



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

## Raport de analiza Compa SA – initiere acoperire

(revizuit 14.04.2021)

### Sumar:

- Compa face parte din sectorul economic cu cea mai mare contributie la PIB din Romania, cel al productiei auto. Nu are insa o pondere importanta in sector, fiind in principal furnizor pentru producatori mai mari de componente auto.
- Desi produce o gama destul de larga de produse, vanzarile sunt concentrate atat ca tip de produse, cat si pe clienti. Grupul american BorgWarner este de departe cel mai mare client al Compa, cu peste jumatate din vanzari, iar impreuna cu Bosch si Garrett ajunge la trei sferturi din cifra de afaceri.
- Compania realizeaza anual investitii mari, sursa de finantare fiind de obicei profitul obtinut in anii anteriori. Rezultatul este un grad redus de indatorare, dar si lipsa dividendelor.
- Anul 2020 a afectat puternic rezultatele financiare, insa finalul anului a adus o revenire care e de asteptat sa continue si in 2021.
- Multiplii de piata sunt mult mai mici decat ai emitentilor similari. Printre explicatii se numara structura pasivelor, situatia sectorului in 2020, dar si elemente care tin de relatia companiei cu piata de capital, cum ar fi lipsa dividendelor si interesul scazut acordat relatiei cu investitorii.

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.

Valoare intrinseca  
 estimata (lei/actiune)

**1,6200**

Departamentul Analiza  
 +4021.321.40.90  
[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

### Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 08.04.2021	0,7060
Capitalizare (RON)	154.487.653
Variatie pret YTD	23,86%
➤ Relativ la BET	+8,37%
Variatie pret 1 luna	16,12%
Variatie pret 12 luni*	21,72%
➤ Relativ la BET*	-13,11%
Maxim 52 saptamani*	0,7400
Minim 52 saptamani*	0,5240
Valoare medie tranzactii 60 zile	400.214 RON

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

## Prezentarea companiei

Compa a fost infiintata in anul 1969, sub denumirea „Intreprinderea de piese auto Sibiu (IPAS) prin fuziunea dintre Uzina Automecanica Sibiu si Uzina Elastic Sibiu, ambele fiind nationalizate anterior de regimul comunist de la proprietarii de drept.

Denumirea a fost schimbata in Compa SA in anul 1991, societatea ramanand, insa, in proprietatea Statului pana in 1999, atunci cand a fost privatizata catre Asociatia Salariatilor (PAS). Este unul dintre putinele exemple de

succes ale acestui tip de privatizare, majoritatea celorlalte firme de stat preluate de salariati ajungand mai devreme sau mai tarziu in faliment. Un motiv al succesului este parteneriatul cu grupul german Krupp, inceput dinainte de privatizare, existand astfel o piata de desfacere stabila pentru produsele companiei.

In urma desfiintarii Asociatiei Salariatilor, in ianuarie 2019 actiunile (reprezentand la momentul respectiv 54,6% din totalul actiunilor CMP) au fost transferate catre membrii acesteia, 68,5% dintre ele ajungand la directorul general Ioan Deac si directorul economic Ioan Miclea. Acestia au devenit cei mai mari actionari ai societatii, detinand in prezent impreuna aproape 38% din totalul actiunilor.

La fel ca la majoritatea fabricilor provenite din economia comunista, gasirea de clienti si inlocuirea utilajelor invecchite au fost principalele provocari ale Compa intre privatizare si momentul actual. Pentru prima dintre ele, solutia a fost colaborarea cu cateva nume mari din industria componentelor auto, in timp ce pentru a doua au fost utilizate in proportie covarsitoare resursele proprii, de aici rezultand un grad de indatorare mic, dar si lipsa dividendelor.

Published on TradingView.com, April 09, 2021 09:41:36 EEST

BVB:CMF, O O:0,7100 H:0,7200 L:0,7040 C:0,7060



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET Plus	0,21%

Prezentare companie	
Adresa	Strada Henri Coanda, nr. 8, Sibiu
Web	<a href="http://www.compa.ro">www.compa.ro</a>
ISIN	ROCMP5ACNOR9
Sectiune bursa	BVB
Segment	Standard
Piata principala	REGS
Data listarii	12.06.1997
Numar actiuni	218.821.038
Valoare nominala	0,10 RON
CAEN principal	3430
Indice VEKTOR	2,00

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Insideri, dintre care</b>	<b>83.277.467</b>	<b>38,17%</b>
Deac Ioan	41.585.887	19,06%
Miclea Ioan	41.042.480	18,81%
Recaserv SRL (detinuta de Compa)	649.100	0,30%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>21.409.740</b>	<b>9,81%</b>
Clairmont Holdings Limited	5.641.166	2,59%
Firebird Management LLC	5.271.129	2,42%
Norges Bank Inv. Management	4.880.592	2,24%
BT Asset Management SAI	4.306.729	1,97%
Globinvest	788.235	0,36%
Swiss Capital Asset Management	278.029	0,13%
<b>Free float total</b>	<b>52.793.418</b>	<b>61,83%</b>

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

O parte dintre activitatile desfasurate inainte de privatizare au fost transferate ulterior catre firme separate detinute tot de Compa (Compa IT in proportie de 100%, Trans CAS 99% si Recaserv 70%), de curand fiind infiintata o noua astfel de firma, Arini Hospitality SRL, care ar urma sa construiasca un complex hotelier pe un teren detinut de Compa si aporat la capitalul social al firmei nou-infiintate.

#### Conducerea executiva a companiei

Din raportarile Compa rezulta ca vanzarile celor trei subsidiare au loc aproape integral catre compania-mama, clientii externi avand o pondere foarte mica. In aceste conditii apar semne de intrebare referitoare la necesitatea existentei lor de sine statatoare. Mai mult decat atat, lipsa de transparenta pe care o presupune forma de organizare (SRL) poate afecta increderea investitorilor in compania-mama, listata la Bursa.

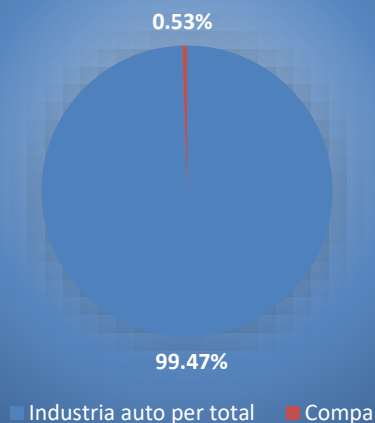
Nume	Funcție
Maxim Mircea Florin	Non-Executive Director
Nicolae Baltes	Independent Director
Veltan Ilie-Marius	Director
Deac Ioan	Chairman & CEO
Miclea Ioan	CFO & Director

Sursa: EquityRT

### Pozitia pe piata si structura veniturilor

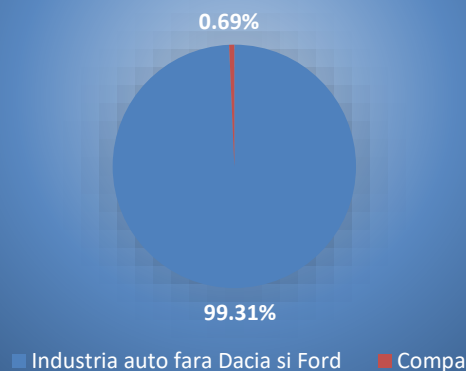
Industria auto este cel mai mare sector al economiei romanesti, in anul 2019 avand o pondere de 14% in Produsul Intern Brut, potrivit estimarilor Asociatiei Constructorilor de Automobile din Romania (ACAROM). In anul 2020 aceasta pondere s-a mai redus, cifra de afaceri totala a industriei scazand cu circa 15%, de la 30 mld. EUR la 25 mld. EUR, din cauza pandemiei COVID, conform datelor furnizate de asociatia de profil. Aceste sume includ si cele doua fabrici producatoare de autoturisme, Dacia si Ford, inasa ponderea covarsitoare o detin producatorii de componente si subansamble, printre care se numara si Compa. Desi domeniul este unul foarte mare, cu sute de firme producatoare de componente auto, nu se poate vorbi despre o piata propriu-zisa, pentru ca fiecare producator are o filiera clara pe care functioneaza. Cei mai mari producatori de componente sunt de fapt subsidiare ale unor companii mari din Occident, care folosesc Romania doar pentru forta de munca, fara ca aceste subsidiare sa aiba planuri de expansiune. Companiile locale produc la randul lor tot pentru companii

#### Pozitia Compa in industria auto in 2019



Sursa: Estimari ACAROM, date financiare Compa

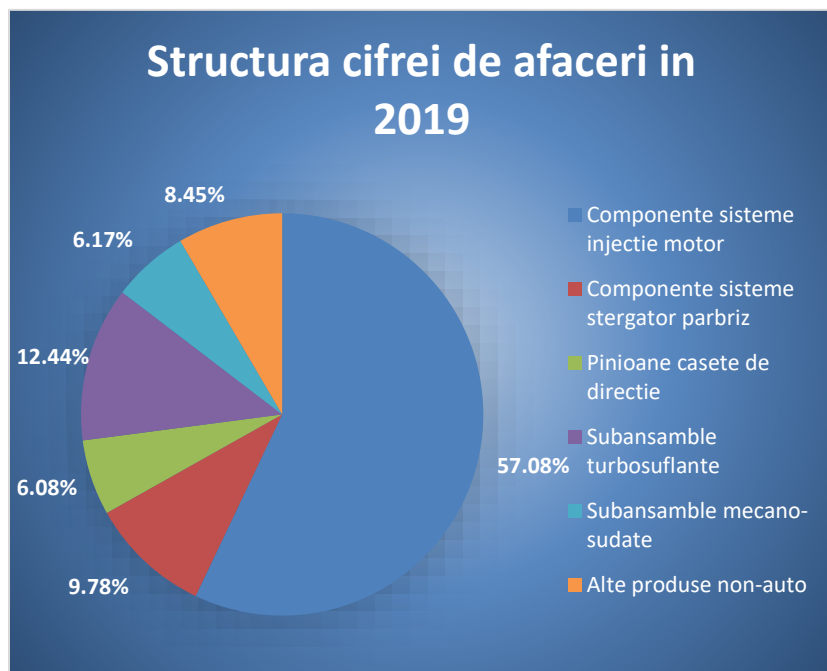
#### Pozitia Compa in industria producatorilor de componente auto in 2019



Sursa: Estimari ACAROM, date financiare Compa

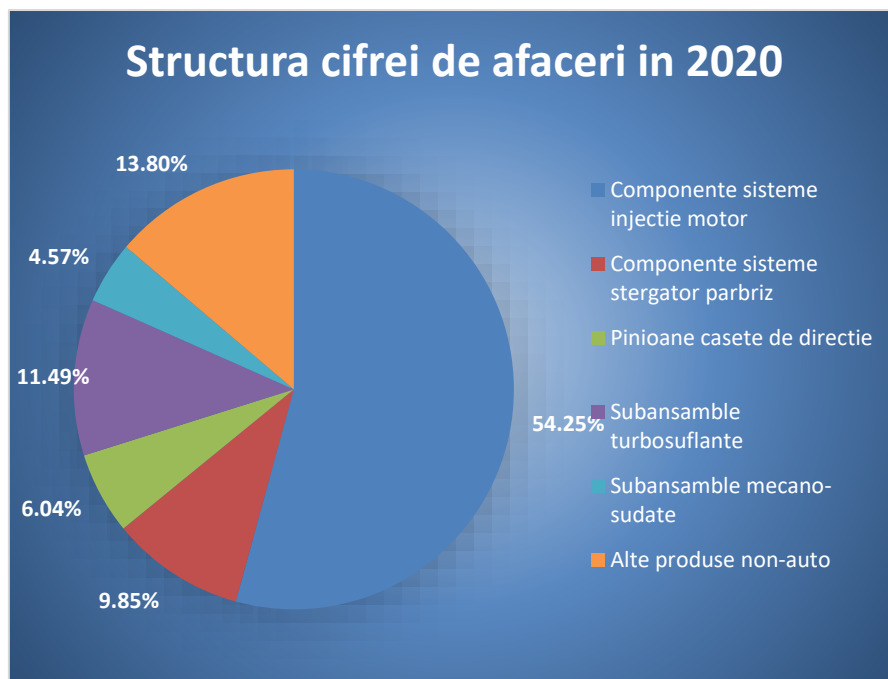
occidentale, in baza unor contracte pe termen lung, de cele mai multe ori sub brandul acestora. Este o situatie asemanatoare cu lohn-ul din industria textila, inasa la un nivel de specializare mai mare. Pozitia Compa pe aceasta piata este una marginala, cu o cota mai mica de 1% atat per total, cat si daca luam in considerare doar producatorii de componente. Acest lucru nu reprezinta o problema, din moment ce nu exista o competitie directa intre producatori, fiecare avand o specializare clara si clienti pe termen lung. Mai degraba putem vorbi de concurenti in zona Asiei, acolo unde exista in continuare un avantaj dat de salariile mai mici, iar decalajul calitativ a scazut considerabil in ultimii ani.

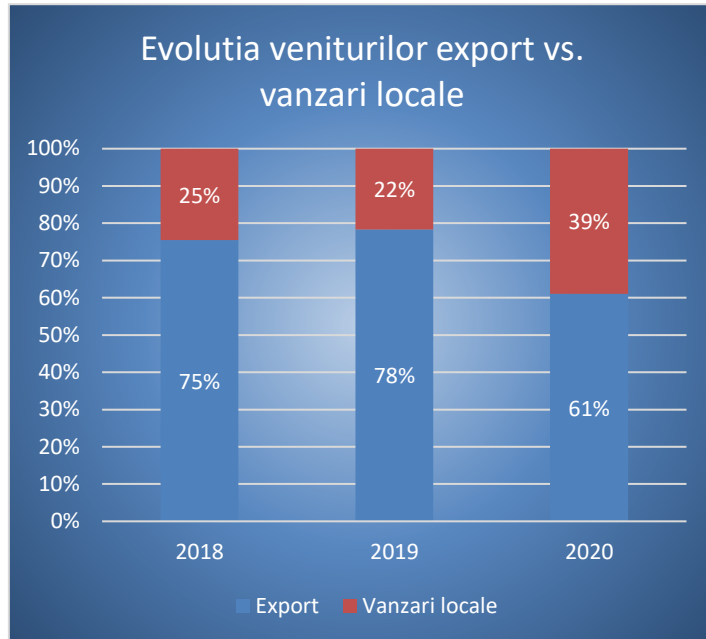
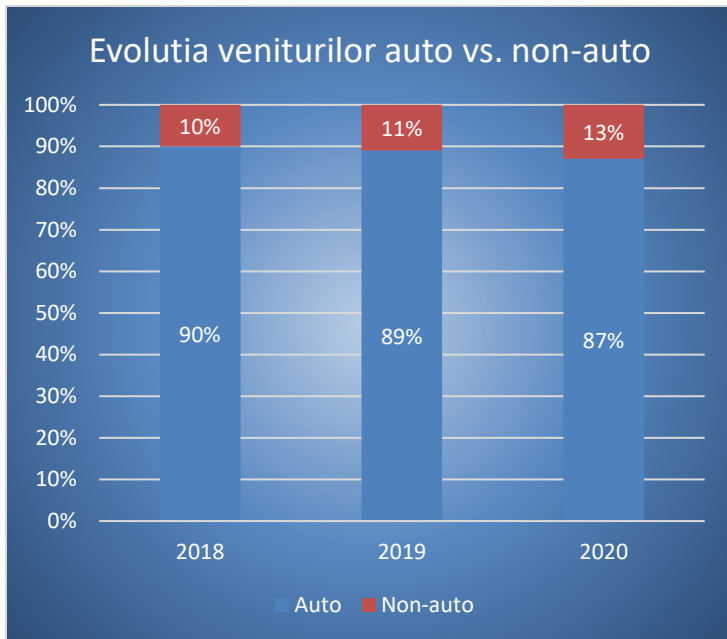
## Structura veniturilor



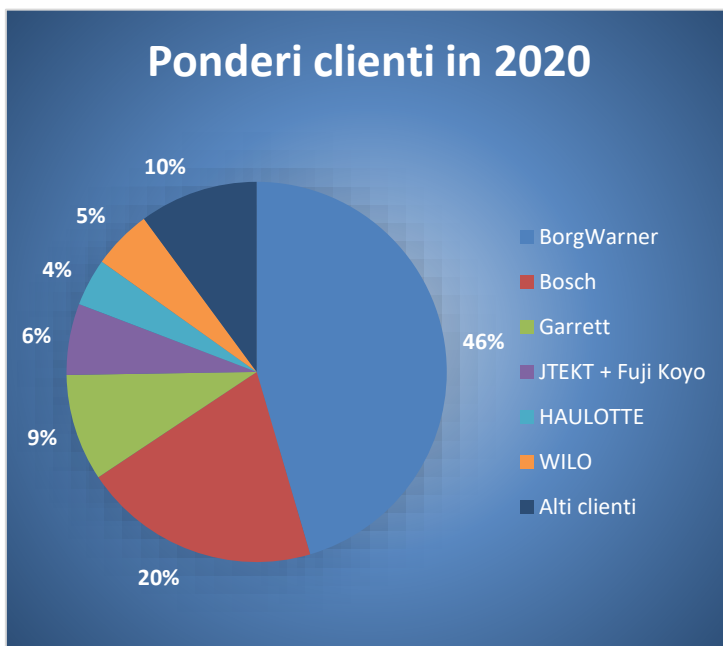
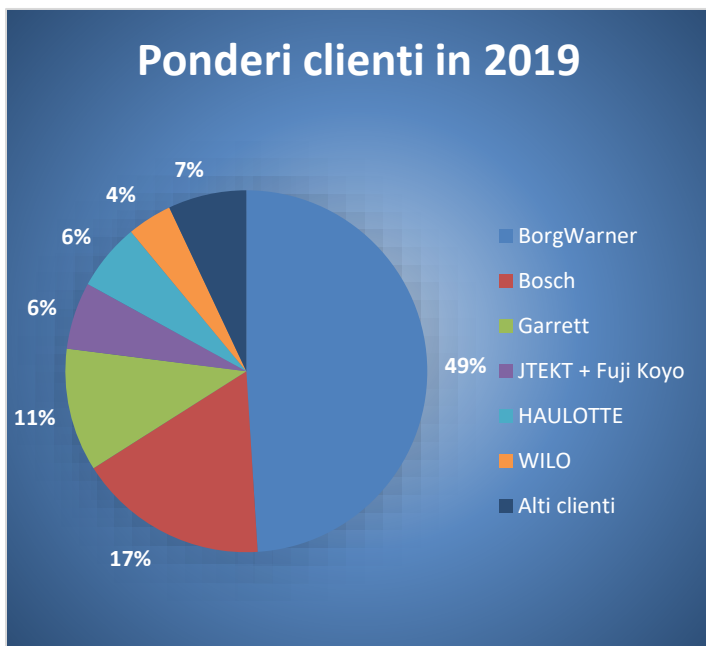
Privind la structura cifrei de afaceri a Compa observam imediat un dezechilibru major, societatea fiind dependenta de o gama limitata de produse si, mai grav, asa cum se poate vedea mai jos, de doi clienti mari. Atat in 2019, cat si in 2020, mai mult de jumătate din veniturile totale au venit din productia de componente pentru sisteme de injectie motor, urmate la mare distanta de subansamblele pentru turbosufiante si de componentele pentru sisteme de stergere a parbrizului. Nu exista o departajare in raportarile Compa, inasa e de asteptat ca primele doua categorii de componente sa fie concentrate destul de puternic pe zona de motoare diesel, pentru care exista deja certitudinea ca in anii urmatori va exista un recul puternic.

Evolutia de la un an la altul arata si un semn incurajator, ponderea produselor non-auto in cifra de afaceri avand o crestere de peste 5 puncte procentuale, in principal in defavoarea celor mai mari doua categorii de produse. Chiar si asa, e vorba de doar 13,8% din cifra de afaceri inregistrata in 2020, o pondere in continuare mica. Mai mult, ea nu vine de la o transformare naturala a companiei, ci este efectul scaderii productiei auto din cauza crizei COVID, iar in 2021 probabil ponderile vor reveni aproape de cele din 2019. Cel mai rau este ca reorientarea productiei, absolut necesara in contextul actual legat de motoarele diesel, presupune investitii mari, care vor afecta profitabilitatea si posibil si gradul de indatorare.





Asa cum spuneam mai sus, societatea este dependenta intr-o masura foarte mare de doi dintre clientii sai, BorgWarner si Bosch, cu ponderi totale in cifra de afaceri de 66% atat in 2019, cat si in 2020. Daca adaugam si al treilea client, Garrett, ajungem la trei sferturi din vanzari. Practic, jumatate din Compa este o fabrica BorgWarner, iar cealalta jumatate produce pentru alti clienti, destul de putini si ei. E drept ca e vorba de clienti mari, cu putere financiara si seriozitate. Pe de alta parte, asta face ca raportul de forte sa fie complet disproportionat, iar Compa sa fie nevoita sa lucreze la marje de profit mici pentru a-si pastra clientii. De asemenea, exista mereu riscul ca unul dintre acesti clienti sa gaseasca un furnizor mai ieftin sau cu un raport pret/calitate mai bun, iar impactul pentru Compa ar fi devastator, mai ales daca ar fi vorba de BorgWarner sau Bosch.



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

- Expertiza si vechime pe piata
- Clienti cu putere financiara ridicata
- Costuri logistice mici fata de competitia din Asia
- Utilaje moderne

**PUNCTE SLABE (-)**

- Personal imbatranit
- Productie cu valoare adaugata mica
- Dependenta mare fata de principalii clienti
- Flexibilitate redusa a productiei
- Lipsa unui brand propriu

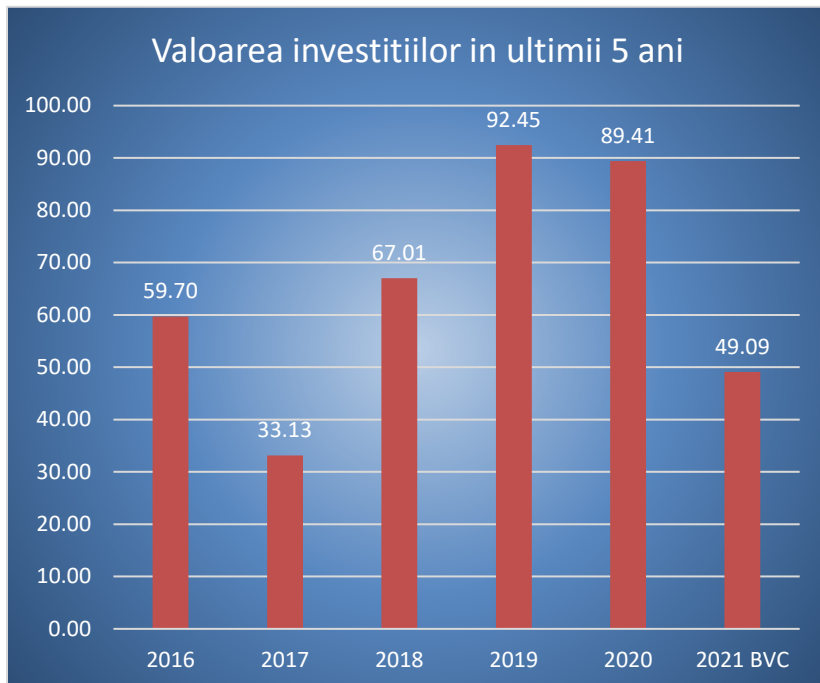
**OPORTUNITATI (+)**

- Posibila tinta de preluare pentru companiile mari
- Un eventual „razboi rece” intre China si Occident va restrange variantele producatorilor auto
- Variante multiple de dezvoltare in domenii non-auto
- Migrarea tuturor concurentilor spre electric poate lasa spatii libere pe piata non-electrica

**AMENINTARI (-)**

- Forta de munca tot mai scumpa si mai slab calificata in domeniu
- Renuntarea la motoarele diesel
- Numarul mai mic de piese al masinilor electrice fata de cele clasice
- Cresterea raportului pret/calitate al furnizorilor auto asiatici

## Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor



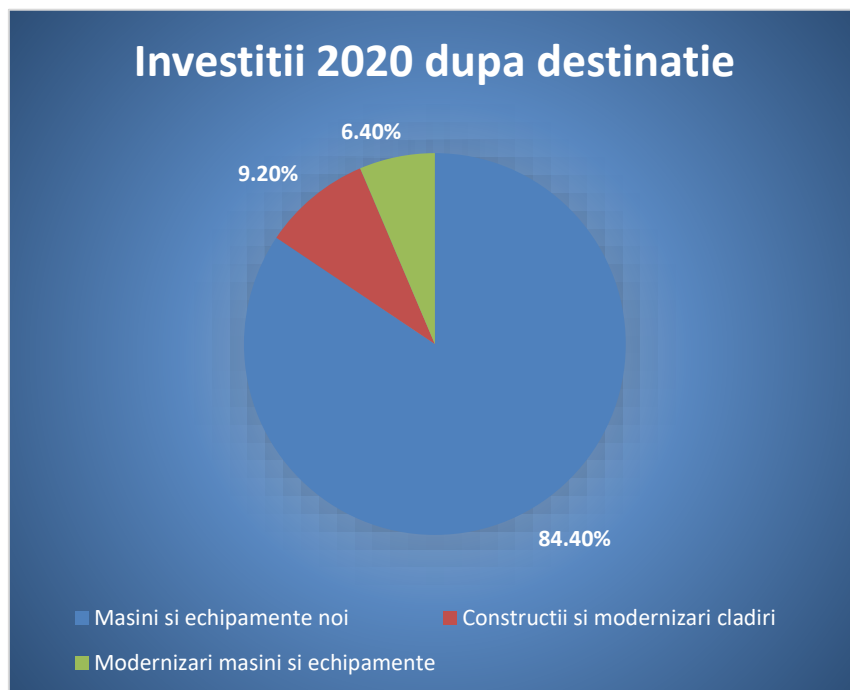
Modelul de afaceri al Compa este unul „capital-intensiv”, iar asta presupune realizarea unor investitii mari in fiecare an. In cazul sau particular a fost vorba si de nevoia de a face investitii pentru a inlocui utilajele din perioada comunista, acestea fiind pe de o parte vechi si, pe de alta parte, neadaptate productiei la standarde moderne. Ultimii doi ani, in special, au adus o crestere importanta a investitiilor, pana la circa 90 mil. RON in fiecare an. Planurile pentru 2021 sunt mai putin ambitioase din acest punct de vedere, un lucru normal dupa problemele pe care le-a ridicat pandemia COVID.

Raportat la dimensiunea afacerii, volumul investitiilor este unul foarte mare, compania avand in 2019 un raport intre investitii si profit de 2,78:1, iar in 2020 de 6,11:1. Investitiile au reprezentat in

2019 12,31% din cifra de afaceri, iar in 2020 au urcat la 16,25%, in conditiile in care cifra de afaceri a scazut considerabil. Ultimii doi ani au avut valori mari din acest punct de vedere, insa nici in trecut nu vorbim de cifre mici. Singurul an in care profitul net a fost mai mare decat investitiile a fost 2017, cu un raport de 0,86 intre cele doua. Impactul mic al rezultatului financiar face ca si daca ne raportam la profitul operational lucrurile sa arate asemanator, cu 2,46:1 in 2019, 4,9:1 in 2020 si un minim de 0,76 tot in 2017.

Raportul mare dintre investitii si profit face ca evaluarea companiei pe baza fluxurilor de numerar generate sa aiba un grad de acuratete mai mic decat in alte cazuri. Daca evolutia cifrei de afaceri si cea a marjelor de profit pot fi incadrate intr-un scenariu rezonabil, investitiile tin intr-o masura mai mare de necesitatile de moment, de decizii punctuale ale managementului si de accesul la finantare, care sunt mai greu de estimat.

Asa cum se poate vedea din graficul alaturat, majoritatea covarsitoare a cheltuielilor de capital au ca destinatie achizitionarea de masini si echipamente noi, aproape 85% pe parcursul anului trecut. Constructia de cladiri este la mare



distanta, iar modernizarea echipamentelor existente este pe locul al treilea.

Pentru anul 2021 au fost prevazute cheltuieli mai mari cu modernizarea utilajelor existente, aproape 17% din bugetul total de investitii, insa acest lucru vine in contextul unei scaderi considerabile a investitiilor totale prevazute in Bugetul de Venituri si Cheltuieli publicat recent. Chiar si asa, asa cum se poate vedea in

Obiectiv	Furnizor	Suma
Modernizare si reabilitare utilaje	Hidromar, Atlas Copco	8.279.000
Linie vopsire Durst	Durst	7.426.750
Amenajari si constructii cladiri	Farben	7.305.000
Masina ECM	Inmaacro	4.821.300
Masina de rectificat Studer	Inmaacro	3.092.450
Centru de prelucrare Chiron DZ12W Fx	Chiron	2.800.250
Masina Gleason	Gleason Pfauter	2.678.500
Mazak Multiplex W200	Mazak	2.629.800
Masina de frezat, gaurit, alezat	Hidromar	1.655.800
Cuptor UTTIS	UTTIS	1.009.551
<b>Total investitii BVC 2021</b>		<b>49.091.000</b>

tabelul alaturat, dintre investitiile mai mari de 1 mil. RON prevazute in buget, marea majoritate sunt in continuare destinate cumpararii de utilaje noi.

Situatia investitiilor scoate in evidenta un alt lucru caracteristic pentru Compa, unul mai degraba negativ. Toata atentia conducerii este concentrata spre a tine compania pe linia de plutire, pe a supravietui de la un an la altul. Lipsese viziunea pe care o putem regasi la alti emitenti, chiar si la unii dintre cei aflati in proprietatea Statului. La intrebarea „unde va vedeti peste 5 ani?“, raspunsul este mereu „in acelasi loc“. Citind raportul anual al Compa nu putem sa nu observam atentia exagerata fata de lucrurile marunte din viata de zi cu zi a companiei, pozele cu modele noi de piese realizate sau cu utilajele achizitionate recent, statisticile detaliate legate de salariati si, la polul opus, cele doar cateva randuri referitoare la directiile strategice de dezvoltare, puse parca mai degraba pentru a umple o bucata de pagina ramasa goala.

Orientarea spre activitatea curenta nu e un lucru rau in sine, afacerea e una stabila si profitabila, iar ramanerea in acelasi loc inseamna ca va ramane cel mai probabil la fel. Din perspectiva investitorilor, insa, atractivitatea unei companii poate veni in principal din doua directii: cresterea afacerii in timp sau mentinerea la acelasi nivel corelata cu obtinerea de randamente constante din dividende. La Compa nu avem nici una, nici alta. Afacerea se mentine aproximativ la acelasi nivel, dar nimic din beneficii nu ajunge la investitori. Iar asta face ca pretul actiunii sa fie penalizat in mod substantial.

## Politica de dividende

Ultimul an in care Compa a distribuit dividende a fost 2004, din profitul aferent anului 2003. A fost finalul unei perioade de 4 ani in care compania a distribuit constant dividende. Ulterior, toti banii generati de afacere au fost reinvestiti in utilaje necesare desfasurarii activitatii. Au existat momente in care in piata au aparut asteptari privind distribuirea de dividende, insa in final decizia conducerii a fost mereu aceeaasi, de a pastra banii in firma.

Lipsa dividendelor in cazul unei companii care nu se concentreaza pe crestere afecteaza imaginea ei in ochii investitorilor si pretul actiunii. In cazul particular al Compa exista o problema suplimentara data de structura actionariatului. Fiind detinuta multa vreme de Asociatia Salariatilor, a aparut un conflict de interese inevitabil intre cele doua calitati, de actionar si salariat. Lipsa dividendelor creeaza in randul investitorilor externi imaginea unei afaceri care functioneaza pentru a-si recompensa salariatii, nu actionarii, ceea ce reduce motivatia de a cumpara actiuni.

Decizia de anul trecut privind rascumpararea de actiuni proprii care sa fie distribuite membrilor conducerii nu face decat sa accentueze aceasta imagine, chiar daca pe termen scurt pretul actiunilor a fost influentat in mod pozitiv de presiunea la cumparare.



## Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Datorii financiare pe termen scurt	818.483	612.625	997.497	628.375	5.506.241	12.506.659
Datorii financiare pe termen lung	91.701.827	47.272.490	40.442.359	60.770.375	96.569.036	80.989.753
<b>Total datorii financiare</b>	<b>92.520.310</b>	<b>47.885.115</b>	<b>41.439.856</b>	<b>61.398.750</b>	<b>102.075.277</b>	<b>93.496.412</b>
Procent din activele totale	16,07%	8,40%	6,89%	9,06%	14,03%	12,73%
Procent din capitalul propriu	28,24%	12,94%	10,14%	13,80%	21,28%	18,94%
Datorii financiare/EBITDA	1,71	0,83	0,53	0,85	1,61	1,57
Datorii financiare nete	76.875.317	45.783.701	38.572.698	58.131.065	93.113.595	91.245.442
Datorii financiare nete/EBITDA	1,30	0,56	0,45	0,70	1,10	1,29

Sursa: EquityRT, raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In mod neasteptat, o companie axata foarte mult pe investitii are un grad de indatorare foarte mic, datoriile financiare totalizand doar 12,73% din active, un nivel pe care am ajuns sa-l vedem rar chiar si la companiile de stat. Raportul intre datoriile totale, incluzandu-le si pe cele comerciale, si active era de 32,79% la finalul anului 2020, procentul fiind relativ stabil in ultimii 5 ani. Raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA, luat in calcul de banci in activitatea de creditare, a ajuns anul trecut la 1,29, cel mai mare din ultimii 5 ani, din cauza scaderii profitabilitatii ca urmare a crizei COVID. Ramane, totusi, un nivel mic, mai ales daca avem in vedere perioada proasta traversata in 2020.

Se poate observa o corelatie intre graficul de mai sus al investitiilor si tabelul datoriilor financiare. Pana in 2018, atunci cand investitiile au fost ceva mai mici, datoriile financiare au fost la randul lor mici, ambele incepand sa creasca in 2018 si ajungand in zona cea mai ridicata in 2019 si 2020. Pentru 2021 bugetul Compa SA prevede investitii mai mici, insa acest lucru va coincide cu niste resurse financiare proprii mai mici, dupa un an cu o scadere considerabila a profitului. E greu de anticipat, asadar, daca datoriile financiare vor scadea sau vor ramane aproape de nivelul din prezent. Trebuie luat in calcul si proiectul hotelier derulat de Arini Hospitality, pentru care ar trebui contractat un nou credit, insa deocamdata e greu de spus cat de repede va avansa acest proiect.

In privinta structurii datoriilor, asa cum e si normal, cea mai mare parte a acestora sunt pe termen lung, o situatie care s-a mentinut in timp. Totusi, in anul 2020 a avut loc o crestere destul de mare a ponderii datoriilor pe termen scurt in totalul datoriilor financiare, pana la 13,38%, de la 5,39% in anul anterior si 1,02% in 2018. Este cea mai mare pondere a datoriilor pe termen scurt dupa anul 2013, cel mai probabil ca urmare a cresterii constante a volumului total al datoriilor in ultimii 3 ani. Creditele contractate de Compa nu sunt doar mici raportat la activele totale, ci si putine. Este vorba in principal de doua credite de investitii, unul de la BRD-Groupe Societe Generale si unul de la ING Bank, la care se adauga doua linii de credit de la aceleasi banci si contracte de leasing financiar cu Impuls Leasing.

Tip datorie	Creditor	Portiune termen lung	Portiune termen scurt
Linie de credit pentru productie	BRD – Broupe Societe Generale	8.501.926	0
Credit pentru investitii	BRD – Broupe Societe Generale	31.042.428	5.478.073
Linie de credit pentru productie	ING Bank	11.393.139	0
Credit pentru investitii	ING Bank	29.880.409	6.640.091
Contracte de leasing financiar	Impuls Leasing	171.851	388.495

Sursa: raportarile companiei

## Analiza rezultatelor financiare

### Rezultatele financiare finale pentru anul 2020 si cele pentru T4 2020

Indicator (RON)	T4 2020	T4 2019	Evolutie T4	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri</b>	<b>179.709.395</b>	<b>162.703.411</b>	<b>10,45%</b>	<b>550.295.855</b>	<b>751.175.663</b>	<b>-26,74%</b>
Alte venituri	2.642.062	11.161.355	-76,33%	10.871.526	21.171.463	-48,65%
<b>Total venituri</b>	<b>182.351.457</b>	<b>173.864.766</b>	<b>4,88%</b>	<b>561.167.381</b>	<b>772.347.126</b>	<b>-27,34%</b>
Variatia stocurilor	3.695.607	6.189.536	-40,29%	-2.916.666	10.243.352	-128,47%
Materii prime si consumabile	-113.700.767	-115.702.742	-1,73%	-341.160.191	-497.150.305	-31,38%
Cheltuieli cu personalul	-41.571.139	-44.684.045	-6,97%	-120.720.209	-161.619.505	-25,31%
Amortizare si depreciere	-14.216.247	-13.005.682	9,31%	-52.284.574	-47.010.212	11,22%
Servicii prestate de terti	-1.771.386	-253.694	598,24%	-20.180.927	-30.066.704	-32,88%
Alte cheltuieli	565.410	-1.243.023	-145,49%	-5.658.362	-9.176.271	-38,34%
<b>Total cheltuieli</b>	<b>-166.998.522</b>	<b>-168.699.651</b>	<b>-1,01%</b>	<b>-542.920.930</b>	<b>-734.779.645</b>	<b>-26,11%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>15.352.935</b>	<b>5.165.115</b>	<b>197,24%</b>	<b>18.246.451</b>	<b>37.567.481</b>	<b>-51,43%</b>
Rezultat financiar net	-340.056	-1.141.062	-70,20%	-3.116.741	-3.399.316	-8,31%
Impozit pe profit	-982.790	162.756	-703,84%	-1.101.832	-938.758	17,37%
<b>Profit net</b>	<b>13.792.005</b>	<b>4.186.809</b>	<b>229,42%</b>	<b>14.027.877</b>	<b>33.229.407</b>	<b>-57,78%</b>

Compa a reusit nu doar sa intoarca in ultimul trimestru al anului o parte din rezultatul prost din primele noua luni, ci chiar sa obtina rezultate mai bune decat in T4 2019, un trimestru in care pandemia era inca departe. Principalul catalizator a fost reprezentat de veniturile mai mari din activitatea de baza, cresterea trimestriala fiind de 10,45%, de la 162,7 mil. RON in T4 2019 pana la 179,71 mil. RON in T4 2020, dupa o scadere destul de abrupta, de 37,03%, in primele noua luni ale anului. Pe intregul an, veniturile au scazut cu 26,74%, de la 751,2 mil. RON la 550,3 mil. RON. Rezultatul trimestrial ar fi fost chiar mai bun daca nu ar fi existat o scadere de 8,5 mil. RON la pozitia „Alte venituri”, cauzata de efectul de baza fata de T4 2019, cand au fost inregistrate venituri din productia de imobilizari de 4,8 mil. RON si venituri din reevaluarea imobilizarilor de 4,9 mil. RON. Comparativ, in T4 2020 intreaga categorie „Alte venituri” a totalizat doar 2,6 mil. RON.

Nu doar veniturile au contribuit la cresterea profitului trimestrial, ci si cheltuielile cu personalul mai mici cu 6,97%, sau 3,1 mil. RON. Scaderea este mult mai mica decat cea de 32,31% din primele 9 luni ale anului, insa este remarcabila in conditiile in care volumul de activitate a fost mai mare. Cea mai importanta categorie de cheltuieli, cea cu materiile prime si materialele consumabile, a scazut usor in T4, cu 1,73%, din nou un lucru remarcabil avand in vedere cresterea veniturilor. Explicatiile cele mai plauzibile pentru aceasta diferenta sunt eficientizarea, obtinerea unor preturi mai bune la materiile prime si/sau obtinerea unor preturi mai mari pentru produsele finite vandute.

Alte categorii de cheltuieli care au influentat intr-o masura mai mare rezultatul trimestrial al companiei sunt cele cu amortizarea si deprecierea si categoria „Alte cheltuieli de exploatare”. Primele in sens negativ, cu o crestere de 1,21 mil. RON (+9,31%), iar celelalte in sens pozitiv, cu o scadere de 1,81 mil. RON, de la 1,24 mil. RON in T4 2019 la un venit net de 565 mii RON in T4 2020.

Toate cele de mai sus au dus la o crestere consistenta atat pentru profitul operational, cat si pentru profitul net la nivel trimestrial. Profitul operational a crescut cu 197,24%, de la 5,17 mil. RON in T4 2019 la 15,35 mil. RON in T4 2020, in timp ce profitul net a crescut cu un procent chiar mai mare, 229,42%, de la 4,19 mil. RON pana la 13,79 mil. RON. Evolutia anuala

este departe de cea trimestriala, profitul avand o scadere considerabila fata de cel din 2019. Mai exact, profitul operational a scazut cu 51,43%, de la 37,57 mil. RON la 18,25 mil. RON, iar cel net cu 57,78%, de la 33,23 mil. RON la 14,03 mil. RON. Nu trebuie sa uitam, insa, ca la sase luni Compa era pe pierdere, iar restul anului nu se vedea intr-o lumina roz. De atunci lucrurile s-au schimbat, iar in S2 2020 profitul net a fost mai mare decat cel din S2 2019.

Rezultatele marcheaza o imbunatatire clara in ultima parte a anului, insa profitul net anual ramane la un nivel destul de mic, cel mai mic din ultimii 10 ani, mai exact. Deocamdata nu e clar in ce masura a fost sau va fi afectata compania de criza chip-urilor care a facut mai multi producatori auto sa-si intrerupa productia in ultima perioada. La fel de neclar este cum va reusi sa se adapteze in cazul in care productia va ramane pe termen mai lung sub cea din trecut. T4 a fost un trimestru bun din acest punct de vedere, insa nu inseamna ca a fost un punct de inflexiune, dupa care lucrurile sa revina la normal.

## Rezultatele istorice

### Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Venituri</b>	<b>483.751.947</b>	<b>642.675.460</b>	<b>708.120.315</b>	<b>756.505.986</b>	<b>751.175.663</b>	<b>550.295.855</b>
<i>Evolutie</i>	13,90%	32,85%	10,18%	6,83%	-0,70%	-26,74%
Variatia stocurilor	-2.318.897	7.916.806	-1.562.926	3.184.244	10.243.352	-2.916.666
Depreciere si amortizare	-23.776.161	-38.685.643	-44.154.969	-41.310.646	-47.010.212	-52.284.574
Cheltuieli cu personalul	-106.084.702	-120.391.887,00	-134.671.315	-149.458.100	-161.619.505,00	-120.720.209
Materii prime si consumabile	-298.744.117	-427.663.850	-458.699.219,00	-497.394.870	-497.150.305	-341.160.191
Servicii prestate de terti	-24.948.355	-28.229.270	-29.232.770	-32.524.492	-30.066.704	-20.180.927
Alte cheltuieli operationale	-4.178.445	-7.524.853,00	-6.012.779,00	-8.371.694	-9.176.271	-5.658.362
Alte venituri	11.724.451	16.073.307,00	10.062.563	11.163.809	21.171.463	10.871.526
<b>Rezultat operational (EBIT)</b>	<b>35.425.721</b>	<b>44.170.070</b>	<b>43.848.900</b>	<b>41.854.923</b>	<b>37.567.481</b>	<b>18.246.451</b>
<i>Evolutie</i>	11,16%	24,68%	-0,73%	-4,55%	-10,24%	-51,43%
Rezultat financiar	-4.728.215	10.390.677	-634.273	-2.381.134	-3.399.316	-3.116.741
<i>Evolutie</i>	78,07%	-319,76%	-106,10%	275,41%	42,76%	-8,31%
<b>Rezultat brut</b>	<b>33.863.494</b>	<b>54.560.747</b>	<b>43.214.627</b>	<b>39.413.103</b>	<b>34.168.165</b>	<b>15.129.709</b>
Impozit pe profit	-2.596.586	-1.861.785	-4.661.359	-3.497.195	-938.758	-508.351
<b>Rezultat net</b>	<b>31.266.908</b>	<b>52.698.962</b>	<b>38.553.268</b>	<b>35.915.908</b>	<b>33.229.407</b>	<b>14.621.358</b>
<i>Evolutie</i>	12,13%	68,55%	-26,84%	-6,84%	-7,48%	-56,00%
Atribuibil actionarilor companiei-mama	31.250.718	52.664.600	38.530.866,00	35.894.492	33.206.828,00	14.653.555

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Anul 2020 a tras in jos destul de mult rezultatele companiei, cifra de afaceri ajungand la cel mai mic nivel de dupa 2015, iar profitul net la cel mai mic nivel de dupa 2010. Cresterea medie a cifrei de afaceri pe ultimii 5 ani a scazut pana la doar 2,6%, in cazul profitului fiind vorba chiar de o scadere. Totusi, datele din 2020 nu sunt neaparat cele mai relevante pentru performantele financiare, pandemia COVID fiind in mod normal un eveniment nerecurrent. Luand in calcul doar datele de pana in 2019 situatia este mult mai buna, cresterea medie anuala a cifrei de afaceri pe ultimii 5 ani (2014 – 2019) fiind de

12,1%. Profitul net, pe de alta parte, nu a avut o evolutie la fel de buna, crescand cu doar 3,6% in medie pe an in aceeași perioada.

Diferenta dintre evolutia veniturilor si cea a profitului a fost cauzata in principal de cheltuielile mai mari cu materiile prime. Intre 2014 si 2019 acestea au crescut cu 86%, de la 267,3 mil. RON pana la 497,15 mil. RON, comparativ cu o crestere de doar 76,86% a cifrei de afaceri. Cheltuielile cu materii prime si materiale au de departe cea mai mare pondere in totalul cheltuielilor, aproximativ doua treimi in ultimii ani. Tendinta de scadere a marjei de profit a coincis cu cresterea ponderii vanzarilor catre Delphi, preluata mai apoi de BorgWarner, in cifra de afaceri. In 2014 acesta era al doilea client ca marime, cu 27,2% din cifra de afaceri, dupa Bosch Diesel System, cu 29,5%, in prezent ajungand la ponderi de peste 50%, asa cum am aratat si mai sus.

Marja operationala a scazut de la peste 7% in 2014 si 2015 pana la mai putin de 5% in 2019, in 2020 ajungand chiar mai jos, inasa intr-un context deosebit. Nu pare mult, inasa la marjele mici cu care opereaza Compa orice diferenta conteaza. E greu de spus cat din aceasta scadere a fost determinata de tipul de produse realizate si cat din ea a avut ca motiv puterea de negociere mai mare a acestui client. Oricare ar fi situatia, dependenta fata de un singur client are mai multe dezavantaje decat avantaje. Singurul lucru bun in afara de predictibilitatea veniturilor ar fi posibilitatea ca, la un moment dat, clientul sa ajunga la concluzia ca ar fi mai bine sa cumpere furnizorul. Daca urmarim, inasa, cazul Apple, care prefera sa externalizeze productia de telefoane catre chinezii de la Foxconn fara sa-i cumpere pe acestia, dar storcand in fiecare an marje de profit in plus, probabilitatea ca la Compa sa se intample opusul pare destul de mica.

Un amanunt interesant este ca in perioada 2016-2019 atat oprofitul operational, cat si profitul net au scazut in fiecare an comparativ cu cel dinainte, in timp ce veniturile totale (incluzand variatia stocurilor si pozitia „alte venituri”) au crescut in fiecare an, un argument in plus pentru concluziile de mai sus.

## Bilantul

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Active totale</b>	<b>575.889.892</b>	<b>570.055.005</b>	<b>601.827.973</b>	<b>677.978.102</b>	<b>727.757.030</b>	<b>734.365.856</b>
<b>Active circulante</b>	<b>221.565.655</b>	<b>205.247.670</b>	<b>240.372.763</b>	<b>289.012.546</b>	<b>267.980.730</b>	<b>235.719.119</b>
Numerar si echivalente	15.644.993	2.101.414	2.867.158	3.267.685	8.961.682	2.250.970
Creante	107.112.926	111.293.080	133.013.224	163.532.433	153.592.858	141.823.962
Stocuri	92.083.446	91.830.538	104.492.381	111.661.748	105.426.190	91.644.187
<b>Active imobilizate</b>	<b>354.324.237</b>	<b>364.807.335</b>	<b>361.455.210</b>	<b>388.965.556</b>	<b>459.776.300</b>	<b>498.646.738</b>
Imobilizari corporale	300.848.452	319.906.050	316.829.136	342.155.388	385.488.463	420.652.107
Imobilizari necorporale	4.250.412	3.702.785	3.139.726	3.534.152	7.432.457	8.672.020
Investitii imobiliare	37.335.245	40.269.842	40.561.717	40.768.728	65.494.195	66.242.388
Creante impozit amanat	2.694.491	821.303	807.947	1.720.637	1.167.380	1.734.168
<b>Datorii pe termen scurt</b>	<b>121.720.112</b>	<b>122.041.209</b>	<b>125.641.581</b>	<b>139.962.233</b>	<b>116.904.903</b>	<b>130.475.032</b>
Datorii financiare termen scurt	818.483	612.625	997.497	628.375	5.506.241	12.506.659
Datorii comerciale	103.802.325	106.784.617	107.541.385	121.365.367	93.246.330	97.363.301
Venituri in avans T.S.	5.423.079	3.733.493	3.690.462	5.310.051	5.391.134	6.666.033
Datorii impozite curente	77.659	191.612	190.027	70.885	448.372	328.366
Alte datorii termen scurt	11.598.566	9.733.262	10.481.560	12.587.555	12.312.826	13.610.672
<b>Datorii pe termen lung</b>	<b>126.605.103</b>	<b>78.097.260</b>	<b>67.464.013</b>	<b>93.154.846</b>	<b>131.139.682</b>	<b>110.328.247</b>
Datorii financiare termen lung	91.701.827	47.272.490	40.442.359	60.770.375	96.569.036	80.989.753

Provizioane	135.645	135.645	135.645	135.645	135.645	135.645
Venituri in avans T.L.	34.767.631	30.689.125	26.886.009	32.224.372	34.435.001	29.202.849
<b>Datorii totale</b>	<b>248.325.215</b>	<b>200.138.469</b>	<b>193.105.594</b>	<b>233.117.079</b>	<b>248.044.585</b>	<b>240.803.278</b>
<b>Capital propriu</b>	<b>327.564.677</b>	<b>369.916.536</b>	<b>408.722.379</b>	<b>444.861.023</b>	<b>479.712.445</b>	<b>493.562.578</b>
Atribuibil actionarilor companiei-mama	327.473.810	369.791.620	408.575.150	444.691.550	479.520.397	493.402.729

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Activele si veniturile Compa sunt destul de bine corelate, cifra de afaceri si activele totale avand chiar valori apropiate in majoritatea anilor (cu exceptia lui 2020, cand activitatea a avut de suferit din cauza pandemiei). In perioada 2014-2019, pe care o consideram mai relevanta decat una care ar include anul 2020, activele totale au crescut cu 9,3% in medie pe an, o crestere mai mica decat cea a veniturilor. Cresterea a fost determinata in principal de activele circulante, cu un plus de 13,7% pe an, fata de doar 7,1% anual in cazul activelor imobilizate.

Sursa de finantare a acestei cresteri de active a venit in principal dinspre datoriile financiare, care au crescut cu 16,8% in medie pe an intre 2014 si 2019, in timp ce datoriile comerciale si capitalul propriu au avut cresteri de doar 7,9%, respectiv 7,7% pe an. Per total, datoriile financiare s-au dublat in cei 5 ani, ajungand de la 46,9 mil. RON pana la 102,1 mil. RON. In valoare absoluta, insa, cresterea capitalului propriu a fost mai mare decat cea a datoriilor, ponderea sa in activele totale fiind mult mai mare.

### Indicatori importanti

Indicator (RON)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	1,30	0,56	0,45	0,70	1,10	1,29
Numerar/Active	2,72%	0,37%	0,48%	0,48%	1,23%	0,31%
Datorii totale/Active	43,12%	35,11%	32,09%	34,38%	34,08%	32,79%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	53,97	57,88	77,75	71,94	63,41	59,66
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	1,01	0,93	1,08	1,19	1,32	1,09
Rata curenta	1,82	1,68	1,91	2,06	2,29	1,81
Rata numerarului	0,13	0,02	0,02	0,02	0,08	0,02
Efect de levier	0,76	0,54	0,47	0,65	0,52	0,51
Durata incasare creante (zile)	76,44	65,40	69,01	74,20	83,10	83,66
Durata conversie stocuri (zile)	58,55	55,55	54,35	56,03	60,19	66,15
Durata plata furnizori (zile)	67,89	53,95	37,47	37,47	37,00	45,57
Ciclu conversie numerar (zile)	74,83	71,70	89,62	96,30	109,03	106,98
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	5,94%	9,29%	6,52%	5,66%	4,66%	2,04%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	9,29%	15,08%	9,93%	8,71%	7,46%	3,08%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	0,92	1,13	1,20	1,19	1,05	0,77
Rata de rotatie capital propriu	1,44	1,84	1,82	1,84	1,69	1,16
<b>Profitabilitate</b>						

Marja operationala	7,35%	6,73%	6,13%	5,47%	4,94%	3,30%
Marja neta	6,46%	8,19%	5,44%	4,74%	4,42%	2,66%
Marja EBITDA	11,16%	12,72%	12,27%	10,80%	11,12%	12,70%
Rata efectiva de impozitare	7,67%	3,41%	10,79%	8,87%	2,75%	3,36%

O privire rapida la cei mai importanti indicatori financiari calculati din rezultatele financiare ale Compa scoate in evidenta cateva concluzii pe care le-am mai prezentat si mai sus. Sumarizand, putem spune ca pe cat de bine se prezinta compania pe partea de risc financiar si lichiditate, pe atat de prost sta la capitolul profitabilitate.

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, calcule Prime Transaction

Despre gradul de indatorare si raportul intre datoriile financiare si EBITDA am scris si mai sus, ele fiind printre punctele forte ale emitentului. Cele doua sunt completate de rate de lichiditate confortabile, aproape 2 in cazul lichiditatii curente, calculata ca raport intre activele si pasivele pe termen scurt, si putin peste 1 in cazul lichiditatii rapide, care nu ia in calcul stocurile. Cifrele nu s-au inrautatit in mod semnificativ in perioada pandemiei, ceea ce e un semnal foarte bun referitor la stabilitatea si soliditatea companiei.

Un aspect negativ poate fi nivelul redus de numerar, inasa modelul de business permite functionarea fara probleme si fara resurse mari de numerar, platile de la clienti si cele catre furnizori fiind mai rare decat in alte domenii. Un alt aspect negativ observabil tot la indicatorii de lichiditate este cresterea in timp a ciclului de conversie a numerarului de la ceva mai mult de 70 de zile in 2015 si 2016 pana la 100-110 zile in 2019 si 2020. Acest lucru a avut loc ca urmare a deteriorarii tuturor celor trei componente ale indicatorului. Durata de plata a furnizorilor a scazut, durata de incasare a creantelor de la clienti a crescut, iar durata de conversie a stocurilor a crescut la randul sau. Daca tendinta se mentine in viitor, ea ar putea genera nevoia de indatorare mai mare pe termen scurt, ducand si mai mult in jos profitabilitatea.

Marjele de profit si indicatorii de rentabilitate sunt mici si in scadere, inasa acest lucru se intampla si cu alti emitenti din industrie, mai ales in perioada de pandemie, mai ales daca e vorba de companii mici. La case mai mari lucrurile stau mai bine, cel mai mare client al Compa, BorgWarner, avand in 2020 o marja operationala de 9,06%, dupa ce in anii anteriori a avut in mod constant marje intre 12% si 13%. In mod paradoxal, marja neta a fost tot intre 4% si 9%, la fel ca si la Compa, cu o medie ceva mai mare. Un motiv este structura diferita de finantare, inasa cel mai important motiv este rata efectiva de impozitare de circa 40% a companiei din SUA, Romania fiind practic un paradis fiscal din acest punct de vedere.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Sanok Rubber Company SA	Polonia	1,30	18,48	0,69	0,84	9,49
Scandinavian Brake Systems	Danemarca		-	0,13	1,00	11,72
Shw AG	Germania	1,04	-	0,34	0,58	9,16
Progress-Werk Oberkirch AG	Germania	0,78	-	0,23	0,56	5,26
Haldex	Suedia	1,83	-	0,59	0,79	
Bulten	Suedia	1,51	645,34	0,82	1,05	14,85

Le Belier SA	Franta	1,70	65,04	1,02	1,00	6,67
Delfingen Industry SA	Franta	2,02	43,70	0,75	1,11	7,80
Kendrion NV	Olanda	1,54	78,19	0,85	1,13	8,06
Ad Plastik D.D.	Croatia	0,91	12,56	0,62	0,94	6,49
Rába	Ungaria	0,97	-	0,46	0,73	14,49
<b>Medie (fara valori extreme)</b>		1,36	34,94	0,59	0,88	8,08
Mediana pe intregul sector		1,87	29,61	0,72	0,98	8,24
Compa (CMP)	Romania	0,31	10,78	0,29	0,46	4,29
Pret curent Compa	0,7060 RON					
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		3,0559	2,2885	1,4522	1,3443	1,3309
<b>Medie valoare estimata</b>	<b>1,8944 RON</b>					
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		4,2029	1,9392	1,7708	1,4889	1,3572
Medie valoare estimata	2,1518 RON					

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Emitentii luati in calcul pentru evaluarea pe baza

multiplilor de piata au fost selectati in functie de dimensiune si obiectul de activitate. Este vorba, mai exact, de producatori de piese auto europeni cu cifre de afaceri intre 75 si 500 mil. USD si cu un model de afaceri cat mai apropiat de cel al Compa. Fiind vorba de o piata pe care fiecare participant are o nisa destul de clara pe care activeaza, exista diferente in ceea ce priveste mixul de produse si gradul de specializare. De exemplu, Scandinavian Brake Systems este specializata pe productia de sisteme de franare pentru motociclete, Haldex pe sisteme de tractiune integrala, Bulten pe sisteme de prindere, Le Belier pe piese turnate, iar Raba pe osii, celelalte fiind mai diversificate.

Rezultatele comparatiei arata o subevaluare considerabila pentru actiunile Compa. Nu doar ca pentru fiecare multiplu in parte media este mai mare decat valoarea inregistrata de Compa, dar raportul este in fiecare caz unul foarte mare, intre 1,89:1 in cazul multiplului EV/EBITDA si 4,33:1 pentru P/BV. Diferenta foarte mare inregistrata pentru indicatorul P/BV (pret/capital propriu pe actiune) se justifica prin gradul mic de indatorare al Compa, capitalul propriu utilizat pentru a obtine un anumit rezultat fiind mai mare decat in cazul altor emitenti. De asemenea, in cazul P/E (pret/profit pe actiune) raportul intre media emitentilor similari si valoarea de la Compa este unul destul de mare, un motiv important fiind situatia generala a domeniului in 2020. 5 dintre cei 11 emitenti luati in calcul au avut pierderi anul trecut, iar un al 6-lea a avut doar un profit simbolic. Nici ceilalti nu au dus-o mult mai bine, de aici venind si cresterea foarte mare a mediei multiplului P/E.

Daca multiplii Compa ar fi egali cu cei ai emitentilor similari, pretul actiunii ar fi de peste doua ori si jumatate mai mare decat cel actual. De ce nu sunt, inasa, asa? Mai sus sunt doua dintre explicatii: P/BV e firesc sa fie mai mic, pentru ca rata de indatorare este mica, iar P/E mediu este distorsionat de evenimentele nerecurente din 2020. Acestea explica inasa doar o parte a diferentei, si nu neaparat partea cea mai mare. Explicatia pentru restul diferentei intre pretul de piata si cel ipotetic poate fi gasita la pagina 2 a raportului, in tabelul din stanga jos, pe ultimul rand. Indicele VEKTOR al Compa, o masura a relatiei emitentului cu investitorii, este de doar 2 pe o scara de la 1 la 10. Nu inseamna neaparat ca investitorii se uita la aceasta cifra inainte sa cumpere sau sa vanda actiuni, iar valoarea e probabil usor exagerata, inasa ea scoate in evidenta un aspect pe care l-am mai mentionat si mai sus. Interesul pentru activitatea de zi cu zi pune in umbra atat preocuparea pentru strategii de dezvoltare, cat si pe cea pentru atragerea investitorilor. E posibil sa existe o reticenta din partea conducerii si a actionarilor-salariati fata de „elementele straine” reprezentate de investitorii de pe piata de capital, e la fel de posibil sa fie vorba doar de

un mod diferit de a face lucrurile, insa un lucru e cert: piata ia in considerare opacitatea, lipsa dividendelor si toate celelalte elemente nefavorabile micilor actionari, iar rezultatul este un pret mult sub cel potential sau sub valoarea intrinseca a afacerii.

### Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

#### Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Venituri</b>	<b>550,30</b>	<b>729,14</b>	<b>780,18</b>	<b>834,79</b>	<b>893,23</b>	<b>955,76</b>
Evolutie	-26,74%	32,50%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Cheltuieli operationale	540,00	695,60	725,57	776,36	830,70	888,85
Evolutie	-27,52%	28,81%	4,31%	7,00%	7,00%	7,00%
<b>Profit operational</b>	<b>18,25</b>	<b>33,54</b>	<b>54,61</b>	<b>58,44</b>	<b>62,53</b>	<b>66,90</b>
Evolutie	-51,43%	83,82%	62,83%	7,00%	7,00%	7,00%
Marja operationala	3,32%	4,60%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Rezultat financiar	-3,12	-3,27	-3,44	-3,61	-3,79	-3,98
Evolutie	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Profit net</b>	<b>14,62</b>	<b>27,85</b>	<b>45,55</b>	<b>48,80</b>	<b>52,28</b>	<b>56,00</b>
Evolutie	-56,00%	90,45%	63,56%	7,13%	7,13%	7,13%
Marja neta	2,66%	3,82%	5,84%	5,85%	5,85%	5,86%

Sursa: estimari Prime Transaction

In estimarea valorii companiei pe baza fluxurilor de numerar

viitoare am luat in calcul cateva ipoteze principale, expuse mai jos. Atragem atentia ca nu e vorba de o estimare propriu-zisa a rezultatelor financiare, ci de un scenariu pe care il consideram plauzibil pentru perioada urmatoare.

- In estimarea mai multora dintre indicatorii pentru anul 2021 am luat in considerare Bugetul de Venituri si Cheltuieli publicat recent de companie, ajustand valorile pentru a obtine o estimare a cifrelor la nivel consolidat. Consideram ca valorile din buget sunt realiste, ele putand fi atinse in cazul, foarte probabil de altfel, in care compania va continua sa produca neintrerupt pe tot parcursul anului.
- In cazul veniturilor, pentru perioada 2022-2025 am folosit o rata de crestere anuala apropiata de media din perioada pre-pandemie. Rezultatele concrete vor depinde in mare masura de capacitatea de a gasi surse de venit alternative pe masura ce comenzile de piese pentru motoare diesel se vor diminua.
- Marja operationala estimata dupa 2021 este una destul de optimista, de 7%, apropiata de nivelul atins pana in 2015 si peste cel din prezent. Compania a mai fost la acest nivel de marja operationala, iar viitorul o va forta sa renunte treptat la produsele cu marja mica, pentru ca acestea sunt legate in mare parte de motoarele diesel. Exista, desigur, si posibilitatea ca alternativele gasite de societate la aceste produse sa aduca profituri la fel de mici, sau ca 1-2 clienti mari sa o stranga cu usa in continuare si sa-i scada marjele de profit. In acest caz, valoarea intrinseca rezultata din fluxurile de numerar viitoare ar fi si mai mica, posibil chiar negativa, in functie de cat de mica ar fi profitabilitatea.
- Pentru rezultatul financiar am estimat o crestere anuala de 5%, corespunzatoare necesarului mai mare de finantare generat de activitate si cresterii ratelor de dobanda. Momentan nu ne asteptam la schimbari importante ale mixului de finantare, cel mai probabil datoriile financiare vor ramane cu o pondere destul de mica in activele totale.



- Rata efectiva de impozitare ar urma sa urce la 11%, un nivel apropiat de media istorica. Trebuie luat in calcul faptul ca incepand din 2015 valorile au fost mai mici decat inainte, cel mai probabil ca urmare a reinvestirii profitului, asa ca estimarea de 11% ar putea fi una pesimista.

### Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>30,86</b>	<b>48,61</b>	<b>52,01</b>	<b>55,65</b>	<b>59,54</b>
+ Amortizare	42,72	46,99	51,69	56,86	56,86
- Variatie capital de lucru	8,50	-4,52	7,65	8,18	8,75
- Cheltuieli de capital	49,09	54,00	59,40	59,40	59,40
<b>FCFF</b>	<b>15,98</b>	<b>46,11</b>	<b>36,65</b>	<b>44,92</b>	<b>48,24</b>
<b>WACC</b>	<b>13,48%</b>				
Factor actualizare	1,1333	1,2843	1,4554	1,6493	1,8691
FCFF actualizat	14.100.331	35.905.863	25.180.205	27.236.067	25.811.274
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3,00%
Terminal Value					481.262.718
Terminal Value actualizat	257.484.478				
Enterprise Value	385.718.218				
+ Numerar	2.250.970				
- Datorii	93.496.412				
Equity Value	294.472.776				
Valoare actionari compania mama	294.472.776				
Numar actiuni	218.821.038				
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>1,3457</b>				

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

- Investitii in crestere cu 10% pentru urmatoorii doi ani, dupa scaderea din 2021, apoi o stagnare a lor. Poate parea o varianta prudenta dupa investitiile din ultimii ani, in

datele istorice arata o alternanta intre perioadele cu investitii masive si cele de consolidare, iar o mentinere a nivelului din 2019 si 2020 ar necesita cresterea semnificativa a gradului de indatorare.

- Evolutia amortizarii intr-un ritm asemanator celui al investitiilor.
- Un nivel al capitalului de lucru conectat la cel al veniturilor. Variatia capitalului de lucru a fost inconstanta, cu cresteri si scaderi destul de mari de la un an la altul, iar estimarea ia in calcul o tendinta pe termen mai lung. Evident, aceasta inconstanta face ca si estimarea sa aiba o marja de eroare mai mare.

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>16,27%</b>
➤ Rata fara risc	3,14%
➤ Prima de risc a pietei	14,92%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,87%
○ Randament mediu titluri de stat 10 ani	3,95%
➤ Beta (2 ani)	0,88
<b>Costul datoriilor</b>	<b>4,5%</b>
Pondere capital propriu	75%
Pondere datorii	25%
<b>WACC</b>	<b>13,33%</b>

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 13,33%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 16,27%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 3,14%, egala cu randamentul titlurilor de stat romanesti la 10 ani
    - Prima de risc a pietei de 14,92%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si media randamentelor titlurilor de stat la 10 ani pe aceeasi perioada (calculule sunt realizate la 25 martie)
    - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,88, calculat pentru ultimii 2 ani.
  - Costul datoriilor de 4,5%. Este o valoare care ia in calcul pe de o parte ratele de dobanda actuale, iar pe de alta parte foarte probabila lor crestere in anii urmatiori.
  - Ponderea capitalului propriu de 75% si a datoriilor de 25% in mixul de finantare. In momentul de fata raportul este mai mare in favoarea capitalului propriu, insa tendinta este una de scadere a acestui raport.

**Rezultatul este o valoare intrinseca estimata de 1,3457 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Este o valoare mai mica decat cea rezultata prin comparatia multiplilor de piata cu cei ai emitentilor similari. Una dintre explicatii este structura disproportionata a pasivelor, cu un accent foarte puternic pe capitalul propriu. Intr-o perioada precum cea in care ne aflam acum, cu dobanzi foarte mici si prime de risc foarte mari pentru piata de capital, raportul intre costul capitalului propriu si cel al capitalului imprumutat este mai mare, iar predilectia pentru finantarea din fonduri proprii duce la o evaluare mai mica. Trebuie avute in vedere marjele de eroare mai mare ale unora dintre estimarile de mai sus, dar si faptul ca investitiile au o pondere foarte mare in fluxurile de numerar, fapt care face ca rezultatul evaluarii sa fie mai sensibil la evolutia lor.**

**Luand in calcul ambele tipuri de evaluare, rezulta o valoare medie de 1,6200 lei/actiune, cu 119,5% mai mare decat pretul de 0,7060 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 8 aprilie. Aceasta nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, in conditiile detaliate mai sus. Ea este dependenta de confirmarea sau nu a ipotezelor luate in calcul. Pretul de piata este influentat de mai multi factori decat valoarea intrinseca a emitentului, asa ca nici confirmarea tuturor ipotezelor nu inseamna neaparat o convergenta a pretului de piata spre valoarea intrinseca.**

Departament analiza,

Marius Pandeles

*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!  
Cum?*

### **Raportul săptămânal**

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

### **Editoriale**

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

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

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

### **Newsletter Prime Transaction**

Fii conectat cu piața bursieră, primind informații relevante. Dacă dorești să primești știri importante, analize de piață, opinii ale specialiștilor noștri și multe alte resurse pentru a înțelege piața bursieră sau pentru a creiona strategii de investiții [inscrie-te](#) la newsletter-ul nostru



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

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

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

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

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

### 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. La momentul redactarii acestui material de analiza SSIF Prime Transaction detinea actiuni ale Compa Sibiu S.A.

SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul asupra riscurilor inerente tranzactiilor cu instrumente financiare, incluzand, fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. 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. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor 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. 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.

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.

Acest raport a fost intocmit in contextul derularii de catre BVB a unui Program de promovare cu scopul imbunatatirii vizibilitatii societatilor listate la bursa si accesul investitorilor la informatii fundamentale de calitate. Prime Transaction declara ca acest raport nu a fost comunicat pentru consultarea emitentului la care se refera in mod direct sau indirect.

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in instrumentele financiare care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport.
2. nici o parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau nu va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro), la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. 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.

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



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

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

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

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