



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:

- Rezultatele financiare si pretul actiunii au mers in directii complet diferite de la raportul anterior, publicat in aprilie. Primele s-au imbunatatit considerabil fata de perioadele similare din 2020, in timp ce cotaia a scazut cu aproape 10%.
- Printre elementele care pot justifica aceasta evolutie ciudata se numara lipsa unei conexiuni intre companie si investitori, incheierea programului de rascumparare a actiunilor proprii si iesirea din actionariat a unor fonduri de investitii.
- Indicatorii financiari au ajuns in majoritatea cazurilor la nivelul dinainte de pandemia COVID, cativa dintre ei avand chiar valori mai bune decat atunci.
- Imbunatatirea rezultatelor a facut ca multiplii de piata sa scada atat pentru Compa, cat si pentru emitentii similari din Europa. Per total, valoarea estimata prin comparatia multiplilor de piata este putin mai mica decat cea din aprilie, dar in continuare cu mult peste pretul de piata. In cazul evaluarii DCF situatia este similara, pretul tinta fiind in scadere, dar peste cel de piata.
- Subevaluarea dupa toate criteriile este o situatie care se mentine pe termen lung si are la baza in principal lipsa deschiderii catre investitori. Acest lucru se poate vedea usor si din ponderea scazuta a actionarilor instititionali.

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)

**1,4511**

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

### Date bursiere

| Indicator                           | Valoare     |
|-------------------------------------|-------------|
| Pret inchidere<br>23.09.2021        | 0,6460      |
| Capitalizare (RON)                  | 141.796.033 |
| Variatie pret YTD                   | 15,88%      |
| ➤ Relativ la BET                    | -8,33%      |
| Variatie pret 1 luna                | -1,82%      |
| Variatie pret 12 luni*              | 9,35%       |
| ➤ Relativ la<br>BET*                | -19,63%     |
| Maxim 52 saptamani*                 | 0,7480      |
| Minim 52 saptamani*                 | 0,5240      |
| Valoare medie<br>tranzactii 60 zile | 166.831 RON |

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB

## Evolutii semnificative de la ultimul raport

Rezultatele financiare si pretul actiunii au mers in directii complet diferite pentru Compa de la raportul precedent

(<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-Compa-raport-analiza-2816>). Desi a publicat de doua ori rezultate financiare foarte bune, atat pentru T1 cat si pentru T2, acestea nu au avut un impact semnificativ asupra investitorilor. De la putin peste 0,7 lei/actiune, cotația CMP a ajuns acum putin sub 0,65. Dividendele acordate pentru prima data dupa 2004 nu au dus nici ele pretul mai sus, mai ales ca randamentul lor a fost unul foarte mic. Lichiditatea destul de mica si lipsa interesului pentru relatia cu investitorii par sa-si fi spus din nou cuvantul, iar interesul din partea investitorilor a ramas unul redus, in ciuda rezultatelor financiare bune.



Sursa: BVB

Ultimele luni nu au fost foarte bogate in evenimente pentru Compa, insa cateva dintre ele ies in evidenta si ar putea justifica partial decorelarea dintre rezultatele financiare si evolutia pretului actiunii:

- La AGA din 22 aprilie au fost aprobate primele dividende dupa anul 2004, in valoare de 0,0132 lei/actiune. Raportat la pretul din acel moment, randamentul dividendului a fost mai mic de 2%, mult sub nivelul obisnuit pentru emitentii locali care acorda dividende.

| Indice    | Pondere |
|-----------|---------|
| BET-XT    | 0,16%   |
| BET-BK    | 0,30%   |
| BET Plus  | 0,16%   |
| BET-XT-TR | 0,16%   |

| 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   |
| 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         | 19,22%        |
| Miclea Ioan                         | 41.042.480         | 18,97%        |
| Recaserv SRL (detinuta de Compa)    | 649.100            | 0,30%         |
| <b>Institutionali, dintre care:</b> | <b>17.618.919</b>  | <b>8,05%</b>  |
| Clairmont Holdings Limited          | 5.641.166          | 2,61%         |
| Firebird Management LLC             | 5.271.129          | 2,44%         |
| Norges Bank Inv. Management         | 4.880.592          | 2,26%         |
| Globinvest                          | 788.235            | 0,36%         |
| Target Asset Management             | 475.000            | 0,22%         |
| Swiss Capital Asset Management      | 321.797            | 0,15%         |
| <b>Free float total</b>             | <b>135.543.571</b> | <b>61,94%</b> |

Sursa: EquityRT

- La fel ca la majoritatea fabricilor provenite din economia comunista, gasirea de clienti si inlocuirea utilajelor inechitate 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.
- Fondurile administrate de BT Asset Management au iesit din actionariat, ele detinand anterior aproape 2% din numarul total de actiuni. Acest lucru vine dupa ce la inceputul anului fusesera raportate vanzari si din partea SIF Banat Crisana si Evergent Investments. Lipsa interesului investitorilor institutionali justifica in parte evolutia modesta a pretului actiunii si multiplii de piata constant mici ai emitentului.

- Pe 8 martie a incetat programul de rascumparare de actiuni aprobat in AGA anuala din 2020, fiind folosita aproape integral suma aprobata atunci. Probabil si din acest motiv, valoarea medie a tranzactiilor pe ultimele 60 de sedinte a scazut cu circa doua treimi fata de raportul din 9 aprilie, de la ceva mai mult de 400 mii RON la 166,8 mii RON. De asemenea, lipsa unui cumparator constant a avut cu siguranta un efect negativ asupra pretului.

#### Conducerea executiva a companiei

| Nume                | Funcție                |
|---------------------|------------------------|
| Maxim Mircea Florin | Non-Executive Director |
| Neacsu Vlad-Nicolae | Member of The Board    |
| Nicolae Baltas      | Independent Director   |
| Deac Ioan           | Chairman & CEO         |
| Miclea Ioan         | CFO & Vice Chairman    |

- In AGA din 9 septembrie a fost aprobata alocarea catre conducere si salariati a actiunilor rascumparate intre august 2020 si martie 2021, in cadrul unui program „stock option plan”.

Sursa: EquityRT

Este vorba de 6,4 milioane de actiuni, reprezentand aproape 3% din numarul total de actiuni CMP. Pentru rascumpararea lor au fost folositi 3,81 mil. RON, echivalent cu 11,5% din profitul net pe 2019 sau 27,4% din cel pe 2020. Deocamdata nu se stie cum vor fi repartizate actiunile si cate dintre ele vor ajunge la actionarii principali ai emitentului, aflati si in conducerea executiva.

- Unul dintre cei doi actionari principali, Ioan Miclea, a renuntat la functia de director economic, pe care o detinea din anul 1987, ramanand vicepresedinte CA. Nu au fost comunicate motivele deciziei, insa e posibil ca ele sa aiba legatura cu varsta inaintata a acestuia, 76 de ani. Directorul general Ioan Deac este la randul sau mult peste varsta obisnuita de pensionare, avand 71 de ani. Varsta inaintata este de altfel o problema generala la Compa, persoanele din linia a 2-a a conducerii executive fiind la randul lor aproape de varsta de pensionare, iar categoria cea mai numeroasa de angajati fiind cea cu varste intre 45 si 55 de ani.

## Analiza rezultatelor financiare pentru T2 2021 si S1 2021

| Indicator (RON)              | T2 2021            | T2 2020           | Evolutie T2    | S1 2021            | S1 2020            | Evolutie S1   |
|------------------------------|--------------------|-------------------|----------------|--------------------|--------------------|---------------|
| <b>Venituri</b>              | <b>186.885.172</b> | <b>63.543.266</b> | <b>194,11%</b> | <b>368.249.013</b> | <b>235.513.230</b> | <b>56,36%</b> |
| Alte venituri                | 4.167.135          | 1.839.207         | 126,57%        | 8.319.624          | 5.994.693          | 38,78%        |
| <b>Total venituri</b>        | <b>191.052.307</b> | <b>65.382.473</b> | <b>192,21%</b> | <b>376.568.637</b> | <b>241.507.923</b> | <b>55,92%</b> |
| Variatia stocurilor          | 1.402.198          | -8.015.892        | -117,49%       | 797.122            | -6.035.742         | -113,21%      |
| Materii prime si consumabile | -121.278.141       | -34.066.084       | 256,01%        | -240.212.832       | -143.279.968       | 67,65%        |
| Cheltuieli cu personalul     | -38.134.258        | -16.801.730       | 126,97%        | -72.396.736        | -52.462.489        | 38,00%        |
| Amortizare si depreciere     | -10.952.835        | -12.964.701       | -15,52%        | -21.384.997        | -25.419.780        | -15,87%       |
| Servicii prestate de terti   | -8.417.766         | -3.669.604        | 129,39%        | -17.148.440        | -12.219.745        | 40,33%        |

|                             |                     |                    |                 |                     |                     |                  |
|-----------------------------|---------------------|--------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|
| Alte cheltuieli             | -252.962            | 126.017            | <b>-300,74%</b> | -4.527.668          | -4.093.574          | 10,60%           |
| <b>Total cheltuieli</b>     | <b>-177.633.763</b> | <b>-75.391.992</b> | <b>135,61%</b>  | <b>-354.873.550</b> | <b>-243.511.297</b> | <b>45,73%</b>    |
| <b>Rezultat operational</b> | <b>13.421.543</b>   | <b>-10.009.520</b> | <b>-234,09%</b> | <b>21.698.086</b>   | <b>-2.003.374</b>   | <b>-1183,08%</b> |
| Rezultat financiar net      | -583.083            | -526.748           | <b>10,69%</b>   | -852.933            | -2.037.189          | -58,13%          |
| <b>Profit brut</b>          | <b>12.835.460</b>   | <b>-10.536.267</b> | <b>-221,82%</b> | <b>20.842.153</b>   | <b>-4.040.563</b>   | <b>-615,82%</b>  |
| Impozit pe profit           | -2.887.551          | 544.942            | <b>-629,88%</b> | -3.419.489          | -14.504             | 23476,18%        |
| <b>Profit net</b>           | <b>9.947.909</b>    | <b>-9.991.325</b>  | <b>-199,57%</b> | <b>17.422.664</b>   | <b>-4.055.067</b>   | <b>-529,65%</b>  |

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Asa cum era de asteptat, al doilea trimestru al anului a adus o imbunatatire spectaculoasa fata de perioada similara a lui 2020, Compa fiind unul dintre cei mai afectati emitenti in perioada restrictiilor anti-COVID. Si pe intregul semestru lucrrurile s-au imbunatatit considerabil, chiar daca diferentele fata de 2020 nu sunt la fel de spectaculoase precum cele din T2. De altfel, si in T1 rezultatele Compa au fost peste cele din T1 2020, desi sursa cresterii nu e una foarte clara.

Veniturile trimestriale ale companiei aproape s-au triplat, de la 63,54 mil. RON in T2 2020 la 186,88 mil. RON in T2 2021, fiind vorba atat de efectul de baza fata de anul trecut, cat si de cresterea foarte mare a cererii in aceasta perioada. Variatia stocurilor a crescut la randul sau cu 9,4 mil. RON, semn ca incepe sa se produca din nou si pentru perioadele urmatoare, nu doar pentru comenzile actuale, iar pozitia „alte venituri” cu 2,3 mil. RON.

Marjele mici la care opereaza compania, dependenta de un numar redus de clienti cu putere de negociere foarte mare, au facut ca si cheltuielile sa aiba o evolutie puternic ascendenta, contribuind la acest lucru si penuria de materii prime care s-a manifestat in prima jumatate a anului in mai multe domenii. Cheltuielile cu materiile prime si consumabilele au crescut cu 256,01%, sau 87,2 mil. RON in suma absoluta, in timp ce cheltuielile cu personalul au crescut cu 21,33 mil. RON, avand un ritm de crestere mai lent decat cel al veniturilor, +126,97%. O explicatie posibila este ca anul trecut a fost nevoie sa fie platiti cel putin o parte din angajati macar partial chiar daca nu produceau nimic, pentru ca ei sa ramana in firma pana cand productia se va relua. O alta cheltuiala cu crestere destul de mare a fost cea cu serviciile prestate de terti, +129,39%, sau 4,75 mil. RON, ea fiind la randul sau legata in mod direct de activitatea de productie.

In ciuda cresterii mari a cheltuielilor cu materiile prime, cresterea veniturilor a fost suficient de mare incat sa aduca un profit operational de 13,42 mil. RON, dupa o pierdere de 10 mil. RON in T2 2020. Cea mai mare parte a acestuia s-a transferat catre rezultatul net, in crestere de la o pierdere de 9,99 mil. RON in T2 2020 la un profit de 9,95 mil. RON in T2 2021.

La nivel semestrial, rezultatul operational a trecut de la o pierdere de 2 mil. RON in S1 2020 la un profit de 21,7 mil. RON in S1 2021, o diferenta foarte apropiata de cea din al doilea trimestru, un semn ca in perioada aprilie-iunie s-a facut diferenta fata de anul trecut. Rezultatul net semestrial a crescut la randul sau de la o pierdere de 4,06 mil. RON in S1 2020 la un profit de 17,42 mil. RON in S1 2021.

Imbunatatirea considerabila a rezultatelor financiare a dus profitul net TTM la 35,4 mil. RON, o valoare apropiata de cea din 2018 si mai mare decat in 2019, inaintea pandemiei. Multiplii de piata au ajuns la randul lor la un nivel foarte mic, cu P/E sub 4 in momentul de fata, iar P/BV si P/S la randul lor printre cei mai mici de la BVB. Fiind vorba de un profit obtinut din activitati recurente ar fi fost normal sa vedem o ajustare a pretului in functie de rezultate, inasa la Compa lucrrurile stau in mod traditional diferit, asa cum am mai explicat si mai sus.

## Indicatori importanti

| Indicator (RON)                          | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | S1 2021 TTM |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| <b>Risc financiar</b>                    |        |        |        |        |        |             |
| Datorii financiare nete/EBITDA           | 0,56   | 0,45   | 0,70   | 1,10   | 1,29   | 1,03        |
| Numerar/Active                           | 0,37%  | 0,48%  | 0,48%  | 1,23%  | 0,31%  | 0,64%       |
| Datorii totale/Active                    | 35,11% | 32,09% | 34,38% | 34,08% | 32,87% | 35,66%      |
| <b>Rezultate financiare</b>              |        |        |        |        |        |             |
| EBITDA (mil. RON)                        | 57,88  | 77,75  | 71,94  | 63,41  | 70,53  | 90,51       |
| <b>Lichiditate</b>                       |        |        |        |        |        |             |
| Rata rapida                              | 0,93   | 1,08   | 1,19   | 1,32   | 1,08   | 1,07        |
| Rata curenta                             | 1,68   | 1,91   | 2,06   | 2,29   | 1,80   | 1,90        |
| Rata numerarului                         | 0,02   | 0,02   | 0,02   | 0,08   | 0,02   | 0,03        |
| Efect de levier                          | 0,54   | 0,47   | 0,65   | 0,52   | 0,49   | 0,55        |
| Durata incasare creante (zile)           | 65,40  | 69,01  | 74,20  | 83,10  | 83,66  | 70,63       |
| Durata conversie stocuri (zile)          | 55,55  | 54,35  | 56,03  | 60,19  | 66,52  | 54,86       |
| Durata plata furnizori (zile)            | 53,95  | 37,47  | 37,47  | 37,00  | 45,83  | 41,87       |
| Ciclu conversie numerar (zile)           | 71,70  | 89,62  | 96,30  | 109,03 | 104,35 | 83,62       |
| <b>Rentabilitate</b>                     |        |        |        |        |        |             |
| Rentabilitatea activelor (ROA)           | 9,29%  | 6,52%  | 5,66%  | 4,66%  | 1,96%  | 4,89%       |
| Rentabilitatea capitalului propriu (ROE) | 15,08% | 9,93%  | 8,71%  | 7,46%  | 2,93%  | 7,36%       |
| <b>Eficienta operationala</b>            |        |        |        |        |        |             |
| Rata de rotatie a activelor              | 1,13   | 1,20   | 1,19   | 1,05   | 0,77   | 0,93        |
| Rata de rotatie capital propriu          | 1,84   | 1,82   | 1,84   | 1,69   | 1,15   | 1,40        |
| <b>Profitabilitate</b>                   |        |        |        |        |        |             |
| Marja operationala                       | 6,73%  | 6,13%  | 5,47%  | 4,94%  | 2,90%  | 4,60%       |
| Marja neta                               | 8,19%  | 5,44%  | 4,74%  | 4,42%  | 2,56%  | 5,27%       |
| Marja EBITDA                             | 12,72% | 12,27% | 10,80% | 11,12% | 12,40% | 11,64%      |
| Rata efectiva de impozitare              | 3,41%  | 10,79% | 8,87%  | 2,75%  | 7,28%  | 11,20%      |

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, calcule Prime Transaction

Rezultatele bune obtinute in primul semestru al anului au

facut ca mai multi dintre indicatorii Compa sa se imbunatateasca, unii dintre ei ajungand la nivelul dinaintea pandemiei COVID, iar altii chiar la un nivel mai bun.

Lichiditatea si riscul financiar erau dinainte printre punctele forte, ele ramanand intr-o zona confortabila. Datoriile financiare nete sunt la acelasi nivel cu EBITDA, raportul fiind in scadere fata de inceputul anului si oferind o marja mare de indatorare in caz de necesitate sau de identificare a unor oportunitati. Desi in AGEA din aprilie a fost aprobata contractarea de credite bancare in valoare de pana la 40 mil. EUR, ceea ce ar duce raportul dintre datoriile financiare nete si EBITDA peste 3, acest lucru are sanse mici sa se intample, tinand cont de faptul ca si in 2020 a fost aprobata fix aceeasi limita de indatorare, fara sa fie implementata in realitate. Cel mai probabil e vorba doar de transferul oficial al deciziei catre Consiliul de Administratie pentru a evita birocratia convocarii unei noi AGA in cazul in care chiar ar fi nevoie de credite. O sursa de indatorare suplimentara e de asteptat sa fie subsidiara Arini Hospitality, care va avea nevoie de credite pentru proiectul hotelier pe care il desfasoara, iar Compa ar putea fi garant sau chiar codebitor pentru ele.

O imbunatatire vizibila a avut loc in cazul ciclului de conversie a numerarului, care a ajuns la cel mai mic nivel dupa 2016, 83,62 de zile cu datele TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la 6 luni, fata de 104,35 de zile anul trecut. Indicatorul masoara perioada scursa din momentul in care ies din firma banii pentru plata furnizorilor de materii prime pana in momentul in care intra in firma banii de la clienti pentru produsele finite vandute. Durata medie de incasare a creantelor si durata de conversie a stocurilor au scazut cu valori asemanatoare, aceste scaderi fiind compensate intr-o masura foarte mica de scaderea usoara a duratei de plata a furnizorilor.

Indicatorii de profitabilitate si cei de eficienta operationala au avut, asa cum era de asteptat, evolutii pozitive, efectul de baza fata de T2 2020 ducand profitul TTM mult peste cel realizat in anul calendaristic 2020. Majoritatea indicatorilor nu au reusit sa depaseasca insa nivelul dinaintea pandemiei, acesta fiind un semnal ca imbunatatirea rezultatelor este datorata in cea mai mare parte efectului de baza dupa perioada de restrictii anti-COVID de anul trecut. De altfel, tendinta multianuala este una de scadere a marjelor de profit, compania avand o pozitie precara in relatia cu gigantii din industria auto care constituie clientii sai principali.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

| Companie   | Tara      | P/BV              | P/E    | P/S    | EV/Sales | EV/EBITDA |
|--|-----------|-------------------|--------|--------|----------|-----------|
| Sanok Rubber Company SA                                    | Polonia   | 1,33              | 15,09  | 0,65   | 0,76     | 7,79      |
| Scandinavian Brake Systems                                 | Danemarca | 0,63              | 0,21   | 0,29   | 0,68     |           |
| Shw AG   | Germania  | 0,98              | 25,02  | 0,28   | 0,43     | 4,29      |
| Progress-Werk Oberkirch AG                                 | Germania  | 0,77              | 73,86  | 0,22   | 0,47     | 2,76      |
| Haldex   | Suedia    | 1,52              |        | 0,52   | 0,76     | 6,14      |
| Bulten   | Suedia    | 1,10              | 9,69   | 0,45   | 0,57     | 5,17      |
| Le Belier SA   | Franta    | 1,70              | 65,04  | 1,02   | 1,00     | 6,70      |
| Delfingen Industry SA                                      | Franta    | 1,04              | 2,35   | 0,39   | 0,68     | 3,84      |
| Kendrion NV  | Olanda    | 1,52              | 25,34  | 0,74   | 1,00     | 6,21      |
| Ad Plastik D.D.  | Croatia   | 0,82              | 11,70  | 0,58   | 0,82     | 5,90      |
| Rába   | Ungaria   | 0,92              | 7,63   | 0,47   | 0,66     | 6,77      |
| <b>Medie (fara valori extreme)</b>                         |           | 1,12              | 13,83  | 0,51   | 0,71     | 5,56      |
| Mediana pe intregul sector                                 |           | 1,72              | 15,43  | 0,62   | 0,76     | 6,39      |
| Compa (CMP)  | Romania   | 0,27              | 3,88   | 0,20   | 0,34     | 2,89      |
| Pret curent Compa  |           | 0,6460 RON        |        |        |          |           |
| Valoare estimata cu media multiplilor companiilor similare |           | 2,6369            | 2,3011 | 1,6349 | 1,3679   | 1,2412    |
| <b>Medie valoare estimata</b>                              |           | <b>1,8364 RON</b> |        |        |          |           |
| Valoare estimata cu mediana multiplilor intregului sector  |           | 4,0412            | 2,5670 | 1,9905 | 1,4610   | 1,4271    |
| Medie valoare estimata                                     |           | 2,2974 RON        |        |        |          |           |

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Am pastrat si in cazul Compa aceiasi emitenti selectati in luna aprilie, acestia fiind 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. Intre ei si Compa exista diferente mai mari decat in cazul emitentilor din alte sectoare, companiile de aceasta dimensiune fiind in general specializate pe o nisa de piata.

O diferenta importanta fata de raportul anterior poate fi observata in cazul multiplului P/E. La momentul respectiv, 5 dintre cei 11 emitenti erau pe pierdere si nu aveau un P/E relevant, in prezent unul singur fiind in aceasta situatie. Restul emitentilor aveau profituri sub potential, rezultatul fiind in final o medie foarte mare a acestui multiplu. Intre timp lucurile au revenit la normal pentru majoritatea acestor emitenti, iar media P/E a ajuns si ea intr-o zona apropiata de valorile istorice.

De altfel, toti cei cinci multipli luati in calcul au in prezent medii mai mici decat in aprilie, acest lucru fiind valabil nu doar pentru cei 11 emitenti inclusi in comparatie, ci si pentru medianele multiplilor pentru toti emitentii din sector. Aceasta situatie arata o imbunatatire semnificativa a rezultatelor financiare pentru intregul sector, pretul actiunilor tinand pasul doar partial cu ea. Fiind vorba de o situatie neobisnuita si temporara in anul 2020, pentru majoritatea emitentilor pretul actiunilor nu a reflectat complet rezultatele financiare nici atunci cand acestea erau proaste, deci acum mai degraba s-a revenit la normal.

Chiar daca mediile multiplilor au scazut destul de mult, valoarea estimata pentru CMP a avut o scadere mai mica, din cauza ca si multiplii sai au scazut. Valoarea medie estimata este cu doar 3,06% mai mica decat cea din aprilie, 1,8364 lei/actiune, fata de 1,8944 lei/actiune. Este in continuare o valoare mult mai mare decat pretul de piata al actiunii, insa situatia persista de atat de mult timp incat discountul este unul normal si nimeni nu se asteapta ca el sa dispara prea curand. Este o situatie asemanatoare cu cea de la SIF-uri, acolo unde intregul este mai mic decat suma partilor de foarte multi ani, iar situatia nu pare ca se va schimba vreodata.

### 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>547,12</b> | <b>683,90</b> | <b>731,77</b> | <b>783,00</b> | <b>837,81</b> | <b>896,46</b> |
| Evolutie                  | -27,16%       | 25,00%        | 7,00%         | 7,00%         | 7,00%         | 7,00%         |
| Cheltuieli operationale   | 539,81        | 646,29        | 684,21        | 732,10        | 783,35        | 838,19        |
| Evolutie                  | -27,55%       | 19,73%        | 5,87%         | 7,00%         | 7,00%         | 7,00%         |
| <b>Profit operational</b> | <b>18,07</b>  | <b>37,61</b>  | <b>47,57</b>  | <b>50,89</b>  | <b>54,46</b>  | <b>58,27</b>  |
| Evolutie                  | -51,89%       | 108,13%       | 26,45%        | 7,00%         | 7,00%         | 7,00%         |
| Marja operationala        | 3,30%         | 5,50%         | 6,50%         | 6,50%         | 6,50%         | 6,50%         |
| Rezultat financiar        | -3,10         | -2,48         | -2,60         | -2,73         | -2,87         | -3,01         |
| Evolutie                  | 0,00%         | -20,00%       | 5,00%         | 5,00%         | 5,00%         | 5,00%         |
| <b>Profit net</b>         | <b>13,92</b>  | <b>31,27</b>  | <b>40,02</b>  | <b>42,86</b>  | <b>45,91</b>  | <b>49,18</b>  |
| Evolutie                  | -58,11%       | 124,65%       | 27,97%        | 7,12%         | 7,11%         | 7,11%         |
| Marja neta                | 2,54%         | 4,57%         | 5,47%         | 5,47%         | 5,48%         | 5,49%         |

Sursa: estimari Prime Transaction

Fata de raportul de initiere din 9 aprilie am modificat cateva dintre estimari, acolo unde evolutia din primele sase luni ale anului a aratat diferente mai importante fata de situatia pe care o asteptam:

- Ritm mai lent de crestere a veniturilor in 2021, 25%, fata de 32,5% in raportul anterior. Veniturile au crescut mult in S1 fata de perioada similara din 2020, insa valoarea TTM nu a atins nivelul de 700 mil. RON, cum ne asteptam. In a doua jumatate a anului nu vor mai avea acelasi efect de baza, asa ca valoarea de la finalul anului nu ar trebui sa fie mult mai mare decat din perioada iulie 2020 – iunie 2021.

- Marja a profitului operational si a profitului net mai mari decat in estimarea anterioara. Desi veniturile nu au crescut in ritmul la care ne asteptam, marjele de profit au revenit destul de repede la nivelul pre-pandemie, marja operationala TTM fiind chiar mai sus de 6%, aproape de cea din 2017. Pana la finalul anului ne asteptam sa fie afectata de cresterea pretului materiilor prime si a salariilor, insa nu atat de mult incat sa ajunga la 4,6%, asa cum estimam in aprilie.
- Rezultat financiar mai bun decat cel estimat anterior, in linie cu evolutia din raportarile financiare.
- Rata efectiva de impozitare mai mare, la nivelul pe care il estimam anterior pentru anii 2022-2025. Este un nivel peste cele din perioada 2015-2020, insa apropiat de cel inregistrat la jumatatea anului.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) in crestere, la fel ca si in cazul MedLife, tot din cauza cresterii primei de risc a pietei de capital. WACC estimat pentru Compa a ajuns la 14,33%, de la 13,48% in raportul anterior. Si in cazul Compa am simplificat modul de calcul al costului capitalului propriu, incluzand in calculul primei de risc a pietei rata fara risc din momentul actual (estimata ca fiind randamentul titlurilor de stat pe 5 ani) si nu media pe ultimii 5 ani a randamentelor titlurilor de stat, asa cum facusem anterior.

Raman si aici valabile ipotezele pe termen lung formulate in aprilie:

- 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.
- 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 ramana 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 pe termen lung.

### Calculul valorii intrinseci

| Indicator (mil. RON)                 | 2021e         | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        |
|--------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBIT*(1-T)</b>                    | <b>33,48</b>  | <b>45,59</b> | <b>48,78</b> | <b>52,20</b> | <b>55,85</b> |
| + Amortizare                         | 42,68         | 46,94        | 51,64        | 56,80        | 56,80        |
| - Variatie capital de lucru          | 10,66         | -6,98        | 7,17         | 7,67         | 8,21         |
| - Cheltuieli de capital              | 49,09         | 54,00        | 59,40        | 59,40        | 59,40        |
| <b>FCFF</b>                          | <b>16,40</b>  | <b>45,51</b> | <b>33,84</b> | <b>41,92</b> | <b>45,04</b> |
| <b>WACC</b>                          | <b>14,33%</b> |              |              |              |              |
| Factor actualizare                   | 1,1433        | 1,3071       | 1,4943       | 1,7084       | 1,9532       |
| FCFF actualizat                      | 14,35         | 34,82        | 22,65        | 24,54        | 23,06        |
| Rata de crestere in perpetuitate (g) |               |              |              |              | 3,00%        |



|                                    |               |  |  |  |        |
|------------------------------------|---------------|--|--|--|--------|
| Terminal Value                     |               |  |  |  | 409,53 |
| Terminal Value actualizat          | 209,67        |  |  |  |        |
| Enterprise Value                   | 329,07        |  |  |  |        |
| + Numerar                          | 1,71          |  |  |  |        |
| - Datorii                          | 97,57         |  |  |  |        |
| Equity Value                       | 233,21        |  |  |  |        |
| Valoare actionari compania mama    | 233,21        |  |  |  |        |
| Numar actiuni                      | 218.821.038   |  |  |  |        |
| <b>Valoare estimata pe actiune</b> | <b>1,0658</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 urmatorii doi ani, dupa scaderea din 2021, apoi o stagnare a lor. Poate parea o varianta prudenta dupa investitiile din ultimii ani, insa

datele istorice arata o alternanta intre perioadele cu investitii masive si cele de consolidare, iar o

menținere 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.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 14,33%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 17,60%, influentat la randul sau de:
    - Rata fara risc de 3,53%, egala cu randamentul titlurilor de stat romanesti la 5 ani
    - Prima de risc a pietei de 16,60%, calculata ca diferenta intre randamentul mediu anual obtinut in ultimii 5 ani de indicele BET-TR si rata fara risc
    - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 0,87, 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 urmatori.
  - 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.

Sursa: estimari Prime Transaction

**Rezultatul este o valoare intrinseca estimata de 1,0658 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF. Valoarea este cu 20,8% mai mica decat cea rezultata in aprilie, ramanand totusi peste pretul de piata al actiunii, mai ales ca acesta a scazut intre timp.**

Motivale principale ale acestei diferente sunt cresterea costului capitalului propriu si reevaluarea unor estimari care s-au dovedit prea optimiste, asa cum este cazul veniturilor si ratei efective de impozitare. Pe de alta parte, marjele de profit ajustate in sus au impiedicat o scadere care putea fi si mai mare. Ramanem cu doua elemente care ar putea la randul lor sa se dovedeasca prea optimiste in timp: marja operationala si cheltuielile de capital. In functie de evolutia rezultatelor financiare ar putea fi ajustate si acestea. Pe de alta parte, compania ar putea surprinde placut in privinta veniturilor, in cazul in care S2 nu va fi doar „business as usual”, in linia perioadei similare din 2020.

Luand in calcul ambele tipuri de evaluare, rezulta o valoare medie de 1,4511 lei/actiune, cu 124,6% mai mare decat pretul de 0,6460 lei/actiune inregistrat la finalul sedintei de tranzactionare din 23 septembrie. 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 Pandele

*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

### 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)