriilor, datoriile financiare au depasit 50% din activele totale la finalul lui 2022 si au ajuns cu doar cateva puncte procentuale sub acest prag la jumatatea anului in curs. Situatia este una destul de stabila in timp, nefiind vorba despre o crestere brusca a gradului de indatorare.

Rezultatele financiare bune raportate in 2022 si S1 2023 au facut ca raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA sa scada sub 2, in ciuda cresterii datoriilor financiare in valoare nominala. Este un nivel destul de confortabil, la care compania isi poate permite sa-si selecteze sursele de finantare.

Desigur, avand datorii bancare in suma destul de mare, exista un risc mai mare decat la alti emitenti, mai ales in mediul inflationist actual, insa pentru ca el sa se materializeze ar fi nevoie de o inrautatire destul de mare a conditiilor de pe piata monetara, ceea ce in momentul de fata pare improbabil.

Lichiditate

Ratele de lichiditate au fost destul de stabile in ultimii ani, un lucru care se coreleaza, de altfel, cu observatiile de mai sus, de la analiza bilantului. Raportul intre activele pe termen scurt si cele pe termen lung a ramas in aceeasi zona, lucru care a avut ca efect si stabilitatea ratelor de lichiditate, in principal a ratei curente, care ia in calcul toate activele pe termen scurt. Rata rapida, din care sunt excluse stocurile, a fost putin mai volatila, coborand sub 0,5 in 2021 si 2022, dupa care in prima jumatate a acestui an a revenit aproape de nivelul din perioada 2018-2020.

Efectul de levier, calculat ca raport intre datoriile totale (financiare si nefinanciare) si capitalul propriu, a avut o tendinta de crestere pana la finalul anului trecut, motivul fiind cresterea datoriilor financiare pe termen lung intr-un ritm mai rapid decat cel al capitalului propriu. In cazul raportului dintre capitalul de lucru si venituri, spre deosebire de alti emitenti, in cazul DN Agrar se poate observa ca acesta este in mod constant aproape de zero, activele si pasivele pe termen scurt fiind foarte apropiate. In principiu idealul este un capital de lucru pozitiv, insa nu prea mare, in asa fel incat activele pe termen scurt sa fie finantate partial prin datorii pe termen lung sau prin capitalul propriu, oferind o flexibilitate mai mare atunci cand datoriile pe termen scurt ating varfuri de plata. De altfel, acest lucru se coreleaza si cu nivelul ratei lichiditatii curente, care este in cazul DN Agrar in mod obisnuit doar cu putin peste 1. In practica, faptul ca a putut functiona fara probleme atatia

ani cu capital de lucru apropiat de zero, fara ca el sa ajunga pe minus decat intr-un singur an, si atunci la limita, inseamna ca modelul de business permite acest lucru si ca nu putem vorbi despre un semnal de alarma.

Ciclul de conversie a numerarului a avut in aparenta o evolutie mult mai volatila decat ratele de lichiditate, insa in realitate volatilitatea din 2021 si 2022 provine de la elementul despre care am vorbit mai sus, si anume includerea bilantului Lacto Agrar in situatiile financiare pe 2021 si a contului de profit si pierdere de-abia in 2022. Daca facem o medie intre cei doi ani ajungem la 131,83 de zile, ulterior avand scaderi usoare atat in 2022, cat si in primele sase luni din 2023. Ciclul de conversie a numerarului estimeaza durata scursa intre iesirea banilor din firma pentru plata materiilor prime si reintrarea lor dupa valorificarea produselor finite, asa ca scaderea sa este in principiu un lucru bun, insemnand o nevoie mai mica de finantare pe termen scurt. Avand in vedere modificarile din 2021 si 2022, va fi nevoie de inca 1-2 ani pentru a trage concluzii mai clare, neinfluentate de schimbarile din structura grupului.

Rentabilitate

Ratele de rentabilitate sunt in prezent la un maxim al ultimilor ani, ele avand o perioada mai slaba intre 2019 si 2021. Se poate observa ca evolutia rentabilitatii capitalulu propriu (ROE) a fost mai buna decat cea a rentabilitatii activelor totale (ROA), un lucru explicabil prin cresterea mai lenta a capitalului propriu comparativ cu cea a datoriilor. Un nivel peste 25% al ROE este foarte bun, mai ales intr-un domeniu din care auzim constant nemultumiri legate de lipsa profitabilitatii, nevoia de ajutoare mai mari de la Stat si tentatia de a inchide fermele.

Eficienta operationala

Ratele de rotatie au avut per total evolutii pozitive in perioada analizata, cu niste sincope in 2021 si 2022, o perioada mai putin relevanta, asa cum am explicat de mai multe ori mai sus. O explicatie pentru cresterea multianuala a ratelor de rotatie ale activelor si capitalului propriu este diferenta de timp intre realizarea unor investitii in extinderea sau automatizarea fermelor, incluse de la inceput in active, si momentul in care aceste investitii ajung sa-si produca pe deplin efectele. Desigur, pe termen lung aceasta diferenta ajunge sa se estompeze sau chiar sa se inverseze atunci cand nu mai sunt realizate constant investitii noi.

Profitabilitate

Indicatorii de profitabilitate au urmat o traiectorie usor diferita fata de cei din alte categorii, marja EBITDA, marja operationala si cea neta urcand pana in 2021, apoi avand un recul in 2022, dupa care in primele sase luni ale acestui an au revenit aproape de nivelul din 2021, sau in cazul marjei nete aproape de cel din 2020.

Motivul principal al scaderii din 2022 a fost cresterea cheltuielilor cu materiile prime si consumabilele, cauzata la randul sau de presiunile inflationiste, in timp ce revenirea din acest an a fost determinata in mare masura de pretul mare al laptelui pe piata, iar partial si de scaderea presiunilor inflationiste asupra materiilor prime.

Marja bruta a fost estimata luand in calcul un cost al bunurilor vandute in care am inclus 75% din cheltuielile totale cu personalul, in conditiile in care raportarile financiare nu includ acest indicator.

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. Atragem si cu aceasta ocazie atentia asupra relevantei limitate a valorilor din 2021 si 2022, distorsionate de includerea in momente diferite in rezultatele financiare a bilantului si contului de profit si pierdere pentru Lacto Agrar.

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	6L 2023 TTM
Marja neta	11,03%	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	10,42%
Rata rotatie active	0,78	0,75	0,68	0,44	0,88	0,93
Multiplicator capital propriu	2,50	2,88	2,70	2,25	2,94	2,66
ROE	**21,36%**	**13,98%**	**18,65%**	**13,64%**	**17,92%**	**25,86%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Urmarind tendinta pe termen lung, observam ca atat rata de rotatie a activelor, cat si multiplicatorul capitalului propriu au avut tendinte de crestere, in timp ce marja neta a fost mult mai volatila. Daca facem o comparatie cu evolutiile mult mai clare ale marjei operationale si marjei EBITDA (exceptand anul 2022), concluzia este ca volatilitatea marjei nete a venit in principal de la rezultatul financiar si de la rata efectiva de impozitare, ambele avand evolutii inconstante.

In tabelul urmator este prezentata structura cheltuielilor care sunt incluse in marja neta si evolutia lor in timp, tinerea sub control a celor mai importante dintre ele putand duce in sus ROE.

Tip cheltuiala (RON)	2019	2020	2021	2022	6L 2023 TTM
Materii prime si consumabile	20,04%	20,22%	25,97%	49,88%	50,23%
Alte cheltuieli operationale	41,98%	28,76%	23,30%	14,99%	13,26%
Cheltuieli cu personalul	14,61%	16,28%	17,40%	11,29%	10,56%
Ajustari de valoare imobilizari	7,76%	10,05%	9,22%	9,34%	8,36%
Rezultat financiar net	1,25%	2,52%	1,67%	3,07%	3,66%
Impozit pe profit	2,08%	1,33%	1,31%	1,58%	2,07%
Alte cheltuieli externe	0,49%	1,21%	1,81%	1,74%	1,75%
Alte cheltuieli cu materialele	1,65%	2,09%	1,44%	0,91%	0,89%
Ajustari de valoare active circulante	0,78%	0,52%	-0,08%	0,43%	0,10%
Ajustari privind provizioanele	0,02%	-0,39%	0,02%	-0,03%	-0,04%
Cheltuieli privind marfurile (net)	2,93%	7,10%	4,13%	-0,15%	-1,27%
Cheltuieli totale	**93,59%**	**89,69%**	**86,19%**	**93,05%**	**89,58%**
Marja neta	**6,41%**	**10,31%**	**13,81%**	**6,95%**	**10,42%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Cele mai importante categorii de cheltuieli au ramas in ultimii ani aceleasi, insa ponderile lor au mers in directii diferite. Materiile prime si materialele consumabile au avut cresteri importante in 2021, dar mai ales in 2022, ajungand ca la jumatatea anului curent sa aiba o pondere mai mare de 50% in veniturile operationale, cu datele TTM (pe ultimele 12 luni).

Pe de alta parte, pozitia „Alte cheltuieli operationale", care ar trebui sa includa in principal cheltuielile cu serviciile prestate de terti, si-a redus ponderea de la ceva mai mult de 40% in 2019 pana la doar 13,26% in perioada 30.06.2022 – 30.06.2023. De asemenea, cheltuielile cu personalul au scazut ca pondere in venituri de la mai mult de 15% in 2020 si 2021 pana la putin peste 10%.

Structura cheltuielilor grupului este una destul de concentrata, cele mai mari trei categorii de cheltuieli avand o pondere cumulata de 74,05% la S1 TTM, iar daca includem si cheltuielile cu amortizarea ponderea ajunge pana la 82,41%, in scadere de la 85,49% in anul 2022. Pe de o parte, acest lucru inseamna o marja de manevra mai mica. Pe de alta parte, in contextul actual, marcat de cresteri ale preturilor materiilor prime in perioada recenta, situatia ar putea fi una temporara, iar in viitor am putea vedea o crestere a marjei nete determinata de stabilizarea situatiei de pe piata.

Pe partea pozitiva, rezultatul financiar are o pondere mica in veniturile totale, in ciuda gradului destul de mare de indatorare, asa ca o eventuala continuare a cresterii ratelor de dobanda nu ar trebui sa puna presiune foarte mare pe rezultatele financiare ale emitentului.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S	Medie
Milkpol SA (Polonia)			0,31		0,38	
Tonkens Agrar AG (Germania)	4,16	1,12	0,59	3,41	1,39	
Agrobacka AD (Serbia)					37,62	
IZ Yatirim Holding (Turcia)	37,57	9,83	557,71		555,10	
Yaprak Sut Ve Besi Ciftlikleri (Turcia)	14,92	14,11	14,00	10,99	14,00	
Firstfarms (Danemarca)	11,56	0,99	1,58	17,35	2,75	
Linas Agro Group (Lituania)	11,00	0,67		6,56	0,27	
Zarneni Hrani (Bulgaria)	4,82		0,26	9,03	0,90	
Agroserv Mariuta (Romania)		1,93	0,58	10,29	1,30	
Medie fara extreme	**14,01**	**1,18**	**0,66**	**8,06**	**1,32**	
DN Agrar Group	7,78	2,01	0,81	5,26	1,29	
Pret cu media fara extreme	**2,1606**	**0,7024**	**0,9827**	**1,8389**	**1,2311**	**1,3832**
Mediana Farm Products	13,2	1,27	1,53	9,43	1,63	
Pret cu mediana Farm Products	2,0365	0,7576	2,2643	2,1525	1,5179	1,7458

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Desi ar putea parea ca modelul de business al DN Agrar este unul relativ comun si ca exista multi emitenti comparabili, in realitate nu esta chiar asa, motiv pentru care am inclus in comparatie mai multi emitenti care nu se suprapun pe afacerea producatorului de lapte. Milkpol este in principal procesator, Agroserv Mariuta face si productie, si procesare, Linas Agro Group are productie „from farm to fork", exista si emitenti care au o productie zootehnica mai extinsa, pe langa cea de lapte, iar emitentii din Serbia si Bulgaria activeaza in productia de cereale, care in cazul DN Agrar are un rol secundar. Intamplarea face ca emitenti mai apropiati ca model de business sa existe in Ucraina, insa din cauza razboiului am considerat ca acestia nu pot fi inclusi in comparatie, putand distorsiona rezultatele.

Am luat in considerare cei cinci multipli de piata pe care ii folosim in mod obisnuit, pentru care am calculat media fara extreme pentru emitentii inclusi in comparatie. De asemenea, am calculat o valoare a actiunii DN si cu mediana din sectorul de activitate Farm Products, care include o varietate mai mare de producatori, inclusiv de peste sau ceai.

Dintre multiplii folositi, cele mai mari valori au rezultat in cazul celor doi multipli care includ indicatori de profit, P/E si EV/EBITDA, in timp ce in partea opusa s-a situat multiplul P/BV, care ia in calcul capitalul propriu, si multiplii care au ca termen de comparatie veniturile, P/S si EV/S, un semn ca atat ROE, cat si marjele de profit ale companiei sunt mai mari decat cele ale emitentilor comparabili din Europa. Volatilitatea valorilor rezultate nu a fost atat de mare incat sa luam in calcul eliminarea din calcul a vreunuia dintre multipli.

Valoarea medie rezultata din comparatia multiplilor de piata ai emitentilor pe care ii consideram relevanti este de 1,3832 lei/actiune, cu 15,27% mai mare decat pretul de piata al actiunii la finalul sedintei de tranzactionare din 17 noiembrie. Trebuie tinut cont de faptul ca emitentii inclusi in comparatie nu au exact acelasi model de business, iar o parte dintre valorile multiplilor fie nu sunt disponibile, fie au valori pe care le-am considerat extreme. Cele mai putine valori pentru comparatie sunt in cazul P/BV, de unde a rezultat si valoarea cea mai mica, prin urmare e posibil ca valoarea finala sa fie usor pesimista.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Venituri operationale	**243,63**	**238,30**	**256,87**	**276,92**	**298,55**	**321,90**
Evolutie	*18.60%*	*-2,19%*	*7,79%*	*7,80%*	*7,81%*	*7,82%*
Cheltuieli operationale	201,90	198,36	211,43	225,52	240,72	263,59
Evolutie	11,19%	-1,75%	6,59%	6,66%	6,74%	9,50%
Profit operational	**41,73**	**39,94**	**45,44**	**51,40**	**57,83**	**58,31**
Evolutie	*75,03%*	*-4,29%*	*13,77%*	*13,11%*	*12,51%*	*0,83%*
Marja operationala	17,13%	16,76%	17,69%	18,56%	19,37%	18,11%
Rezultat financiar net	-8,84	-9,72	-10,70	-11,23	-11,79	-12,38
Evolutie	*40,00%*	*10,00%*	*10,00%*	*5,00%*	*5,00%*	*5,00%*
Profit net	**27,63**	**25,38**	**29,19**	**33,74**	**38,67**	**38,58**
Evolutie	*93,58%*	*-8,13%*	*14,98%*	*15,61%*	*14,62%*	*-0,24%*
Marja neta	11,34%	10,65%	11,36%	12,18%	12,95%	11,99%

Sursa: estimari Prime Transaction

Piata laptelui brut este una cu multe incertitudini in momentul de fata, la baza lor stand mai multe elemente, cum ar fi evolutia volatila a pretului laptelui in perioada post-pandemie, costurile la fel de volatile ale materiilor prime si deciziile venite din zona politica in privinta subventiilor si fiscalitatii, intr-o perioada dificila pentru bugetul public. Din acest motiv nu am putut merge in profunzimea veniturilor si cheltuielilor operationale, preferand sa conturam un scenariu mai general pentru perioada urmatoare.

Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru viitor.

Mai jos sunt ipotezele de la care am pornit:

- Crestere de 15% a cifrei de afaceri in acest an, apoi cu 8% pe an in anii urmatori. Ritmul de crestere din anii urmatori ar trebui sa fie sustinut doar din extinderea activitatii si din investitii, in conditiile in care pretul laptelui a atins in acest an maxime pe care e posibil sa nu le mai vedem in viitorul apropiat.
- Venituri operationale altele decat cifra de afaceri conectate la aceasta, fiind vorba despre categorii de venituri care evolueaza in linie cu volumul de activitate. Ponderile in cifra de afaceri ale costului productiei in curs de executie si subventiilor estimam ca se vor reduce, in primul caz ca urmare a scaderii presiunilor inflationiste, iar in al doilea caz ca urmare a disparitiei subventiilor legate de razboiul din Ucraina.
- Reducere a ponderii cheltuielilor cu materiile prime si consumabilele atat in cheltuielile totale, cat si in venituri, tot ca urmare a scaderii presiunilor inflationiste.
- Crestere a cheltuielilor cu personalul intr-un ritm mai rapid decat cel al veniturilor, ca urmare a crizei de forta de munca, eliminarii facilitatilor fiscale si convergentei salariilor fata de tarile mai dezvoltate. Automatizarea ar putea face ca in realitate lucrurile sa mearga mai bine, insa in acest caz am putea vedea cresteri mai mari pe alte linii de cheltuieli.
- Investitii si cheltuieli cu amortizarea in crestere anuala constanta, insa putin mai mica decat cea a cifrei de afaceri.
- Pierdere financiara in crestere mai mare in acest an si in urmatorul, apoi intr-un ritm de crestere mai mic, luand in considerare o temperare a inflatiei si o stabilizare a ratelor de dobanda pana atunci.
- Rata efectiva de impozitare de 16%.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT*(1-T)	**35,05**	**33,55**	**38,17**	**43,17**	**48,58**	**48,98**
+ Amortizare	20,14	21,54	23,05	24,67	26,39	28,24
- Variatie capital de lucru	15,83	-12,55	-1,27	1,20	1,30	1,40
- Cheltuieli de capital	24,78	26,52	28,37	30,36	32,48	34,76
FCFF	**14,58**	**41,13**	**34,12**	**36,28**	**41,19**	**41,06**
WACC	**12,07%**					
Factor actualizare	1,0101	1,1319	1,2685	1,4216	1,5932	1,7854
FCFF actualizat	1,20	36,34	26,90	25,52	25,85	23,00
Terminal Value						466,46
Terminal Value actualizat	261,26					
Enterprise Value	400,07					
+ Numerar	3,88					
- Datorii	116,37					
Equity Value	287,59					
Numar actiuni	159.094.224					
Valoare estimata pe actiune	**1,8077**					

In afara de ipotezele expuse mai sus, pentru estimarea valorii actualizate a fluxurilor de numerar viitoare am mai luat in calcul:

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	**16,13%**
➢ Rata fara risc	6,73%
➢ Prima de risc a pietei	12,71%
o Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	19,44%
o Rata fara risc	6,73%
➢ Beta (de la listare)	0,74
Costul datoriilor	**8%**
Pondere datorii	50%
Pondere capital propriu	50%
WACC	**12,07%**

Sursa: estimari Prime Transaction

- Capital de lucru conectat la venituri, intr-o zona apropiata de cea in care se afla pana anul trecut.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 12,07%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 16,13%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 6,73%, egala cu randamentul titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara
    - Prima de risc a pietei de 12,71%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc
    - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,74, calculat pentru perioada de dupa listare.
  - Costul datoriilor de 8%.
  - Pondere de 50% pentru capitalul propriu si 50% pentru datoriile financiare. In ultimii ani ponderile au oscilat, in unii ani datoriile financiare fiind mai mari decat capitalul propriu, in alti ani invers, asa ca am considerat ca o paritate intre cele doua este o ipoteza rezonabila.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 1,8077 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 50,64% mai mare decat pretul de piata. Luand in calcul si valoarea obtinuta din evaluarea pe baza multiplilor de piata, valoarea medie rezultata este de 1,5954 lei/actiune, cu 32,95% mai mare decat pretul de inchidere din data de 17 noiembrie. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, dependenta de concretizarea ipotezelor expuse mai sus.

Trebuie avute in vedere mai multe elemente care ar putea influenta evaluarea in sus sau in jos.

In primul rand, in cazul evaluarii pe baza multiplilor de piata trebuie luat in calcul faptul ca mai multi dintre emitentii comparabili au activitati care se suprapun doar partial peste cea a DN Agrar, iar pentru unii multipli numarul valorilor incluse in calcul este limitat.

In cazul evaluarii DCF, volatilitatea pretului laptelui si lipsa de predictibilitate a cadrului legislativ fac ca estimarile sa aiba o marja de eroare mai mare decat pentru alti emitenti, la acestea adaugandu-se alti cativa factori de risc.

Chiar si in cazul in care toate estimarile se vor adeveri, pretul de piata depinde de mai multi factori, cum ar fi evolutia pietei in ansamblul sau, asa ca nici indeplinirea tuturor ipotezelor nu echivaleaza neaparat cu o convergenta a pretului actiunii catre valoarea estimata.

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