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

Raport de analiza DN Agrar Group – update

Valoare intrinseca estimata (RON/actiune)
1,6922

Sumar:

- **Evolutia bursiera a DN Agrar a fost una foarte buna in perioada care a trecut de la raportul de initiere a acoperirii, chiar daca intervalul de timp a fost unul scurt.**
- **Rezultatele financiare publicate pentru al treilea trimestru al anului au justificat partial evolutia pretului actiunii, profitul continuand sa creasca, desi intr-un ritm mai lent decat in S1.**
- **Urmeaza doua trimestre in care va exista un efect de baza fata de perioada similara a anului anterior, in care pretul laptelui a atins niveluri foarte ridicate.**
- **Cel mai important proiect investitional al grupului, ferma de la Straja, se desfasoara conform estimarilor anterioare, un lucru imbucurator in contextul economic volatil din prezent.**
- **Data fiind perioada scurta dintre cele doua materiale, majoritatea indicatorilor importanti au ramas in aceeasi zona, modificari ceva mai mari fiind inregistrate pe partea indicatorilor de lichiditate.**
- **Valoarea rezultata din evaluarea prin metoda comparatiei multiplilor de piata a crescut cu 15,93%, in timp ce valoarea estimata prin metoda DCF a fost foarte apropiata de cea din materialul de initiere a acoperirii. Per total, valoarea intrinseca estimata a crescut cu 6,07% in aceasta perioada.**

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

Indicator	Valoare
Pret inchidere 15.12.2023	1,3200
Capitalizare	210.004.375,68
Variatie pret YTD	81,32%
Variatie pret 1 luna	10,92%
Variatie pret 12 luni	81,32%
Maxim 52 saptamani	1,3850
Minim 52 saptamani	0,7060
Valoare medie tranzactii 60 zile	234.171,68 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.

Evolutii semnificative de la ultimul raport

Desi nu a trecut mult timp de la publicarea raportului de initiere a acoperirii pentru DN Agrar Group, pretul a avut o evolutie destul de ampla, in mai putin de o luna crescand cu 15,42%, de la 1,2 lei pe actiune pana la un maxim intraday de 1,385 lei pe actiune, dupa care s-a stabilizat ceva mai jos, cu circa 10% peste nivelul la care se afla la data realizarii materialului anterior.

Sursa: BVB

Pretul actiunii DN a mers in aceeasi directie cu piata in ansamblul sau, ritmul cresterii fiind insa mai mare atat in comparatie cu indicele principal al Bursei de Valori Bucuresti, BET, cat si cu indicele BETAeRO, al pietei pe care se tranzactioneaza actiunile emitentului.

Indice	Pondere
BET AeRO	6,12%

Cotatia nu s-a corelat doar cu restul pietei, ci si cu rezultatele financiare, care au continuat sa se imbunatateasca in al treilea trimestru al anului. Chiar daca profitul nu a mai crescut in acelasi ritm ca in primele doua trimestre ale anului, iar cifra de afaceri chiar a scazut in T3, putem vorbi in continuare despre niste rezultate bune, care justifica cel putin partial evolutia bursiera. Impreuna cu rezultatele financiare pentru T3 au venit si cateva informatii importante legate de planurile de viitor ale companiei. In primul rand, proiectul fermei de la Straja pare sa fie in grafic, fiind pastrat deadline-ul din a doua parte a anului 2024 pentru inceperea productiei (chiar un pic mai bine decat varianta anterioara, care plasa acest moment in decembrie 2024). In plus fata de proiectele anterioare au aparut, momentan in stadiul de

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

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

Sursa: BVB

variante de lucru, productia de biogaz impreuna cu un partener si diversificarea pe verticala, fara sa se precizeze in ce directie ar urma sa fie

extinsa afacerea. O alta informatie importanta se refera la discutiile cu un potential nou client din sectorul procesarii de lapte, catre care ar urma sa fie furnizat mil. litri de lapte lunar, aproape un sfert din cantitatea livrata pe parcursul anului 2022 de companie.

In afara de publicarea rezultatelor financiare, cel mai important eveniment al perioadei a fost desfasurarea Adunarii Generale a Actionarilor in data de 24 noiembrie, acolo unde s-a aprobat tranzactia prin care actionarul majoritar, A.M. Advies B.V., a vandut catre DN Agrar Group restul de 5% pe care il mai detinea in DN Agrar Cut SRL, pentru suma de 376 mii EUR. Ulterior, la inceputul lui decembrie a fost raportata inregistrarea tranzactiei la Registrul Comertului.

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

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T3 2023 si 9L 2023

Indicator (RON)	T3 2023	T3 2022	Evolutie T3	9L 2023	9L 2022	Evolutie 9L
Cifra de afaceri neta	35.633.874	40.824.505	**-12,71%**	115.983.423	103.227.461	12,36%
Costul productiei in curs de executie	12.732.915	9.588.881	**32,79%**	39.173.530	31.225.246	25,45%
Venituri din productia de imobilizari	1.841.893	1.400.460	**31,52%**	5.933.178	5.114.301	16,01%
Subventii de exploatare	6.166.144	2.785.381	**121,38%**	18.480.826	8.556.565	115,98%
Alte venituri operationale	223.905	-52.877	**-523,44%**	1.326.832	690.758	92,08%
Total venituri operationale	**56.598.730**	**54.546.349**	**3,76%**	**180.897.789**	**148.814.330**	**21,56%**
Materii prime si consumabile	-23.205.772	-23.813.861	**-2,55%**	-85.087.079	-69.887.292	21,75%
Alte cheltuieli cu materialele	-531.502	-469.712	**13,15%**	-1.595.471	-1.311.023	21,70%
Alte cheltuieli externe	-684.435	-532.480	**28,54%**	-2.746.094	-2.042.199	34,47%
Cheltuieli privind marfurile (net)	-459.587	-1.445.414	**-68,20%**	-437.523	-4.113.821	-89,36%
Cheltuieli cu personalul	-6.182.761	-4.884.056	**26,59%**	-18.306.270	-15.330.356	19,41%
Ajustari de valoare imobilizari	-5.271.768	-4.814.306	**9,50%**	-15.465.424	-14.500.639	6,65%
Ajustari de valoare active circulante	450.066	148.459	**203,16%**	1.698.648	758.793	123,86%
Alte cheltuieli operationale	-10.875.947	-9.401.103	**15,69%**	-26.129.999	-24.228.623	7,85%
Ajustari privind provizioanele	19.805	42.264	**-53,14%**	327.739	328.975	-0,38%
Total cheltuieli operationale	**-46.741.900**	**-45.170.210**	**3,48%**	**-147.741.472**	**-130.326.185**	**13,36%**
Rezultat operational	**9.856.829**	**9.376.140**	**5,13%**	**33.156.316**	**18.488.146**	**79,34%**
Rezultat financiar net	**-1.734.881**	**-2.167.037**	**-19,94%**	**-6.614.787**	**-4.746.598**	**39,36%**
- din care cheltuieli cu dobanzile	-1.625.087	-2.210.926	**-26,50%**	-5.027.203	-4.698.002	7,01%

Rezultat inainte de impozitare	**8.121.948**	**7.209.103**	**12,66%**	**26.541.529**	**13.741.548**	**93,15%**
Impozit pe profit	-896.286	-1.521.832	**-41,10%**	-3.875.958	-2.885.969	34,30%
Rezultat net	**7.225.664**	**5.687.271**	**27,05%**	**22.665.572**	**10.855.579**	**108,79%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Rezultatele financiare ale grupului au continuat sa se imbunatateasca in al treilea trimestru al anului, insa intr-un ritm mai lent decat in primele sase luni ale anului. De asemenea, factorii principali care au contribuit la evolutia pozitiva a profitului au fost mai degraba unii conjuncturali.

Cifra de afaceri neta a mers in directia opusa fata de prima parte a anului, scazand cu 12,71%, de la 40,82 mil. RON in T3 2022 pana la 35,63 mil. RON in T3 2023, comparativ cu o crestere de 28,76% in S1. Explicatia principala pentru evolutia negativa a cifrei de afaceri este pretul de vanzare mai mic de pe piata interna. Mediile lunare a pretului laptelui brut publicata de Eurostat pentru perioada iulie-septembrie au scazut de la 49,10, 46,07 si 53,02 EUR/100 kg in 2022 la 44,43, 44,98 si 41,68 EUR/100 kg in aceleasi luni din 2023. Desi DN Agrar vinde in principal prin contracte pe termen mai lung, e de asteptat ca si schimbarile de pret de pe piata spot sa aiba o influenta importanta, ele dictand directia in care merge pretul din contractele cu clientii. Primele doua luni din T4 2023 au adus preturi medii pe piata spot a laptelui in scadere fata de perioada similara a anului trecut, de la 53,82 la 44,18 EUR/100 kg in octombrie si de la 58,48 la 44,47 EUR/100 kg in noiembrie. De altfel, perioada cu preturi medii peste 50 EUR/100 kg s-a intins pana in martie, asa ca ne putem astepta ca T3 2023 sa fie doar inceputul unei perioade de scadere a cifrei de afaceri comparativ cu perioada similara a anului precedent.

Scaderea cifrei de afaceri a fost compensata de cresterea celorlalte categorii de venituri operationale. Veniturile din subventii de exploatare au crescut cu 121,38%, sau 3,38 mil. RON, iar costul productiei in curs de executie cu 32,79%, sau 3,14 mil. RON. De asemenea, veniturile din productia de imobilizari au crescut cu 441 mii. RON, iar pozitia „Alte venituri operationale" a trecut de la cheltuiala neta la venit net. Per total, veniturile operationale au crescut la nivel trimestrial cu 3,76%, de la 54,55 mil. RON la 56,6 mil. RON, dupa o crestere mult mai mare, de 31,86%, in primul semestru al anului. Trebuie avut in vedere faptul ca veniturile din subventii de exploatare sunt dependente de factorul politic, iar acest lucru le face sa fie destul de volatile.

Cheltuielile operationale au avut o crestere procentuala asemanatoare cu cea a veniturilor, cu 3,48%, de la 45,17 mil. RON la 46,74 mil. RON. Cele mai mari contributii la aceasta crestere au fost cele ale pozitiei „Alte cheltuieli operationale", cu o crestere de 1,47 mil. RON (+15,69%) si cele cu personalul, cu 1,3 mil. RON (+26,59%). In directia opusa au mers in principal cheltuielile nete cu marfurile, in scadere cu 986 mii RON (-68,2%) si cele cu materii prime si consumabile, in scadere cu 608 mii RON (-2,55%).

Evolutia procentuala asemanatoare a veniturilor si cheltuielilor operationale a facut ca profitul operational sa aiba o crestere usoara, de 5,13%, de la 9,38 mil. RON in T3 2022 la 9,86 mil. RON in T3 2023, mult sub cresterea de 155,7% din primele sase luni ale anului.

Rezultatul net a avut o dinamica mai buna decat cel operational, crescand cu 27,05% la nivel trimestrial, de la 5,69 mil. RON la 7,23 mil. RON, ajutat de scaderea cu 26,5% a cheltuielilor cu dobanzile (-586 mii RON) si de scaderea ratei efective de impozitare de la 21,11% in T3 2022 pana la 11,04% in T3 2023, avand ca efect inregistrarea unui impozit pe profit cu 626 mii RON mai mic.

Pe primele noua luni ale anului cresterea profitului net a ajuns la 108,79%, de la 10,86 mil. RON in 2022 la 22,67 mil. RON in 2023, in timp ce profitul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) a ajuns la 26,08 mil. RON, cu 82,74% mai

mare decat profitul net inregistrat in anul 2022. Finalul anului ne asteptam sa semene mai mult cu T3 decat cu primele sase luni, existand in continuare un potential de imbunatatire a rezultatelor, insa unul mai modest decat in trimestrele anterioare.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2020	2021	2022	9L 2023
Imprumuturi pe termen lung	19.570.405	32.206.090	79.995.885	84.423.808
Leasing pe termen lung	7.044.402	6.765.406	12.715.793	9.723.156
Imprumuturi pe termen scurt	4.991.690	12.890.712	31.077.768	18.980.589
Leasing pe termen scurt	2.614.197	3.804.887	2.608.917	3.471.807
Total datorii financiare	**34.220.694**	**55.667.095**	**126.398.363**	**116.599.360**
Procent din activele totale	42,41%	37,88%	53,89%	45,19%
Procent din capitalul propriu	114,66%	85,04%	158,67%	114,17%
Datorii financiare/EBITDA	2,59	3,31	2,94	1,99
Datorii financiare nete	33.007.198	51.421.616	124.812.068	114.751.128
Datorii financiare nete/EBITDA	2,49	3,06	2,90	1,96

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Situatia datoriilor financiare a ramas apropiata de cea de la jumatatea anului, cu o usoara imbunatatire pentru cativa dintre indicatori. Ponderea datoriilor financiare in activele totale a scazut usor, de la 46,03% la 45,19%, ponderea in capitalul propriu a scazut la randul sau de la 122,62% la 114,17%, iar raportul intre datoriile financiare si EBITDA a scazut de la 2,02 la 1,99. Aceste scaderi au la baza cresterea capitalului propriu, activelor totale si EBITDA, datoriile financiare totale ramanand foarte apropiate de cele de la sase luni, 116,6 mil. RON, fata de 116,37 mil. RON.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	9L 2023 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA			2,49	3,06	2,90	1,96
Numerar/Active	1,21%	1,55%	1,50%	2,89%	0,68%	0,72%
Datorii totale/Active	60,00%	65,31%	63,01%	55,46%	66,04%	60,42%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	5,68	9,24	13,24	16,81	43,02	58,65
Lichiditate						
Rata rapida	0,68	0,77	0,52	0,47	0,46	0,48
Rata curenta	1,14	1,17	0,97	1,19	1,22	1,45
Rata numerarului	0,03	0,05	0,05	0,10	0,03	0,03
Efect de levier	1,50	1,88	1,70	1,25	1,94	1,53
Capital de lucru/Venituri	0,07	0,07	-0,01	0,12	0,07	0,11
Durata incasare creante	115,29	100,99	70,71	85,11	44,51	40,18
Rata de rotatie creante	3,17	3,61	5,16	4,29	8,20	9,08
Durata mentinere stocuri		165,26	164,47	366,22	133,84	152,90
Rata de rotatie stocuri		2,21	2,22	1,00	2,73	2,39
Durata plata furnizori			165,07	257,79	64,30	79,78
Rata de rotatie datorii furnizori			2,21	1,42	5,68	4,58
Rata de rotatie numerar	64,17	48,79	45,06	15,23	129,50	128,50

Ciclu conversie numerar (zile)	115,29	266,25	70,12	193,55	114,05	113,30
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	8,55%	4,85%	6,90%	6,07%	6,09%	10,11%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	21,36%	13,98%	18,65%	13,64%	17,92%	25,54%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,78	0,75	0,68	0,44	0,88	0,92
Rata de rotatie capital propriu	1,94	2,17	1,83	0,99	2,58	2,33
Profitabilitate						
Marja bruta		63,93%	57,16%	53,60%	39,15%	41,16%
Marja EBITDA		17,50%	24,21%	26,00%	20,94%	24,69%
Marja operationala	13,45%	9,74%	14,15%	16,78%	11,61%	16,21%
Marja neta	11,03%	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	10,98%
Rata efectiva de impozitare	15,61%	24,49%	11,41%	8,67%	18,57%	14,00%

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. 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.

Indicatorul „Cost of goods sold", folosit pentru calcularea unora dintre indicatorii de lichiditate si profitabilitate, a fost aproximat luand in calcul cheltuielile directe din contul de profit si pierdere si 75% din cheltuielile cu personalul, el nefiind publicat ca atare. In EBITDA sunt incluse ajustarile de valoare privind activele circulante si cele privind provizioanele, care fac parte in opinia noastra din „core business", fiind excluse doar ajustarile de valoare ale imobilizarilor.

Risc financiar

Indicatorii de risc financiar au ramas in aceeasi zona, cu scadere ale raportului intre numerar si activele totale si raportului intre datoriile totale si active. In primul caz este vorba oricum despre un procent foarte mic, iar in al doilea caz scaderea a fost una destul de mica, doar doua puncte procentuale.

Lichiditate

Scaderea numerarului a avut ca efect si o micsorare a ratei rapide de la 0,62 la jumatatea anului pana la 0,48 la 30 septembrie, impreuna cu o scadere a ratei numerarului de la 0,07 la 0,03 (si in acest caz valoarea este una foarte mica oricum).

Ciclul de conversie a numerarului a crescut de la 96,67 la 113,3 de zile, aproape de nivelul inregistrat in anul 2022. Motivul principal a fost durata de mentinere a stocurilor in crestere de la 133,15 la 152,9 zile, determinata la randul sau de cresterea volumului stocurilor. Fiind vorba despre un indicator masurat la un moment static, e posibil sa fie o crestere temporara.

Rentabilitate, profitabilitate si eficienta operationala

Toate cele trei categorii de indicatori au avut variatii mici, perioada analizata fiind una destul de scurta pentru a putea vedea modificari importante ale acestora.

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	9L 2023 TTM
Marja neta	11,03%	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	10,98%
Rata rotatie active	0,78	0,75	0,68	0,44	0,88	0,92
Multiplicator capital propriu	2,50	2,88	2,70	2,25	2,94	2,53
ROE	**21,36%**	**13,98%**	**18,65%**	**13,64%**	**17,92%**	**25,54%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Asa cum am spus si mai sus, indicatorii de rentabilitate au avut variatii mici, ROE fiind in scadere usoara de la 25,86% la jumatatea anului pana la 25,54% la noua luni, cu datele TTM.

La aceasta evolutie a contribuit in principal scaderea multiplicatorului capitalului propriu de la 2,66 la 2,53, determinata de o scadere usoara a datoriilor pe termen lung in perioada analizata. Rata de rotatie a activelor a ramas aproape neschimbata, la 0,92, comparativ cu 0,93 la jumatatea anului, in timp ce marja neta a crescut de la 10,42% la 10,98%.

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	9L 2023 TTM
Materii prime si consumabile	20,04%	20,22%	25,97%	49,88%	49,54%
Alte cheltuieli operationale	41,98%	28,76%	23,30%	14,99%	13,76%
Cheltuieli cu personalul	14,61%	16,28%	17,40%	11,29%	11,02%
Ajustari de valoare imobilizari	7,76%	10,05%	9,22%	9,34%	8,48%
Rezultat financiar net	1,25%	2,52%	1,67%	3,07%	3,44%
Impozit pe profit	0,49%	1,21%	1,81%	1,74%	1,80%
Alte cheltuieli externe	2,08%	1,33%	1,31%	1,58%	1,79%
Alte cheltuieli cu materialele	1,65%	2,09%	1,44%	0,91%	0,91%
Ajustari de valoare active circulante	0,78%	0,52%	-0,08%	0,43%	-0,03%
Ajustari privind provizioanele	0,02%	-0,39%	0,02%	-0,03%	-0,03%
Cheltuieli privind marfurile (net)	2,93%	7,10%	4,13%	-0,15%	-1,68%
Cheltuieli totale	**93,59%**	**89,69%**	**86,19%**	**93,05%**	**89,02%**
Marja neta	**6,41%**	**10,31%**	**13,81%**	**6,95%**	**10,98%**

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Ordinea ponderilor cheltuielilor in veniturile operationale a ramas neschimbata fata de materialul anterior, un lucru explicabil si prin faptul ca, fiind calculate cu datele pe ultimele 12 luni, contin in proportie de 75% aceleasi date ca si in acel material.

Ponderea in veniturile operationale a celei mai importante categorie de cheltuieli, cea cu materiile prime si consumabilele, a inregistrat o scadere cu aproape un punct procentual, de la 50,23% la 49,54%, in timp ce urmatoarele doua categorii au avut cresteri, in primul caz de la 13,26% la 13,76%, iar in al doilea de la 10,56% la 11,02%.

Ponderea celor mai mari trei categorii de cheltuieli a crescut de la 74,05% la 74,32%, iar pentru primele patru categorii de la 82,41% la 82,8%, cresterea marjei nete venind asadar de la cheltuielile cu ponderi mai mici in total.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S	Medie
Milkpol SA (Polonia)			0,32		0,38	
Tonkens Agrar AG (Germania)	8,49	0,98	0,59	3,57	1,37	
Agrobacka AD (Serbia)		0,04	7,29	0,80		
IZ Yatirim Holding (Turcia)	36,03	9,42	534,76		532,16	
Yaprak Sut Ve Besi Ciftlikleri (Turcia)	16,17	15,30	15,18	11,91	15,18	
Firstfarms (Danemarca)	24,09	0,96	1,45	38,14	2,61	
Linas Agro Group (Lituania)	22,15	0,67	0,11	7,29	0,30	
Zarneni Hrani (Bulgaria)	4,83		0,26	9,03	0,90	
Agroserv Mariuta (Romania)		1,87	0,54	10,44	1,24	
Medie fara extreme	**18,63**	**1,12**	**0,86**	**6,23**	**1,53**	
DN Agrar Group	8,05	2,06	0,88	5,54	1,37	
Pret cu media fara extreme	**3,0538**	**0,7182**	**1,2856**	**1,4841**	**1,4760**	**1,6035**
Mediana Farm Products	14,49	1,12	0,88	9,25	1,73	
Pret cu mediana Farm Products	2,3756	0,7190	1,3137	2,2051	1,6701	1,6567

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza multiplilor de piata am inclus in comparatie aceiasi emitenti ca si in materialul de initiere a acoperirii. Asa cum am precizat si atunci, printre ei exista 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.

Am luat si de data aceasta 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. Daca in majoritatea domeniilor de activitate media fara extreme presupune in principal eliminarea valorilor mari, in cazul de fata avem un numar neobisnuit de mare de situatii in care din media fara extreme am exclus valori foarte mici ale multiplilor.

Numarul mic de emitenti, combinat cu un procent destul de mare al valorilor excluse din medie, face ca valoarea finala sa fie mai volatila, ceea ce s-a vazut si in update-ul curent, valoarea medie rezultata din comparatie fiind de 1,6035 lei/actiune, cu 15,93% mai mare decat cea din materialul anterior, desi perioada care a trecut de la acel moment a fost una

destul de scurta. Valoarea medie rezultata este cu 21,48% mai mare decat pretul de inchidere din sedinta de tranzactionare din 15 decembrie.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Venituri operationale	**241,22**	**256,50**	**269,39**	**275,25**	**296,72**	**319,90**
Evolutie	*17,42%*	*6,34%*	*5,03%*	*2,17%*	*7,80%*	*7,81%*
Cheltuieli operationale	199,95	207,26	217,55	225,52	240,80	263,72
Evolutie	10,12%	3,66%	4,97%	3,66%	6,77%	9,52%
Profit operational	**41,27**	**49,23**	**51,84**	**49,72**	**55,92**	**56,18**
Evolutie	*73,08%*	*19,31%*	*5,29%*	*-4,08%*	*12,47%*	*0,46%*
Marja operationala	17,11%	19,19%	19,24%	18,06%	18,85%	17,56%
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	**27,24**	**33,19**	**34,56**	**32,33**	**37,07**	**36,79**
Evolutie	*90,84%*	*21,85%*	*4,13%*	*-6,44%*	*14,64%*	*-0,76%*
Marja neta	11,29%	12,94%	12,83%	11,75%	12,49%	11,50%

Sursa: estimari Prime Transaction

Am detaliat mai sus evolutia rezultatelor financiare in al treilea trimestru al anului, ele fiind unele bune, insa trase in sus mai mult de elemente precum subventiile si costul productiei in curs de executie decat de veniturile din vanzarea produselor. Pe cale de consecinta, am modificat o parte a premiselor de la care am pornit pentru acest an si pentru urmatorii.

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 principalele modificari asupra ipotezelor pe care le-am folosit in calcule:

- Crestere de doar 8% a cifrei de afaceri in acest an, reflectand evolutia din T3 si efectul de baza fata de T4 2022, atunci cand pretul laptelui brut a fost la un nivel foarte ridicat. Ulterior, in 2024 si 2025 ar urma ca ritmul de crestere sa accelereze. In momentul in care va fi cert ca ferma de la Straja este in linie dreapta pentru intrarea in circuitul economic e probabil sa revizuim o parte a estimarilor pentru anii urmatori.
- Pondere mai mare in cifra de afaceri pentru costul productiei in curs de executie si subventii in 2023 si in urmatorii doi ani comparativ cu estimarea initiala, care s-a dovedit a fi pesimista din acest punct de vedere.

In afara de acestea, raman valabile ipotezele folosite in materialul anterior:

- Reducere a ponderii cheltuielilor cu materiile prime si consumabilele atat in cheltuielile totale, cat si in venituri, 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%. Rata efectiva TTM este in acest moment de 14%, insa pe termen lung ne asteptam la o convergenta catre rata nominala existenta in momentul actual.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT*(1-T)	**34,66**	**41,36**	**43,54**	**41,77**	**46,97**	**47,19**
+ Amortizare	20,14	21,54	23,05	24,67	26,39	28,24
- Variatie capital de lucru	15,54	-10,99	-1,79	0,35	1,29	1,39
- Cheltuieli de capital	24,78	26,52	28,37	30,36	32,48	34,76
FCFF	**14,48**	**47,38**	**40,01**	**35,72**	**39,60**	**39,28**
WACC	**12,06%**					
Factor actualizare	1,0050	1,1263	1,2621	1,4144	1,5850	1,7762
FCFF actualizat	0,60	42,07	31,70	25,26	24,98	22,12
Terminal Value						446,44
Terminal Value actualizat	251,35					
Enterprise Value	398,08					
+ Numerar	1,85					
- Datorii	116,60					
Equity Value	283,33					
Numar actiuni	159.094.224					
Valoare estimata pe actiune	**1,7809**					

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)	**17,13%**
➢ Rata fara risc	6,30%
➢ Prima de risc a pietei	14,25%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	20,55%
○ Rata fara risc	6,30%
➢ Beta (de la listare)	0,76
Costul datoriilor	**7%**
Pondere datorii	50%
Pondere capital propriu	50%
WACC	**12,06%**

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 12,06%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,13%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 6,30%, egala cu randamentul titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara
    - Prima de risc a pietei de 14,25%, 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 0,76, calculat pentru perioada de dupa listare.
    - Costul datoriilor de 7%, in scadere cu un punct procentual fata de materialul anterior, reflectand evolutia de pe piata monetara si reducerea ratei inflatiei in aceasta perioada.
    - 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 1,7809 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 1,48% mai mica decat cea din materialul anterior si cu 34,92% mai mare decat pretul de piata. Luand in calcul si valoarea obtinuta din evaluarea pe baza multiplilor de piata, valoarea medie rezultata este de 1,6922 lei/actiune, cu 6,07% mai mare decat cea din materialul de initiere a acoperirii si 28,2% mai mare decat pretul de inchidere din data de 15 decembrie. 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 cazul evaluarii pe baza multiplilor de piata, asa cum am spus si mai sus, rezultatele au o volatilitate crescuta determinata de numarul mic de emitenti si de cazurile de multipli cu valori extreme excluse din calcul. De asemenea, numarul emitentilor cu model de business similar este unul destul de mic, motiv pentru care trebuie sa luam in calcul si emitenti cu particularitati diferite de ale DN Agrar.

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?

Rapoarte zilnice

Dimineata si seara iti trimitem stirile „calde" din piata, ultimele informatii cu impact asupra pietei bursiere. Morning Brief si Raportul Zilnic reprezinta legatura ta directa cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

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