



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

## Raport de analiza Compa SA – Update

### Sumar:

- Pretul actiunii CMP a avut o crestere mare in anul care a trecut de la ultimul material, cea mai mare parte a cresterii fiind concentrata in intr-o perioada scurta, in luna noiembrie.
- Cel mai important eveniment din aceasta perioada a fost propunerea de divizare a companiei, publicata chiar in luna noiembrie. Stirea a provocat mai intai entuziasm in piata, apoi dezamagire, dupa ce a fost publicat si pretul de retragere din firma.
- Rezultatele financiare s-au imbunatatit in 2023, dupa ce in anul anterior ajunsesera la un nivel foarte slab. Ultimul trimestru al anului a fost, inasa, unul sub asteptari, cu o pierdere neta in crestere comparativ cu T4 2022.
- Ambele metode de evaluare utilizate au avut ca rezultat valori mai mari decat in materialul din aprilie 2023. In cazul evaluarii prin metoda comparatiei multiplilor de piata, cresterea a venit de la imbunatatirea indicatorilor de profitabilitate ai companiei. In cazul evaluarii prin metoda DCF cresterea a venit in principal de la ajustarea estimarilor privind costurile de capital, pe care si noi, la fel ca si compania, le-am vazut la un nivel mai mare decat cel la care au ajuns in cele din urma. O parte a estimarilor raman intr-o zona destul de pesimista, asa ca e posibil ca performantele economice ale emitentului sa justifice o evaluare mai mare in viitor.

Valoare intrinseca  
estimata (lei/actiune)

**1,1079**

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

### Date bursiere

Indicator	Valoare
Pret inchidere 12.04.2024	0,7080
Capitalizare (RON)	154.925.295
Variatie pret YTD	-5,09%
➤ Relativ la BET	-13,59%
Variatie pret 1 luna	-2,75%
Variatie pret 12 luni	49,79%
➤ Relativ la BET	+10,33%
Maxim 52 saptamani	0,9220
Minim 52 saptamani	0,4450
Valoare medie tranzactii 60 zile	34.716 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

In anul care a trecut de la publicarea ultimului update pentru Compa, pretul actiunilor a crescut cu aproape 50%, cea mai mare parte a cresterii avand loc in luna noiembrie, atunci cand a aparut stirea privind intentia de divizare a activitatii imobiliare de cea de productie.

Pretul actiunii a ajuns pana la un maxim intraday de 0,93 lei pe 20 noiembrie, dublu fata de cel la care se tranzactiona

in luna iunie. Ulterior, dupa ce a fost publicat proiectul de divizare, pretul actiunii CMP a scazut cu circa 25%, stabilizandu-se in cele din urma putin peste 0,7 lei dupa ce in luna ianuarie a fost suspendata implementarea deciziei CA privind divizarea.

Published on TradingView.com, April 14, 2024 13:59:37 EEST  
BVB:CHP, D O:0,7100 H:0,7100 L:0,7020 C:0,7080



TradingView

Sursa: BVB

Rezultatele financiare, care au fost in final sub asteptarile pe care si le stabilise compania prin Bugetul de Venituri si Cheltuieli publicat anul trecut, au avut un rol secundar in evolutia cotatei, aceasta fiind determinata in mod covarsitor de stirile legate de posibila divizare a companiei, mai intai in sens pozitiv, apoi in sens negativ, dupa ce evaluarea din proiectul de divizare s-a dovedit a fi cu mult sub asteptarile actionarilor mai mici.

Indice	Pondere
BET Plus	0,15%

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	2932
Medie tranzactii 60 zile	34.715,51 RON

Sursa: BVB, Prime Analyzer

Actionar	Numar actiuni	Procent
<b>Insideri, dintre care</b>	<b>84.501.139</b>	<b>38,62%</b>
Deac Ioan	42.555.887	19,45%
Dumitrescu Mihaela	41.945.252	19,17%
<b>Institutionali, dintre care:</b>	<b>33.028.610</b>	<b>15,09%</b>
NN Pensii Pilon 2	15.568.723	7,11%
Carpathia Pensii Pilon 2	14.105.951	6,45%
Transilvania Investments Alliance	3.353.936	1,53%
<b>Free float total</b>	<b>134.319.899</b>	<b>61,38%</b>

Sursa: EquityRT, BVB, raportari fonduri

Printre evenimentele mai importante care au avut loc de la publicarea materialului precedent, in aprilie 2023, se numara:

#### Consiliul de administratie

Nume	Funcctie
Ioan Deac	Presedinte
Mihaela Dumitrescu	Vicepresedinte
Nicolae Baltas	Membru
Vlad-Nicolae Neacsu	Membru
Mircea-Florin Maxim	Membru

Sursa: Compa

- Pe 10 noiembrie 2023 a fost publicat un prim comunicat prin care investitorii erau anuntati ca a fost aprobata mandatarea conducerii in vederea pregatirii unei eventuale divizari a activitatii imobiliare de cea de productie. Pe 22 noiembrie a fost numit un evaluator, iar pe 21 decembrie a fost publicata decizia CA prin care a fost aprobat proiectul de fuziune, publicat pe site-ul companiei. Pretul de retragere la care investitorii care nu erau de acord cu divizarea ar fi avut dreptul sa-si vanda actiunile catre Compa era de doar 0,6001 lei pe actiune, rezultat in urma unui raport de evaluare care nu a fost publicat de companie. La acest nivel, pretul de retragere era cu 31,65% mai mic decat ultimul pret de piata anterior publicarii proiectului de divizare si cu circa 75% mai mic decat valoarea contabila a actiunilor. Pe 11 ianuarie a fost anuntata intreruperea deciziei CA privind divizarea, „in vederea unei reanalizari a aspectelor ce tin de operatiunea propusa, inclusiv din perspectiva elementelor de evaluare”. Dupa acel moment nu a mai fost publicata nicio informatie in legatura cu proiectul de divizare, acesta nefiind nici anulat, dar nici modificat sau trimis catre AGA pentru a fi votat.
- Pe 22 octombrie a incetat mandatul fostului vicepresedinte CA si al doilea actionar ca numar de actiuni, Ioan Miclea, ca urmare a decesului acestuia. Actiunile detinute de el au fost mostenite de Mihaela Dumitrescu, anterior director economic al companiei, care a devenit si vicepresedinte CA.
- Pe 7 martie a fost convocata Adunarea Generala a Actionarilor pentru data de 25 aprilie, in cadrul acesteia urmand sa fie votata distribuirea unui dividend brut de 0,00705 lei pe actiune, cu un randament de aproape 1% raportat la pretul de piata din prezent. Rata de distribuire a profitului catre dividende este de 20% din profitul individual, acelasi nivel la care a fost si in ultimii 3 ani.
- Bugetul de Venituri si Cheltuieli pentru 2024, inclus in materialele informative pentru AGA, este mult mai pesimist decat anul trecut, indicand de data aceasta o scadere a profitului net de la 7,68 mil. RON in 2023 pana la 4,21 mil. RON. Anul trecut, bugetul prevedea o crestere a profitului net de la 2,51 mil. RON in 2022 pana la 20,16 mil. RON in 2023, in cele din urma estimarea dovedindu-se una mult prea optimista. Fiind vorba doar despre o estimare care nu angajeaza in niciun fel compania, o putem privi si prin prisma situatiei recente legate de proiectul de divizare, o abordare mai pesimista putand justifica evaluarea destul de mica din acest proiect.

### Analiza rezultatelor financiare pentru T4 2023

Indicator (RON)	T4 2023	T4 2022	Evolutie T4	2023	2022	Evolutie anuala
<b>Venituri</b>	<b>170.204.763</b>	<b>184.165.936</b>	<b>-7,58%</b>	<b>767.200.685</b>	<b>737.001.238</b>	4,10%
Alte venituri	3.165.331	3.040.287	<b>4,11%</b>	13.535.772	14.057.849	-3,71%
<b>Total venituri</b>	<b>173.370.094</b>	<b>187.206.223</b>	<b>-7,39%</b>	<b>780.736.457</b>	<b>751.059.087</b>	3,95%
Variatia stocurilor	2.008.266	-577.211	<b>-447,93%</b>	-7.518.811	-5.827.912	29,01%

Materii prime si consumabile	-108.777.246	-119.649.521	<b>-9,09%</b>	-478.633.865	-483.762.954	-1,06%
Cheltuieli cu personalul	-44.730.600	-41.366.907	<b>8,13%</b>	-173.383.416	-156.275.015	10,95%
Amortizare si depreciere	-15.039.513	-11.705.107	<b>28,49%</b>	-54.570.295	-47.282.721	15,41%
Servicii prestate de terti	-9.586.094	-10.226.410	<b>-6,26%</b>	-40.308.108	-42.317.193	-4,75%
Alte cheltuieli	688.198	-2.197.008	<b>-131,32%</b>	-12.984.309	-8.958.256	44,94%
<b>Total cheltuieli</b>	<b>-175.436.989</b>	<b>-185.722.164</b>	<b>-5,54%</b>	<b>-767.398.804</b>	<b>-744.424.051</b>	3,09%
<b>Rezultat operational</b>	<b>-2.066.895</b>	<b>1.484.059</b>	<b>-239,27%</b>	<b>13.337.653</b>	<b>6.635.036</b>	101,02%
Rezultat financiar net	-1.110.000	-954.422	<b>16,30%</b>	-4.200.988	-2.798.803	50,10%
<b>Profit brut</b>	<b>-3.176.895</b>	<b>529.636</b>	<b>-699,83%</b>	<b>9.136.665</b>	<b>3.836.233</b>	138,17%
Impozit pe profit	638.609	-749.367	<b>-185,22%</b>	-1.461.275	-1.325.639	10,23%
<b>Profit net</b>	<b>-2.538.286</b>	<b>-219.731</b>	<b>1055,18%</b>	<b>7.675.390</b>	<b>2.510.594</b>	205,72%

Sursa: raportari companie, calcule Prime Transaction

Dupa ce in primele noua luni ale anului a reusit sa-si imbunatateasca rezultatele comparativ cu perioada similara din 2022, in T4 Compa nu a mai mers in aceeasi directie, raportand o pierdere trimestriala neta de 2,54 mil. RON, in crestere de la 220 mii RON in perioada similara a anului anterior.

Veniturile au avut o scadere trimestriala de 7,58%, de la 184,17 mil. RON in T4 2022 pana la 170,2 mil. RON in T4 2023. Veniturile din vanzarea produselor finite, care au avut in 2023 o pondere de 95,7% in veniturile totale ale companiei, au scazut in T4 cu 10,41%, de la 180,68 mil. RON la 161,87 mil. RON, aceasta scadere fiind compensata partial de veniturile din alte activitati (chirii, vanzari de materiale, deseuri, semifabricate, ambalaje), in crestere de la 302 mii RON in T4 2022 pana la 6,36 mil. RON in T4 2023.

Variatia stocurilor a avut la randul sau o influenta pozitiva, ajungand de la o cheltuiala neta de 577 mii RON la un venit net de 2,01 mil. RON. Veniturile nete de variatia stocurilor au avut o scadere de 6,2%, de la 183,59 mil. RON la 172,21 mil. RON la nivel trimestrial. Evolutia veniturilor a fost una de sens opus fata de primele noua luni ale anului, atunci cand crescusera cu 7,99%, iar veniturile nete de variatia stocurilor au crescut cu 7,28%.

Cea mai importanta categorie de cheltuieli, cea cu materiile prime si materialele consumabile, a mers in aceeasi directie cu veniturile, scazand cu 9,09%, de la 119,65 mil. RON la 108,78 mil. RON. Cheltuielile cu personalul, a doua categorie ca dimensiune, au avut o evolutie diferita, crescand cu 8,13%, de la 41,37 mil. RON la 44,73 mil. RON.

La nivel anual, ponderea cheltuielilor cu materii prime si materiale in totalul cheltuielilor a scazut de la 64,98% in 2022 pana la 62,37%, concomitent cu o crestere a ponderii cheltuielilor cu personalul de la 20,99% la 22,59%. Impreuna, cele doua au acoperit anul trecut 84,96% din totalul cheltuielilor, in scadere de la 85,98% in anul anterior.

Cheltuielile cu amortizarea si deprecierea au crescut la randul lor cu 28,49%, cea mai mare crestere procentuala dintre toate cheltuielile operationale, un rezultat al efortului investitional din perioada recenta. Pozitia „Alte cheltuieli” a mers in directia opusa, cu o trecere de la o cheltuiala neta de 2,2 mil. RON in T4 2022 la un venit net de 688 mii RON in T4 2023, insa aici nu exista informatii care sa explice evolutia.

Scaderea veniturilor a dus rezultatul operational de la un profit de 1,48 mil. RON in T4 2022 la o pierdere de 2,07 mil. RON in T4 2023. Pe intregul an rezultatul operational nu doar ca a ramas pozitiv, dar chiar s-a dublat comparativ cu 2022, de la 6,64 mil. RON la 13,34 mil. RON. Totusi, anul 2022 nu este chiar un benchmark relevant, fiind cel mai slab din perioada 2005-2023, pentru care avem date disponibile, in ceea ce priveste rezultatul operational al Compa.

Trecerea impozitului pe profit de la o cheltuiala neta de 749 mii RON la un venit net de 639 mii RON a facut ca rezultatul net sa aiba o evolutie ceva mai buna in termeni nominali decat cea a rezultatului operational. Mai exact, pierderea neta a companiei a crescut cu 2,32 mil. RON, de la 220 mii RON in T4 2022 la 2,54 mil. RON in T4 2023. Si in acest caz, rezultatul pe intregul an a ramas pe plus, ajungand la 7,68 mil. RON, in crestere cu 205,72% de la 2,51 mil. RON. Nici pentru profitul net anul 2022 nu a fost unul de referinta, fiind al 3-lea cel mai slab din perioada pentru care avem date disponibile.

Per total rezultatele trimestriale au fost unele slabe, cu atat mai mult cu cat ele veneau dupa o perioada de imbunatatire comparativ cu anul anterior. Rezultatul net a fost mult mai slab decat cel din Bugetul de Venituri si Cheltuieli pentru 2023, de 20,16 mil. RON. Cel din urma parea optimist inca de cand a fost publicat, insa era posibil sa vedem cel putin un nivel al profitului mai apropiat de cel bugetat in cazul in care ultimul trimestru din an ar fi urmat aceeasi tendinta ca primele noua luni.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	0,70	1,10	1,29	1,56	2,10	0,86
Numerar/Active	0,48%	1,23%	0,31%	1,77%	1,30%	0,08%
Datorii totale/Active	34,38%	34,08%	32,87%	37,15%	37,79%	27,42%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	83,17	84,58	70,53	65,85	53,84	61,07
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	1,19	1,32	1,08	1,02	1,06	1,15
Rata curenta	2,06	2,29	1,80	2,00	1,96	2,03
Rata numerarului	0,02	0,08	0,02	0,09	0,06	0,00
Efect de levier	0,65	0,52	0,49	0,59	0,61	0,38
Durata incasare creante (zile)	74,20	83,10	83,66	75,66	78,60	78,29
Durata conversie stocuri (zile)	55,77	59,31	66,52	59,21	70,24	61,48
Durata plata furnizori (zile)	37,30	36,46	45,83	56,94	57,63	57,10
Ciclu conversie numerar (zile)	92,67	105,95	104,35	77,93	91,21	82,67
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	5,66%	4,66%	1,96%	1,94%	0,16%	0,99%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	8,71%	7,46%	2,93%	3,00%	0,26%	1,52%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	1,19	1,05	0,77	0,94	0,94	1,01
Rata de rotatie capital propriu	1,84	1,69	1,15	1,45	1,50	1,55
<b>Profitabilitate</b>						
Marja operationala	4,73%	2,04%	2,90%	1,51%	2,78%	4,33%
Marja neta	4,74%	4,42%	2,56%	2,07%	0,17%	0,98%
Marja EBITDA	10,99%	11,26%	12,82%	9,06%	7,13%	7,82%
Rata efectiva de impozitare	8,87%	2,75%	7,28%	16,98%	51,51%	15,99%

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, calcule Prime Transaction

### Risc financiar

Riscul financiar este unul relativ redus in cazul Compa, datoriile financiare nefiind niciodata unele care sa poata pune probleme. In 2023 raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA a ajuns subunitar, la 0,86, dupa ce in precedentii 4 ani fusese supraunitar. La randul sau, raportul intre datoriile totale, incluzandu-le si pe cele nefinanciare, si active a scazut cu ceva mai mult de 10% fata de anul anterior, pana la 27,42%, un minim al ultimilor 6 ani.

### Lichiditate

Indicatorii de lichiditate s-au imbunatatit usor fata de 2022, insa diferentele au fost in general unele mai degraba simbolice. Rata rapida si cea curenta au avut o stabilitate foarte mare in timp, prima dintre ele ramanand putin peste 1, iar cea de-a doua in jurul valorii de 2, cu variatii mici intre minime si maxime. Ciclul de conversie a numerarului a scazut pana la 82,67 de zile, aproape de nivelul minim inregistrat in anul 2021, scaderea venind de la durata mai mica de conversie a stocurilor. Cu cat este mai mic, cu atat presiunea pe lichiditatile companiei este si ea mai mica, banii cheltuiti pe materiile prime intorcandu-se mai rapid inapoi sub forma veniturilor de la clienti.

### Eficienta operationala

Cei doi indicatori din aceasta categorie au cunoscut o imbunatatire comparativ cu anul anterior. Rata de rotatie a activelor a ajuns supraunitara dupa trei ani in care fusese mai mica de 1, in timp ce rata de rotatie a capitalului propriu a crescut usor, fiind la randul sau la un maxim al ultimilor 4 ani.

### Rentabilitate si profitabilitate

In comparatie cu un an foarte slab, asa cum a fost 2022, era normal ca indicatorii de rentabilitate si cei de profitabilitate sa se aprecieze, chiar daca nici in 2023 nu am vazut niste rezultate apropiate de cele cu care eram obisnuiti in trecut. Daca luam in calcul Bugetul de Venituri si Cheltuieli publicat recent de companie, anul 2023 ar fi urmat de un an mai slab, in care acesti indicatori ar putea ajunge din nou aproape de minimele inregistrate in 2022.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

Companie	Tara	P/BV	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA
Sanok Rubber Company SA	Polonia	1,09	9,28	0,48	0,52	5,26
Scandinavian Brake Systems	Danemarca	1,91				
Progress-Werk Oberkirch AG	Germania	0,62	7,39	0,18	0,37	2,83
Bulten	Suedia	0,81	14,97	0,27	0,52	7,06
Delfingen Industry SA	Franta	0,66	7,59	2,78	7,07	7,51
Kendrion NV	Olanda	1,2	21,29	0,41	0,69	5,09
Ad Plastik D.D.	Croatia		2,86	0,06	0,44	10,44
Rába	Ungaria	0,75	15,6	0,25	0,42	8,35
<b>Medie (fara valori extreme)</b>		<b>1,01</b>	<b>12,69</b>	<b>0,35</b>	<b>0,49</b>	<b>6,02</b>
Mediana pe intregul sector		1,12	13,99	0,4	0,63	5,14

Compa (CMP)	Romania	0,31	20,69	0,20	0,27	3,40
Pret curent Compa	0,7080 RON					
Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare		2,2969	0,4451	1,2479	1,2936	1,2529
Medie valoare estimata	1,3073 RON					
<b>Medie ajustata valoare estimata</b>	<b>1,0599 RON</b>					
Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector		2,5579	0,4908	1,4160	1,6520	1,0703
Medie valoare estimata	1,4374 RON					

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Rezultatele mult imbunatatite din 2023 comparativ cu anul anterior au facut ca evaluarea prin metoda comparatiei multiplilor de piata sa aiba la randul sau un rezultat in crestere. Mediile fara extreme ale multiplilor au ramas in aceeasi zona, crescand intr-un singur caz (pentru EV/EBITDA) si avand scaderi usoare pentru ceilalti patru multipli.

Am preferat sa scoatem si de aceasta data din calcul multiplul P/BV, care are o valoare foarte mica la Compa din cauza acumularii profiturilor pe o perioada foarte lunga si reinvestirii acestora cu o rentabilitate foarte scazuta. In lipsa acestuia, media valorilor rezultate din comparatia celorlalti 4 multipli a crescut cu 1,37% fata de update-ul anterior, realizat in urma cu un an.

Pentru 3 din cei 4 multipli ramasi in calcul valoarea rezultata din comparatie a crescut destul de mult, in timp ce pentru al 4-lea a scazut usor. Cele mai mari cresteri au fost in cazul multiplilor raportati la profit, P/E si EV/EBITDA, in conditiile in care profitul din anul 2022 al companiei a fost unul foarte mic. Nici in 2023 nu am putut vedea un nivel mare al profitului daca luam in considerare standardele istorice, insa acesta a avut oricum o crestere importanta.

Comparativ cu pretul de piata al actiunii, valoarea rezultata din comparatia multiplilor de piata este cu 49,7% mai mare, diferenta fiind in scadere de la 62,48% in urma cu un an. Trebuie avut in vedere faptul ca in luna noiembrie pretul actiunii a crescut accelerat in contextul anuntului privind posibila divizare, acesta fiind principalul motiv pentru care diferenta intre evaluarea prin metoda multiplilor si pretul actiunii este mai mica.

Daca luam in considerare si cel de-al 5-lea multiplu, P/BV, valoarea estimata ar ajunge la 1,3073 lei pe actiune, cu 84,64% peste pretul de piata al actiunii. In cazul comparatiei cu medianele multiplilor pentru emitentii europeni din intregul sector al producatorilor de piese auto, valoarea medie rezultata este de 1,4374 lei pe actiune, cu 103,02% mai mare decat pretul de inchidere al CMP din 12 aprilie.

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

#### Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2023	2024e	2024e	2026e	2027e	2028e
<b>Venituri operationale</b>	<b>780,74</b>	<b>661,40</b>	<b>694,46</b>	<b>729,19</b>	<b>765,65</b>	<b>803,93</b>
Evolutie	3,95%	-15,29%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Cheltuieli operationale	-767,40	-655,82	-682,66	-707,31	-735,02	-763,73

Evolutie	3,09%	-14,54%	4,09%	3,61%	7,00%	7,00%
<b>Profit operational</b>	<b>13,34</b>	<b>5,58</b>	<b>11,81</b>	<b>21,88</b>	<b>30,63</b>	<b>40,20</b>
Evolutie	101,02%	-58,18%	111,64%	85,29%	40,00%	31,25%
Marja operationala	1,71%	0,84%	1,70%	3,00%	4,00%	5,00%
Rezultat financiar	-4,20	5,09	-4,62	-4,85	-5,09	-5,35
Evolutie	50,10%	-90,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Profit net</b>	<b>7,68</b>	<b>4,21</b>	<b>6,04</b>	<b>14,30</b>	<b>21,45</b>	<b>29,27</b>
Evolutie	205,72%	-45,18%	43,44%	136,94%	49,98%	36,49%
Marja neta	0,98%	0,64%	0,87%	1,96%	2,80%	3,64%

Sursa: estimari Prime Transaction

Desi am estimat un profit net mai mic decat cel care aparea in Bugetul de Venituri si Cheltuieli pe anul 2023, in realitate al a fost mai mic si decat estimarile noastre. Mai mult decat atat, bugetul publicat recent pentru 2024 include o scadere in 2024 comparativ cu anul anterior. Consideram ca de data aceasta compania a ajuns in extrema cealalta, publicand un buget pesimist, insa pentru anul in curs am luat in calcul realizarea cifrelor bugetate, chiar daca sunt pesimiste.

Mai jos sunt principalele diferente fata de estimarile din materialul anterior:

- Crestere a veniturilor de 5% pentru anii urmatori, comparativ cu 6% anterior. In conditiile in care pentru 2024 compania a bugetat o scadere cu circa 15% a veniturilor, ar insemna ca nivelul din 2023 va fi depasit de-abia in anul 2028. E posibil sa se dovedeasca o estimare pesimista.
- Revenire mai lenta a marjei operationale catre nivelul de 5%, acesta urmand sa fie atins in anul 2028, si nu in 2024, asa cum estimam anterior. Din 2014 pana in 2022 marja operationala a scazut in fiecare an, de la 7,5% ajungand la 0,88%. Totusi, in anul 2019, inaintea pandemiei, ea ajunsese la 5%, un nivel care consideram ca poate fi atins din nou in viitor.
- Crestere mai lenta a profitului net si a marjei nete.
- Cheltuieli de capital in scadere pana la nivelul indicat in BVC, apoi in crestere usoara incepand din 2026. In trecut Compa avea cheltuieli mari de capital, insa incepand din 2021 acestea au scazut abrupt de la un an la altul, ajungand in 2023 la doar 21,33% din nivelul din 2020. Pentru 2023 am estimat o revenire a cheltuielilor de capital la un nivel ridicat, insa s-a dovedit a fi o estimare eronata, iar din bugetul pentru acest an rezulta ca intentia este de reducere in continuare a investitiilor, asa ca am ajustat estimarile in mod corespunzator.
- Amortizare in scadere pana in 2026, ca urmare a reducerii investitiilor, si in stagnare ulterior. Neavand acces la informatii detaliate e mai greu sa estimam intarzierea cu care investitiile mai mici se vor transpune in cheltuieli mai mici cu amortizarea, asa ca e posibil sa vedem in realitate o scadere mai rapida a acestora sau, dimpotriva, una mai lenta.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) in crestere de la 14,49% la 18,67%, ca urmare a cresterii primei de risc si a volatilitatii pretului actiunii in raport cu piata, dar si ca urmare a cresterii ponderii capitalului propriu in mixul de finantare.

Alte ipoteze pe care ne bazam au ramas neschimbate:

- Marje de profit operational si net in urcare pana la nivelul dinainte de pandemie, stabilizandu-se la circa 5%, respectiv 4%.
- Crestere anuala de 5% pentru pierderea financiara, corespunzatoare necesarului mai mare de finantare generat de activitate si cresterii ratelor de dobanda.



- Rata efectiva de impozitare de 12%, sub rata nominala a impozitului pe profit, inasa in linie cu valorile istorice.

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>2,20</b>	<b>10,39</b>	<b>19,25</b>	<b>26,95</b>	<b>35,37</b>
+ Amortizare	43,66	41,47	39,40	39,40	39,40
- Variatie capital de lucru	-24,83	5,29	5,56	-9,48	5,36
- Cheltuieli de capital	14,30	14,30	15,02	15,77	16,56
<b>FCFF</b>	<b>56,38</b>	<b>32,27</b>	<b>38,08</b>	<b>60,06</b>	<b>52,86</b>
<b>WACC</b>	<b>18,67%</b>				
Factor actualizare	1,1400	1,3529	1,6055	1,9053	2,2611
FCFF actualizat	49,45	23,85	23,72	31,52	23,38
Rata de crestere in perpetuitate (g)					3,00%
Terminal Value					347,38
Terminal Value actualizat	153,63				
Enterprise Value	305,55				
+ Numerar	0,54				
- Datorii	53,15				
Equity Value	252,95				
Numar actiuni	218.821.039				
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>1,1560</b>				

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

- Un nivel al capitalului de lucru conectat la cel al veniturilor.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 18,67%, influentat de:

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 20,56%, influentat la randul sau de:

- Rata fara risc de 6,24%, egala cu randamentul titlurilor de stat romanesti pe 5 ani.
- Prima de risc a pietei de 11,88%, calculata ca diferenta intre media pe ultimii 2 ani a randamentului anualizat pe 5 ani al indicelui BET-TR si rata fara risc.
- Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,79, calculat pentru ultimii 2 ani.

- Costul datoriilor de 8%.

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>20,56%</b>
➤ Rata fara risc	6,24%
➤ Prima de risc a pietei	11,88%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,12%
○ Rata fara risc	6,24%
➤ Beta (2 ani)	0,79
<b>Costul datoriilor</b>	<b>8,00%</b>
Pondere capital propriu	85%
Pondere datorii	15%
<b>WACC</b>	<b>18,67%</b>

Sursa: estimari Prime Transaction

- Ponderea capitalului propriu de 85% si a datoriilor de 15% in mixul de finantare. Anterior ponderile erau de 75% si 25%, insa intre timp datoriile financiare au scazut circa jumatate.

Rezultatul este o valoare intrinseca estimata de 1,1560 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Valoarea este cu 61,34% mai mare decat cea din aprilie 2023 si cu 63,28% mai mare decat pretul de piata al actiunii. Spre deosebire de materialul anterior, de data aceasta valoarea estimata prin metoda DCF este mai mare decat cea estimata prin metoda comparatiei multiplilor de piata.

Cel mai important motiv al cresterii valorii rezultate prin metoda DCF este ajustarea estimarilor privind costurile de capital, care au fost estimate anterior la un nivel care s-a dovedit a fi nerealist. Aici trebuie precizat faptul ca nici compania nu a avut niste estimari foarte apropiate de realitate, planul de investitii pe 2023 prevazand o suma de 2,5 ori mai mare decat cea realizata in final. Daca estimarea anterioara ar fi fost corecta, valoarea intrinseca a actiunii calculata prin aceasta metoda ar fi fost mult mai mare. Prin urmare, nu vorbim despre o crestere a valorii acum, ci despre o reasezare mai aproape de un nivel la care ar fi fost deja din urma cu un an.

Luand in calcul ambele tipuri de evaluare, rezulta o valoare medie de 1,1079 lei/actiune, cu 48,89% mai mare decat cea din raportul anterior si cu 56,48% mai mare decat pretul de inchidere din data de 12 aprilie. Cresterea procentuala a valorii intrinsece estimate este foarte apropiata de cea a pretului de piata al actiunii, acesta apreciindu-se cu 49,05% intre 13 aprilie 2023 si 12 aprilie 2024.

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 Pandelescu

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

### **Rapoarte zilnice**

Dimineata și seara îți trimitem stiriile „calde” din piața, ultimele informații cu impact asupra pieței bursiere. Morning Brief și Raportul Zilnic reprezintă legătura ta directă cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce stiri 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, trenduri 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, Stiriile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul 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 sau ar putea contine 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 tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor 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](http://www.primet.ro), la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. 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 delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



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)