



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

Update raport de analiza DN Agrar Group

Sumar:

- Pretul de piata al actiunii DN Agrar a avut o tendinta de crestere in ultimele 6 luni, insa aceasta s-a materializat in principal la inceputul anului, ulterior evolutia fiind una laterala.
- Cele mai importante stiri din ultimele luni se refera la extinderea finantarilor bancare pentru a asigura dezvoltarea fermelor operate in prezent si constructia fermei de la Straja.
- Rezultatele financiare din T4 2023 si T1 2024 au fost mai slabe decat cele din perioadele similare din 2022 si 2023, la acest lucru contribuind in mare parte efectul de baza fata de perioada in care pretul laptelui in Romania a ajuns la maximele istorice.
- Indicatorii de profitabilitate si rentabilitate au scazut comparativ cu cei din ultimul material, realizat in luna decembrie, in timp ce indicatorii de lichiditate si risc financiar au ramas intr-o zona confortabila.
- Atat evaluarea prin metoda comparatiei multiplilor de piata, cat si evaluarea prin metoda fluxurilor de numerar actualizate (DCF) au returnat valori mai mari atat fata de materialul din decembrie, cat si fata de pretul de piata. Diferentele fata de materialul anterior sunt, insa, unele mici, iar comparativ cu pretul de piata, media celor doua valori este mai apropiata de acesta acum decat in trecut.

Valoare intrinseca
 estimata
 (RON/actiune)

1,8074

Departamentul Analiza
 +4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Indicator	Valoare
Pret inchidere 21.06.2024	1,6450
Capitalizare	261.709.998,48
Variatie pret YTD	28,52%
Variatie pret 1 luna	5,11%
Variatie pret 12 luni*	127,21%
Maxim 52 saptamani*	1,6800
Minim 52 saptamani*	0,7060
Valoare medie tranzactii 60 zile	144.989,00 RON

Sursa: 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

Pretul actiunilor DN Agrar a continuat sa creasca fata de momentul celui mai recent update, insa cresterea a avut loc doar in primele doua luni, ulterior cotatia avand o evolutie mai degraba laterala. In prezent pretul actiunii este mai mult decat dublu fata de cel din urma cu 12 luni.

Published on TradingView.com, June 23, 2024 17:59:23 EEST
BVB:DN, D O:1,6500 H:1,6500 L:1,6300 C:1,6450



Evolutia bursiera nu a fost corelata cu rezultatele financiare raportate in acest interval, veniturile si profitul net din T4 2023 si T1 2024 mergand in jos ca urmare a efectului de baza fata de perioadele similare din urma cu un an, generat de evolutia volatila a pretului laptelui.

Sursa: BVB

In conditiile in care stirile aparute dinspre emitent dupa luna decembrie nu au fost nici ele de natura sa produca o volatilitate deosebita a pretului, o explicatie plauzibila pentru evolutia pretului este ca scaderea veniturilor si profitului au fost sub cele pe care le asteptau investitorii, iar rezilienta companiei in fata inrautatirii conditiilor de pe piata pe care activeaza a fost interpretata in mod favorabil. De altfel, si asteptarile noastre arata o probabilitate mare de imbunatatire a rezultatelor in cursul acestui an, in conditiile in care pretul laptelui s-a stabilizat.

Indice	Pondere
BET AeRO	6,53%

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

Printre cele mai importante evenimente care au avut loc de la data publicarii raportului anterior se numara:

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

Sursa: BVB

- La data de 21 ianuarie 2024 a fost aprobată majorarea capitalului social al DN Agrar Bio SRL și DN Agrar Greenfield SRL prin conversia creanțelor deținute de DN Agrar Group SA asupra acestor subsidiare, în valoare cumulată de 264 mii RON. La 31 martie 2024 compania-mama deține 96,66% din DN Agrar Bio și 95% din DN Agrar Greenfield.
- La Adunarea Generală Extraordinară a Acționarilor din 12 martie a fost aprobată garantarea de către firma-mama a mai multor credite contractate de DN Agrar Cut SRL și DN Agrar Service SRL, precum și contractarea unor credite noi de către DN Agrar Apold SRL și DN Agrar Straja SRL.

Consiliul de Administratie

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

Conducerea executiva

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

Sursa: DN Agrar

- În Adunarea Generală Ordinară a Acționarilor din 29 aprilie a fost aprobat Bugetul de Venituri și Cheltuieli pentru anul 2024, care prevede o cifră de afaceri de 153,25 mil. RON, venituri operaționale totale de 237,76 mil. RON și un profit net de 30,07 mil. RON, cu circa 30% mai mare decât cel din anul 2023.

Analiza rezultatelor financiare din T1 2024

Indicator (RON)	T2 2023	T2 2022	Evoluție T2	S1 2023	S1 2022	Evoluție S1
Cifra de afaceri netă	40.284.321	44.280.073	-9,02%	150.886.163	150.789.463	0,06%
Costul producției în curs de execuție	10.163.074	9.167.448	10,86%	45.726.117	31.192.980	46,59%
Venituri din producția de imobilizări	3.734.020	1.458.174	156,08%	8.274.578	7.286.171	13,57%
Venituri din reevaluarea imobilizărilor corporale	0	0	-	1.357.085	0	-
Subvenții de exploatare	5.835.404	5.133.432	13,67%	27.127.826	14.773.481	83,63%
Alte venituri operaționale	135.622	367.543	-63,10%	1.352.978	1.379.599	-1,93%
Total venituri operaționale	60.152.441	60.406.670	-0,42%	234.724.747	205.421.694	14,26%
Materii prime și consumabile	-28.300.773	-28.854.925	-1,92%	-110.700.989	-102.471.382	8,03%
Alte cheltuieli cu materialele	-526.247	-449.896	16,97%	-2.113.045	-1.878.985	12,46%
Alte cheltuieli externe	-622.867	-880.403	-29,25%	-4.035.022	-3.567.240	13,11%
Cheltuieli privind marfurile (net)	-116.974	-96.196	21,60%	-1.193.512	304.672	-491,74%
Cheltuieli cu personalul	-6.255.245	-5.785.428	8,12%	-25.692.226	-23.186.709	10,81%
Ajustări de valoare imobilizări	-5.968.050	-5.087.131	17,32%	-20.890.111	-19.176.414	8,94%
Ajustări de valoare active circulante	0	726.891	-100,00%	1.746.281	-880.469	-298,34%
Alte cheltuieli operaționale	-7.003.484	-6.819.892	2,69%	-37.230.054	-30.787.376	20,93%
Ajustări privind provizioanele	234.546	224.487	4,48%	-79.923	64.086	-224,71%

Total cheltuieli operationale	-48.559.094	-47.022.493	3,27%	-200.188.600	-181.579.817	10,25%
Rezultat operational	11.593.346	13.384.178	-13,38%	34.536.147	23.841.877	44,85%
Rezultat financiar net	-1.774.017	-3.005.055	-40,97%	-7.738.167	-6.313.623	22,56%
- din care cheltuieli cu dobanzile	-1.908.415	-1.877.414	1,65%	-6.959.086	-7.233.267	-3,79%
Rezultat inainte de impozitare	9.819.329	10.379.123	-5,39%	26.797.980	17.528.254	52,88%
Impozit pe profit	-1.929.869	-1.965.761	-1,83%	-3.714.454	-3.222.147	15,28%
Alte impozite	0	-5.387	-100,00%	-16.277	-33.141	-50,89%
Rezultat net	7.889.460	8.407.975	-6,17%	23.067.250	14.272.966	61,61%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Efectul de baza fata de primul trimestru din 2023, atunci

cand pretul laptelui a atins unele dintre cele mai ridicate niveluri din istoria recenta, a condus la o inrautatare a rezultatelor financiare ale DN Agrar, fara ca aceasta inrautatare sa fie, totusi, una semnificativa.

Cifra de afaceri a grupului a scazut cu 9,02%, de la 44,28 mil. RON in T1 2023 pana la 40,28 mil. RON in T1 2024, fiind influentata pe de o parte de scaderea pretului laptelui cu circa 25%, iar pe de alta parte de cresterea cantitatii de lapte vandute, in principal ca urmare a investitiilor in cresterea capacitatii de productie (atat prin achizitia de vaci de lapte, cat si prin investitii in eficientizarea fluxului de productie).

Celelalte categorii de venituri operationale au mers mai bine, veniturile din productia de imobilizari fiind cu 2,28 mil. RON mai mari, costul productiei in curs de executie cu 996 mii RON, iar subventiile de exploatare cu 702 mii RON. Prima dintre aceste categorii a fost influentata de inregistrarea ca mijloace fixe a tineretului bovin care a intrat in procesul de productie de lapte, in timp ce subventiile mai mari au avut la randul lor ca motiv cresterea numarului de vaci. Per total, veniturile operationale consolidate au scazut cu 0,42%, de la 60,41 mil. RON la 60,15 mil. RON, o scadere, practic, insignifianta.

Cheltuielile operationale au fost in general tinute sub control, crescand per total cu 3,27%, de la 47,02 mil. RON la 48,56 mil. RON. Cele mai mari contributii la aceasta crestere le-au avut cheltuielile cu amortizarea imobilizarilor, cu 880 mii RON (+17,32%), duse in sus de reevaluarea mijloacelor fixe din fermele exploatare, ajustarile de valoare pentru activele circulante, acolo unde in T1 2023 a fost inregistrat un venit net de 727 mii RON, si cheltuielile cu personalul, in crestere cu 470 mii RON (+8,12%). In directia opusa, cheltuielile cu materiile prime si consumabilele, cele mai importante din contul de profit si pierdere al grupului, au scazut cu 554 mii RON (-1,92%), ca urmare a eficientizarii productiei.

Cresterea cheltuielilor a facut ca profitul operational sa scada cu 13,38%, de la 13,38 mil. RON la 11,59 mil. RON, ducand si marja operationala in jos, de la 22,16% in T1 2023 la 19,27% in T1 2024. Rezultatul financiar net, pe de alta parte, a avut o evolutie favorabila, ajungand de la o pierdere neta de 3,01 mil. RON la una de 1,77 mil. RON, ca urmare a scaderii cu 1,23 mil. RON a cheltuielilor cu diferentele negative de curs valutar generate de creditele in valuta ale grupului.

Evolutiile opuse ale rezultatului operational si celui net au facut ca profitul net sa aiba o scadere usoara, de 6,17%, ajungand de la 8,41 mil. RON in T1 2023 la 7,89 mil. RON in T1 2024. Profitul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) a scazut la randul sau pana la 22,55 mil. RON, cu 2,25% mai mic decat cel inregistrat la finalul anului 2023, corespunzator unei marje nete TTM de 9,62%, in scadere de la 9,83% in 2023.

Asa cum anticipam dupa publicarea rezultatelor financiare la noua luni, T4 2023 si T1 2024 au fost marcate de tendinta de scadere a pretului laptelui, acesta coborand de la niste valori foarte mari inregistrate la finalul lui 2022 si inceputul lui 2023. In trimestrele urmatoare e de asteptat ca efectul de baza pe care l-am vazut in ultimele sase luni sa se estompeze, iar volatilitatea pretului sa nu mai aiba un impact major asupra rezultatelor financiare ale DN Agrar. In aceste conditii,

investitiile in eficientizarea productiei si in cresterea efectivelor de vaci de lapte ar trebui sa devina factorul principal de influenta, iar veniturile si profitul sa reentre pe o traiectorie ascendenta. Desigur, acest scenariu poate fi contrazis de diverse evolutii pe care nu le putem anticipa acum, precum o noua scadere a pretului laptelui, inrautatarea cadrului economic si/sau fiscal, sau cheltuieli mai mari decat asteptarile pentru operationalizarea noilor capacitati de productie, in special ferma de la Straja.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Imprumuturi pe termen lung	19.570.405	32.206.090	79.995.885	78.206.647	77.598.106
Leasing pe termen lung	7.044.402	6.765.406	12.715.793	8.738.510	9.485.554
Imprumuturi pe termen scurt	4.991.690	12.890.712	31.077.768	31.153.749	28.814.670
Leasing pe termen scurt	2.614.197	3.804.887	2.608.917	3.584.115	3.892.435
Total datorii financiare	34.220.694	55.667.095	126.398.363	121.683.021	119.790.765
Procent din activele totale	42,41%	37,88%	53,89%	39,51%	37,86%
Procent din capitalul propriu	114,66%	85,04%	158,67%	91,26%	84,74%
Datorii financiare/EBITDA	2,59	3,31	2,94	2,20	2,20
Datorii financiare nete	33.007.198	51.421.616	124.812.068	119.926.328	116.763.061
Datorii financiare nete/EBITDA	2,49	3,06	2,90	2,16	2,14

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Datoriile financiare totale si cele nete au crescut usor fata de materialul anterior, acelasi lucru fiind valabil si pentru raportul intre acestea si EBITDA.

Nu vorbim, inasa, despre niste cresteri importante, indicatorii ramanand intr-o zona confortabila, care permite o indatorare suplimentara considerabila. Exista planuri pentru contractarea unor noi credite in cursul anului, dar in acelasi timp exista potential pentru imbunatatirea rezultatelor financiare, asa ca indicatorii de indatorare nu ar trebui sa cunoasca modificari majore in 2024.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA		2,49	3,06	2,90	2,16	2,14
Numerar/Active	1,55%	1,50%	2,89%	0,68%	0,57%	0,96%
Datorii totale/Active	65,31%	63,01%	55,46%	66,04%	56,70%	55,32%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	9,24	13,24	16,81	43,02	55,43	54,52
Lichiditate						
Rata rapida	0,77	0,52	0,47	0,46	0,49	0,48
Rata curenta	1,17	0,97	1,19	1,22	1,24	1,31
Rata numerarului	0,05	0,05	0,10	0,03	0,02	0,04
Efect de levier	1,88	1,70	1,25	1,94	1,31	1,24
Capital de lucru/Venituri	0,07	-0,01	0,12	0,07	0,08	0,10
Durata incasare creante	100,99	70,71	85,11	44,51	54,28	51,16
Rata de rotatie creante	3,61	5,16	4,29	8,20	6,72	7,13

Durata mentinere stocuri	165,26	164,47	366,22	133,84	153,38	170,94
Rata de rotatie stocuri	2,21	2,22	1,00	2,73	2,38	2,14
Durata plata furnizori		165,07	257,79	64,30	99,53	100,57
Rata de rotatie datorii furnizori		2,21	1,42	5,68	3,67	3,63
Rata de rotatie numerar	48,79	45,06	15,23	129,50	133,62	77,44
Ciclu conversie numerar (zile)	266,25	70,12	193,55	114,05	108,13	121,52
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	4,85%	6,90%	6,07%	6,09%	7,49%	7,13%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	13,98%	18,65%	13,64%	17,92%	17,30%	15,95%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	0,75	0,68	0,44	0,88	0,76	0,74
Rata de rotatie capital propriu	2,17	1,83	0,99	2,58	1,76	1,66
Profitabilitate						
Marja bruta	63,93%	57,16%	53,60%	39,15%	41,50%	41,59%
Marja EBITDA	17,50%	24,21%	26,00%	20,94%	23,61%	23,25%
Marja operationala	9,74%	14,15%	16,78%	11,61%	14,71%	13,97%
Marja neta	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	9,83%	9,62%
Rata efectiva de impozitare	24,49%	11,41%	8,67%	18,57%	13,86%	14,02%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Indicatorii din 2021 si 2022 au fost distorsionati de faptul ca bilantul Lacto Agrar a fost consolidat incepand din anul 2021, iar contul de profit si pierdere din anul 2022.

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

Risc financiar

La fel ca si in cazul situatiei generale a datoriilor financiare, indicatorii de risc financiar au avut variatii mici, cea mai importanta fiind in cazul raportului dintre datoriile totale si activele totale, cu o scadere de la 60,43% in materialul anterior la 55,32%, o evolutie care a venit de la datoriile non-financiare.

Lichiditate

Scaderea raportului intre datorii si active a avut ca rezultat si o scadere a efectului de levier de la 1,53 la 1,24. In ceea ce priveste ratele de lichiditate, rata curenta a scazut usor, de la 1,45 la 1,31, in timp ce rata rapida, care nu ia in calcul stocurile, a ramas constanta la 0,48.

Ciclu de conversie a numerarului a continuat sa creasca, de la 113,3 in materialul anterior pana la 121,52, toate cele trei componente ale sale inregistrand cresteri.

Rentabilitate

Ratele de rentabilitate au scazut comparativ cu materialul anterior, realizat dupa publicarea rezultatelor la noua luni. Rentabilitatea capitalului propriu a scazut de la 25,54% la 15,95%, iar cea a activelor de la 10,11% la 7,13%, in ambele cazuri motivul fiind reducerea profitului in T4 2023 si T1 2024 ca urmare a efectului de baza dat de scaderea pretului laptelui.

Eficienta operationala

Scaderea veniturilor in T4 2023 si T1 2024 comparativ cu perioadele similare din 2022 si 2023 a dus in jos si indicatorii de eficienta operationala, rata de rotatie a activelor coborand de la 0,92 la 0,74, iar rata de rotatie a capitalului propriu de la 2,33 la 1,66.

Profitabilitate

La fel ca si in cazul indicatorilor de rentabilitate, si cei de profitabilitate au avut o tendinta descendenta cauzata de scaderea profitului. Totusi, in acest caz scaderile au fost mult mai mici, in conditiile in care profitul a mers in aceeasi directie cu veniturile.

Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia.

ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare. Atragem atentia asupra relevantei limitate a valorilor din 2021 si 2022, distorsionate de includerea in momente diferite in rezultatele financiare a bilantului si contului de profit si pierdere pentru Lacto Agrar.

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Marja neta	6,43%	10,18%	13,81%	6,95%	9,83%	9,62%
Rata rotatie active	0,75	0,68	0,44	0,88	0,76	0,74
Multiplicator capital propriu	2,88	2,70	2,25	2,94	2,31	2,24
ROE	13,98%	18,65%	13,64%	17,92%	17,30%	15,95%

Din primul tabel se poate observa faptul ca toti cei trei indicatori care contribuie la formarea ROE au avut evolutii negative comparativ cu situatia de pe intregul an 2023, aceeasi situatie fiind valabila si atunci cand facem comparatia cu materialul anterior, realizat cu rezultatele la noua luni.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Scaderea de aproape 10 puncte procentuale a ROE intre materialul din decembrie si cel de acum a venit in principal de la rata de rotatie a activelor, cu alte cuvinte de la veniturile mai mici inregistrate de DN Agrar raportat la activele utilizate.

Tip cheltuiala (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Materii prime si consumabile	20,04%	20,22%	25,97%	49,88%	47,16%	46,98%
Alte cheltuieli operationale	41,98%	28,76%	23,30%	14,99%	15,86%	15,96%
Cheltuieli cu personalul	14,61%	16,28%	17,40%	11,29%	10,95%	11,16%
Ajustari de valoare imobilizari	7,76%	10,05%	9,22%	9,34%	8,90%	9,29%
Rezultat financiar net	1,25%	2,52%	1,67%	3,07%	3,30%	2,78%
Alte cheltuieli externe	0,49%	1,21%	1,81%	1,74%	1,72%	1,61%
Impozit pe profit	2,08%	1,33%	1,31%	1,58%	1,58%	1,57%
Alte cheltuieli cu materialele	1,65%	2,09%	1,44%	0,91%	0,90%	0,93%

Cheltuieli privind marfurile (net)	2,93%	7,10%	4,13%	-0,15%	0,51%	0,52%
Ajustari privind provizioanele	0,02%	-0,39%	0,02%	-0,03%	0,03%	0,03%
Alte impozite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
Ajustari de valoare active circulante	0,78%	0,52%	-0,08%	0,43%	-0,74%	-0,43%
Cheltuieli totale	92,81%	89,17%	86,27%	93,05%	90,17%	90,38%
Marja neta	7,19%	10,83%	13,73%	6,95%	9,83%	9,62%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In ceea ce priveste structura cheltuielilor, diferentele sunt

mici nu doar fata de finalul anului 2023 (fiind vorba, oricum, doar de un trimestru), ci si fata de situatia de la noua luni. Cele mai mari diferente au aparut la materiile prime si consumabile, a caror pondere in veniturile operationale a scazut de la 49,54% in materialul anterior pana la 46,98% acum, si de la alte cheltuieli operationale, cu o pondere in crestere de la 13,76% la 15,96%.

Ponderile cumulate ale celor mai importante categorii de cheltuieli au ramas aproape de nivelul din materialul anterior, primele trei categorii de cheltuieli ajungand de la o pondere totala de 74,32% la una de 74,09%, iar primele patru categorii de la 82,8% la 83,38%.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Milkpol SA (Polonia)			0,32		0,38
Tonkens Agrar AG (Germania)	9,50	0,77	0,54	5,56	1,37
Agrobacka AD (Serbia)			0,58	0,52	
IZ Yatirim Holding (Turcia)		4,50	47,77		46,53
Yaprak Sut Ve Besi Ciftlikleri (Turcia)	41,76	15,57	24,64	29,23	24,64
Firstfarms (Danemarca)	41,80	1,05	1,83	12,93	2,87
Linas Agro Group (Lituania)	45,16	0,66	0,12	8,40	0,31
Zarneni Hrani (Bulgaria)	5,19	0,10	0,28	9,02	0,92
Agroserv Mariuta (Romania)		2,03	0,58	11,29	1,34
Medie fara extreme	16,38*	1,80	0,77	9,44	1,63
DN Agrar Group	11,61	1,85	1,12	6,94	1,61
Valoare estimata cu media fara extreme	2,3216	1,6016	1,1355	2,2370	1,6573
Medie			1,7906		
Mediana Farm Products	16,38	1,31	0,85	9,30	1,97
Valoare estimata cu mediana Farm Products	2,3216	1,1640	1,2527	2,2036	2,0076
Medie			1,7899		

* Pentru P/E am ales sa folosim mediana sectorului de activitate

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Pentru evaluarea pe baza comparatiei multiplilor de piata am folosit aceiasi emitenti ca si in precedentele doua materiale. Asa cum am atras atentia si in trecut, emitentii cei mai apropiati ca model de business sunt in Ucraina, nefiind inclusi in comparatie din motive evidente, asa ca majoritatea emitentilor din tabel deruleaza afaceri care sunt doar partial suprapuse pe modelul DN Agrar.

Din cauza faptului ca 3 dintre cele 5 valori disponibile pentru multiplul P/E sunt intr-o zona extrema, peste 40, am ales sa folosim pentru acest multiplu mediana sectorului „Farm Products”, care include o gama mai larga de activitati. Fiind cel mai important dintre cei 5 multipli utilizati, nu ar fi fost indicat sa renuntam la el, dar nici sa luam in considerare o valoare conjuncturala.

Exceptand P/E, 3 dintre ceilalti 4 multipli au returnat valori estimate mai mari decat cea din decembrie, exceptia fiind in cazul P/S (price/sales – pret/venituri pe actiune), acolo unde scaderea nu a fost oricum una mare. In cazul celor 3 multipli pentru care comparatia a returnat valori mai mari, media fara extreme a multiplilor companiilor similare a crescut la randul sau, in timp ce in cazul P/S ea a scazut, asadar putem spune ca valoarea mai mare rezultata are ca motiv principal evaluarile mai mari pe care piata le ofera, si mai putin imbunatatirea rezultatelor financiare. De altfel, acestea au avut mai degraba o evolutie descendenta de la data realizarii ultimului update.

In aceste conditii, valoarea medie rezultata din comparatia multiplilor de piata ai emitentilor pe care ii consideram relevanti a crescut pana la 1,7906 lei/actiune, cu 11,67% mai mare decat cea din materialul realizat in luna decembrie si cu 8,85% mai mare decat pretul de piata al actiunii la finalul sedintei de tranzactionare din 21 iunie. Trebuie avut in vedere faptul ca in cazul P/E am folosit mediana emitentilor din intregul sector de activitate. In cazul in care am fi folosit media multiplului pentru emitentii inclusi in comparatie valoarea rezultata ar fi fost fie mult mai mare, daca includeam valorile mai mari de 40, fie mult mai mica, daca nu le includeam si pe acestea.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Venituri operationale	238,48	236,18	254,40	268,03	282,23	299,38
<i>Evolutie</i>	1,60%	-0,96%	7,72%	5,35%	5,30%	6,08%
Cheltuieli operationale	194,94	194,60	210,83	226,01	236,77	255,14
<i>Evolutie</i>	-2,62%	-0,17%	8,34%	7,20%	4,76%	7,76%
Profit operational	43,54	41,58	43,57	42,02	45,47	44,24
<i>Evolutie</i>	26,06%	-4,50%	4,80%	-3,58%	8,21%	-2,70%
Marja operationala	18,26%	17,60%	17,13%	15,68%	16,11%	14,78%
Rezultat financiar net	-7,74	-6,96	-6,27	-6,27	-6,27	-6,27
<i>Evolutie</i>	0,00%	-10,00%	-10,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Profit net	30,07	29,08	31,34	30,03	32,93	31,89
<i>Evolutie</i>	30,36%	-3,31%	7,78%	-4,18%	9,65%	-3,13%
Marja neta	12,61%	12,31%	12,32%	11,20%	11,67%	10,65%

Sursa: estimari Prime Transaction

Evolutia rezultatelor financiare si publicarea bugetului

pentru 2024 ne-au determinat sa schimbam din nou o parte a ipotezelor de la care am pornit pentru estimarea valorii companiei prin metoda DCF. De asemenea, am modificat modul de calcul al costului capitalului propriu, utilizand media pe ultimii 2 ani in cazul randamentului titlurilor de stat si al randamentului pietei, o varianta mai putin volatila decat cea pe care am mers pana acum.

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

Mai jos sunt principalele modificari asupra ipotezelor utilizate:

- Crestere a ponderii veniturilor din costul productiei in curs de executie si celor din subventii in viitorul apropiat fata de estimarea anterioara, urmata de o scadere graduala.
- Scadere usoara a ponderii cheltuielilor cu materiile prime, despre care am vorbit si mai sus, in cadrul analizei DuPont.
- Cheltuieli cu personalul mai mici decat cele pe care le estimam anterior.
- Cheltuieli cu amortizarea la randul lor mai mici. Atragem atentia ca estimarile nu includ ferma de la Straja, despre care momentan nu avem suficiente informatii disponibile pentru a contura impactul asupra veniturilor si cheltuielilor, inclusiv asupra celor cu amortizarea.
- Pierdere financiara in scadere in acest an si in urmatorul, apoi in stagnare, o varianta mai optimista decat cea din materialul anterior, conturata de rezultatele publicate si de evolutia pietei monetare.

In afara de acestea, raman valabile celelalte ipoteze formulate anterior:

- Cifra de afaceri in crestere constanta de la un an la altul, iar celelalte categorii de venituri operationale conectate la aceasta.
- Investitii si cheltuieli cu amortizarea in crestere anuala constanta, insa mai mica decat cea a cifrei de afaceri.
- Rata efectiva de impozitare de 16%.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EBIT*(1-T)	36,57	34,93	36,60	35,29	38,19	37,16
+ Amortizare	21,52	22,16	22,83	23,51	24,22	24,94
- Variatie capital de lucru	4,61	-14,45	1,09	0,82	0,85	1,03
- Cheltuieli de capital	23,35	24,99	26,73	28,61	30,61	32,75
FCFF	30,13	46,55	31,60	29,38	30,95	28,32
WACC	9,65%					
Factor actualizare	1,0563	1,1582	1,2699	1,3924	1,5267	1,6739
FCFF actualizat	21,39	40,19	24,89	21,10	20,27	16,92
Terminal Value						438,97
Terminal Value actualizat	262,24					
Enterprise Value	407,01					
+ Numerar	3,03					
- Datorii	119,79					
Equity Value	290,24					
Numar actiuni	159.094.224					
Valoare estimata pe actiune	1,8243					

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

- Capital de lucru conectat la venituri.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 9,65%, influentat de:

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	12,29%
➤ Rata fara risc	7,15%
➤ Prima de risc a pietei	11,18%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,33%
○ Rata fara risc	7,15%
➤ Beta (de la listare)	0,46
Costul datoriilor	7%
Pondere datorii	50%
Pondere capital propriu	50%
WACC	9,65%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 12,29%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 7,15%, egala cu media pe ultimii 2 ani a randamentului titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara.
 - Prima de risc a pietei de 11,18%, calculata ca diferenta intre media pe ultimii 2 ani a randamentului mediu anual pe 5 ani pentru indicele BET-TR si rata fara risc.
 - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,46, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 7%.
- Pondere de 50% pentru capitalul propriu si 50% pentru datoriile financiare.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 1,8243 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 2,44% mai mare decat cea din materialul anterior si cu 10,90% mai mare decat pretul de piata. Cresterea fata de materialul anterior are la baza in principal costul mai mic al capitalului, rezultatele financiare estimate fiind unele mai slabe.

Luand in calcul si valoarea obtinuta din evaluarea pe baza multiplilor de piata, valoarea medie rezultata este de 1,8074 lei/actiune, cu 6,81% mai mare decat cea din materialul realizat in decembrie 2023 si cu 9,87% mai mare decat pretul de inchidere din data de 21 iunie.

Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, dependenta de concretizarea ipotezelor expuse mai sus.

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

In cazul evaluarii pe baza multiplilor de piata am fost nevoiti sa modificam modul de calcul in cazul multiplului P/E din cauza contextului curent, in timp ce in cazul evaluarii prin metoda DCF evolutia valorii estimate a fost determinata in principal de costul capitalului, nu de estimarile propriu-zise privind fluxurile de numerar viitoare.

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

Departament analiza,

Marius Pandelescu

*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, 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, Stirile 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 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, 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; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO