
4. EVALUAREA SOCIETĂȚII

4.1. METODOLOGIE DE EVALUARE

Principalele abordări ale evaluării unei afaceri se încadrează în următoarele trei categorii:

- ✓ Abordarea prin piață
- ✓ Abordarea prin venit
- ✓ Abordarea prin cost (sau abordarea bazată pe active)

Standardele de evaluare a bunurilor adoptate de către Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR) precizează că pentru estimarea unui tip de valoare adecvat evaluatorul trebuie să aplice una sau mai multe abordări în evaluare. Termenul de abordare în evaluare se referă la metodologiile analitice general acceptate utilizate de obicei.

În timpul unor perioade de tranziție de piață, caracterizate de creșteri sau scăderi rapide ale prețurilor, există riscul unor supraevaluări sau subevaluări în cazul în care se acordă o importanță excesivă informațiilor istorice, sau dacă se utilizează ipoteze nefundamentate referitoare la piețele viitoare. În aceste circumstanțe, în rapoartele lor, evaluatorii trebuie să analizeze cu atenție și să reflecte acțiunile și atitudinile pieței și să prezinte complet rezultatele investigațiilor și constatărilor.

În **abordarea bazată pe venit** evaluatorul estimează valoarea unei întreprinderi, a unei participații sau a unei acțiuni prin calcularea valorii actualizate a beneficiilor anticipate. Cele două metode uzuale ale abordării prin venit sunt capitalizarea venitului și analiza fluxului de numerar actualizat sau metoda dividendelor.

Abordarea prin comparație/piață are la bază compararea societății de evaluat cu alte întreprinderi similare, cu participații la întreprinderi similare și cu acțiuni care au fost vândute pe piața liberă.

În cadrul acestei abordări sursele uzuale de piață sunt:

- ✓ piețele financiare de valori mobiliare, unde sunt tranzacționate participații pentru întreprinderi similare;
- ✓ piața achizițiilor de întreprinderi în ansamblul lor;
- ✓ tranzacțiile anterioare ale proprietății subiect al evaluării.

Abordarea bazată pe cost oferă o indicație asupra valorii prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va plăti mai mult pentru un activ, decât costul necesar obținerii unui activ cu aceeași utilitate, fie prin cumpărare fie prin construire.

Abordarea bazată pe active poate fi adecvată în evaluarea unei afaceri, care este de tip holding sau de investiții. Drept urmare, această metodă nu va fi aplicată în acest raport.

4.2. ABORDAREA PRIN VENIT

4.2.i. PREMISE GENERALE

Metoda de evaluare prin capitalizarea fluxurilor financiare actualizate (discounted cash-flow - DCF) se bazează pe capacitatea întreprinderii/unității generatoare de afaceri de a genera fluxuri pozitive de disponibilități care în final rămân la dispoziția proprietarului.

Fiind o metodă de randament și având în vedere particularitățile aplicării, argumentele care susțin aplicarea metodei sunt următoarele:

- ✓ **viabilitatea societății/unității generatoare de numerar**, capacitatea de a genera profit și în perioada următoare, într-un orizont de timp rezonabil;
- ✓ continuitatea activității prezente.

Premisele aplicării metodei sunt:

- ✓ definirea condițiilor normale de exploatare și funcționare pe baza tendințelor extrase din rezultatele analizei societății;
- ✓ continuitatea managementului, a sistemului de organizare, a structurii și activității societății.
- ✓ în estimarea veniturilor și cheltuielilor s-a ținut cont de rezultatele preliminare obținute până la 31.12.2020, precum și de estimările managementului companiei pentru 2021 și estimările realizate de evaluator pentru 2022-2025.

Metoda se aplică sub rezerva certitudinii informațiilor și estimărilor puse la dispoziție de conducerea societății, și anume:

- ✓ estimările privind evoluția capacității de absorbție a pieței și veniturilor în perioada de previziune;
- ✓ estimările privind structura costurilor pentru a susține evoluția vânzărilor și a cheltuielilor;

4.2.ii. RATA DE ACTUALIZARE

Rata de actualizare este reprezentată de costul mediu ponderat al capitalului (CMPC sau WACC) care este calculat pe baza următoarei formule:

$$\text{CMPC} = K_e * \frac{\text{Capitaluri Proprii}}{\text{Capitaluri Investite}} + K_d * (1 - t) * \frac{\text{Capitaluri Împrumutate}}{\text{Capitaluri Investite}}$$

Unde:

K_e	Costul capitalurilor proprii
K_d	Costul capitalurilor împrumutate
T	Cota de impozitare
Capitaluri Investite	Reprezintă suma dintre capitalurile proprii și cele împrumutate

Tehnica de lucru pentru estimarea costului capitalurilor proprii (K_e) este cea din modelul de evaluare a activelor financiare (CAPM model) care are la bază lucrările lui Harry Markowitz referitor la diversificare și teoria modernă a portofoliului. Costul capitalului a fost ajustat pentru a reflecta modul în care piața ar evalua riscurile specifice asociate fluxurilor de numerar previzionate. Costul capitalului a fost determinat pe baza formulei:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + URP$$

Unde:

K_e = Costul capitalului

R_f = Rata fără risc = 3,42% Randament obligațiuni românești cu scadență de aproximativ 10 ani (emisiune RO1631DBN055 din Decembrie 2020)

B = Beta = 0,77 Beta reajustat utilizand metoda Hamada (beta neajustat: 0,45)

ERP = Prima de risc pentru investiții (Market equity risk premium) = 6,10% ERP este randamentul așteptat al pieței (R_m), în plus față de rata fără risc (R_f). O primă de risc de capital a fost considerată de bază având în vedere prima de risc pentru piață, pentru țările dezvoltate + prima pentru România + prima de risc condiții de piață

Prima de risc pentru piață pentru țările dezvoltate = 5,5% (recomandare Duff&Phelps Dec. 2020 și Damodaran Dec. 2020)

+

0,99% Cotații CDS pentru România după scăderea cotației CDS pentru SUA (Ian. 2021, Damodaran).

x

0,1 coeficient volatilitate acțiuni vs obligațiuni corporative în țări emergente, având în vedere că s-a luat deja în calcul prima de risc pentru țări dezvoltate, Ian. 2021.

+0,5% primă suplimentară datorată pandemiei COVID19 și scăderii randamentelor la titluri de stat ce determină o majorare a randamentului pieței de capital

SSRP = Prima de risc aferentă dimensiunii companiei = 3,23% sursa: "A study of differences in returns between large and small companies in Europe" - Research Commissioned by Duff & Phelps LLC. Version: April, 2019; comparații cu companii românești, cea mai mare: SNP Petrom, Anexa 2

URP = Prima de risc specific = 2,55% Risc specific conform Anexa 3.

Surse ERP: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/duff-and-phelps-recommended-us-equity-risk-premium-decreased-december-2020>

Prima de risc nesistematic (prin size premium și URP) captează, conform analiștilor, și riscul de nelichiditate.

Din calculele prezentate în Anexa nr. 1 rezultă $K_e = 10,7\%$ și costul mediu ponderat al capitalului CMPC (WACC) = 8,3%.

4.2.iii. DURATA PREVIZIUNII

Alegerea duratei pentru scenariul de previziune are în vedere perioada bugetată de către companie aceasta fiind extrapolată pentru perioada următoare ținând cont de următoarele considerente:

- ✓ cererea pentru serviciile oferite de societate se va stabiliza,
- ✓ durata medie estimată de viață a principalelor dotări.

Durata de previziune s-a împărțit în 3 perioade:

- perioada apropiată de 1 an în care previziunile au un grad mai ridicat de precizie fiind bazate, pe bugetul pregătit de conducerea societății;
- perioada intermediară de 4 ani în care previziunile se fac prin estimarea tendințelor rezultate precum și a principalelor consecințe ale investițiilor din perioada apropiată;
- perioada ulterioară în care previziunile au un grad mai mare de nesiguranță (s-au extrapolat tendințele mari ale perioadei intermediare considerând și saturarea previzibilă a pieții).

4.2.iv. VALOAREA TERMINALĂ

Estimarea valorii terminale s-a făcut în baza ipotezei de continuare a activității. Valoarea terminală este dată de capitalizarea cash flow-ului disponibil cu rata de capitalizare care are în vedere o creștere perpetuă de 1,9%.

Această estimare are la bază:

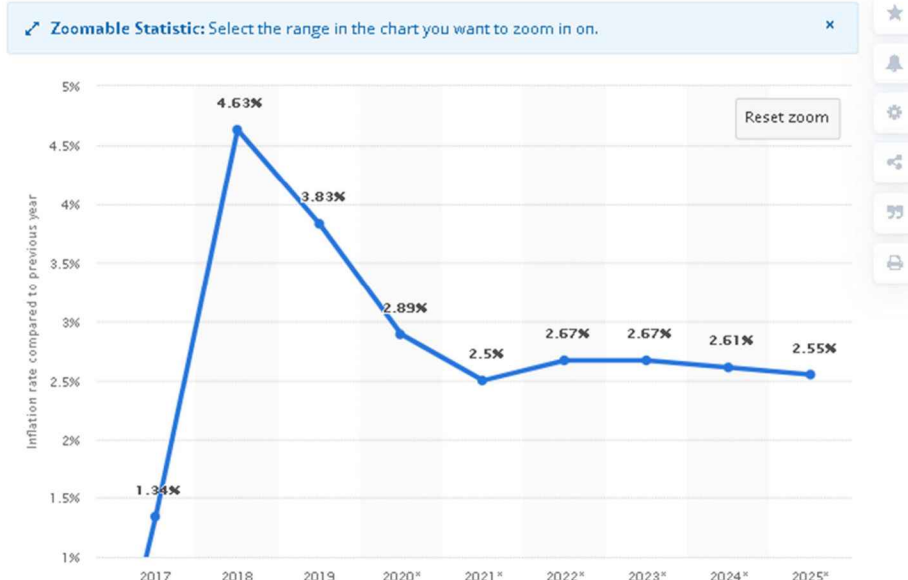
- estimările pentru inflația Eurozone conform publicației “PwC Global Economy Watch”. Conform ultimei ediții din anul 2020, inflația era estimată la 1,9% pentru perioada 2022-2026, fiind ulterior revizuită în luna Ianuarie 2021 la 1,7%;
- publicația online Statista de: 2,55% inflația estimată pentru România pentru 2025.
- FMI estimează o rată anuală a inflației de 2,5% pentru România pentru 2025.

	Share of 2019 world GDP		Real GDP growth			Inflation		
	PPP	MER	2020p	2021p	2022-2026p	2020p	2021p	2022-2026p
Global (Market Exchange Rate ("MER"))		100.0%	-4.0	4.7	2.8	1.9	1.9	2.6
Global (Purchasing Power Parity ("PPP") rate)	100.0%		-4.1	5.1	3.3	2.4	2.4	2.9
G7	31.7%	45.3%	-5.4	3.7	1.5	0.9	1.3	2.0
E7	36.2%	27.7%	-1.3	6.8	5.1	0.0	0.0	3.4
United States	15.9%	24.5%	-3.7	3.5	1.8	1.3	1.7	2.3
China	17.4%	16.8%	1.9	8.0	5.7	2.8	2.3	2.9
Japan	4.1%	5.8%	-5.4	2.4	0.6	0.1	0.0	1.2
United Kingdom	2.4%	3.2%	-11.3	4.5	1.8	0.8	1.4	2.0
Eurozone	10.7%	13.1%	-7.7	4.2	1.4	0.3	0.9	1.9

Romania: Inflation rate from 1985 to 2025

(compared to the previous year)

© Statista 2021



4.2.v. DETERMINAREA VALORII FLUXURILOR FINANCIARE DE DISPONIBILITĂȚI

Estimarea veniturilor

Baza de calcul pentru estimarea veniturilor totale a fost bugetul de venituri și cheltuieli întocmit de conducerea societății în lei pentru 2021 ajustat prin eliminarea veniturilor și cheltuielilor ce țin de activitatea de închiriere:

RON	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024	2025	Valoarea terminală
Venituri din exploatare (inclusiv venituri chirii)	1.265.388	1.473.290	1.258.734	1.494.000					
% venituri op vs anul trecut		116,4%	85,4%	118,7%					
- venituri din chirii	(175.023)	(178.381)	(152.533)	(194.000)					
Venituri din exploatare - activitatea de bază	1.090.365	1.294.909	1.106.201	1.300.000	1.352.000	1.406.080	1.448.262	1.477.228	1.505.295
% venituri op activitate de bază vs anul trecut		118,8%	85,4%	117,5%	104,0%	104,0%	103,0%	102,0%	101,9%

Notă: veniturile din chirii au fost ajustate deoarece partea din hală care este închiriată a fost considerat activ în afara exploatării și evaluat separat

Estimarea cheltuielilor și a marjei EBITDA

Societățile comparabile utilizate în estimarea ratei de actualizare precum și în cadrul abordării prin piață înregistrează următoarele marje EBITDA:

	Marja EBITDA
Fidia S.p.A.	-1,8%
Rawlplug Spolka Akcyjna	15,5%
Hydrapres S.A.	7,4%
MOJ S.A.	15,8%
Makina Takim Endustrisi	21,9%
Comelf SA	10,4%
Compa SA	12,8%
Cuartila 1	8,9%
Mediana	12,8%
Medie	11,7%
Cuartila 3	15,7%

Conform bugetului pentru 2021, marja EBITDA (ajustată pentru activele în afara exploatării) estimată a se realiza este de 4,8%. Prin urmare, pentru perioada 2022-2025 a fost considerată o creștere treptată a marjei până la un nivel de 8,5% considerat a se menține și în perpetuitate. Acest nivel se încadrează între nivelul minim și cuartila 1 a valorilor

înregistrate de comparabile și ia în calcul și marjele mai reduse înregistrate istoric de societate.

Precizăm că în ajustarea cheltuielilor aferente activelor în afara exploatării s-a avut în vedere un nivel de 15% din veniturile din chirii considerat rezonabil.

Investiții (CAPEX) și amortizare

Pe perioada de previziune explicită, investițiile au fost estimate la nivelul de 50.000 lei/an având în vedere atingerea unui procent mediu de 5,5% din venituri pentru cheltuiala cu amortizarea pentru perioada de previziune non-explicită (în perpetuitate). Precizăm că 5,5% este nivelul median înregistrat și de comparabilele utilizate în determinarea ratei de actualizare dar și în abordarea prin piață:

	Amo % Ven. Expl
Fidia S.p.A.	5,5%
Rawlplug Spolka Akcyjna	4,7%
Hydrapres S.A.	5,5%
MOJ S.A.	4,1%
Makina Takim Endustrisi	6,1%
Comelf SA	10,6%
Compa SA	6,6%
Cuartila 1	5,1%
Mediana	5,5%
Medie	6,2%
Cuartila 3	6,3%

Amortizarea a fost calculată pe baza registrului de mijloace fixe fiind eliminată amortizarea aferentă spațiului închiriat. Pentru investițiile noi s-a considerat o durată de viață de 5 ani.

În perpetuitate investițiile au fost considerate la nivelul amortizării (~5,5% din veniturile operaționale pentru activitatea de bază, reprezintă procentul mediu pentru 2021-2025 fiind totodată și la nivelul median al comparabilelor).

RON	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024	2025	Valoarea terminală
Amortizare ajustată	(90.074)	(70.476)	(57.797)	(61.726)	(67.957)	(77.726)	(87.043)	(92.349)	(82.984)
Amortizare ajustată (% venituri ajustate)	-8,3%	-5,4%	-5,2%	-4,7%	-5,0%	-5,5%	-6,0%	-6,3%	-5,5%

Variația capitalului de lucru

Capitalul de lucru operațional ca procent din venituri a fost estimat pe întreaga perioadă de previziune la nivelul de 32% din venituri. Nivelul de 32% din veniturile operaționale este relativ apropiat de nivelul median înregistrat de societățile comparabile utilizate în estimarea ratei de actualizare fiind susținut totodată și de valorile istorice înregistrate de companie:

	Capital de lucru % Ven expl.
Fidia S.p.A.	38,0%
Rawlplug Spolka Akcyjna	36,0%
Hydrapres S.A.	23,1%
MOJ S.A.	32,7%
Makina Takim Endustrisi	55,6%
Comelf SA	31,5%
Compa SA	23,6%
Cuartila 1	27,6%
Mediana	32,7%
Medie	34,4%
Cuartila 3	37,0%

Istoric societatea a înregistrat următoarele ponderi ale capitalului de lucru relativ la venituri:

RON	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de lucru	650.504	736.201	836.685	942.645	1.026.041
% CA	60,8%	52,8%	78,8%	61,5%	87,2%
Capital de lucru non-cash	309.412	243.067	391.337	486.484	610.656
	28,9%	17,4%	36,9%	31,7%	51,9%

Notă: ponderea medie a capitalului de lucru operațional (non-cash) pe cei 5 ani este de 33,4%

În 2020 ponderea a fost mai ridicată și datorită nivelului mai redus al veniturilor ca urmare a instituirii perioadei de lockdown în prima jumătate a anului.

Capitalul de lucru non-cash pornește de la capitalul de lucru la care se adaugă datoriile purtătoare de dobândă (și alte sume asimilate: dividende de plată, leasinguri etc.) și se scad disponibilitățile. O altă modalitate de calcul ar fi pornind de la Necesarul de Fond de Rulment la care se adună înapoi datoriile purtătoare de dobândă pe termen scurt².

Astfel următoarele elemente au fost eliminate pentru calculul de lucru operațional non-cash:

² Referință: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm

RON	2016	2017	2018	2019	2020
Credite bancare	186.103	115.421	133.612	135.741	151.881
Dividende de plata	857	857	857	857	857
Sume datorate actionarilor	312.096	302.096	276.696	276.696	276.696
Disponibilități în casă și conturi	(34.542)	(105.902)	(50.907)	(63.849)	(39.213)
Stocuri miscare lenta	(805.606)	(805.606)	(805.606)	(805.606)	(805.606)

Notă: primele trei poziții din tabel au fost asimilate datorilor financiare (nu țin de activitatea operațională) în timp ce ultima poziție a fost considerată în cadrul activelor în afara exploatarei. Precizăm că nu am dispus de date privind soldul stocurilor cu mișcare lentă pentru 2016-2019 astfel că am considerat ca acestea ar fi cel puțin la nivelul din 2020 având în vedere că acestea provin dintr-o perioadă de dinainte de 2016

Fluxurile de disponibilități

Tabloul fluxului de disponibilități și modul de calcul sunt prezentate în tabelul următor, pornindu-se de la profitul operațional net la care s-a adăugat amortizarea fiind o cheltuială nemonetară și din care s-a scăzut valoarea investițiilor și necesarul de capital de lucru pentru a susține creșterea volumului de afaceri (sume în lei):

RON	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024	2025	Valoarea terminală
Venituri din exploatare (inclusiv venituri chirii)	1.473.290	1.258.734	1.494.000					
% venituri op vs anul trecut	116,4%	85,4%	118,7%					
- venituri din chirii	(178.381)	(152.533)	(194.000)					
Venituri din exploatare - activitatea de bază	1.294.909	1.106.201	1.300.000	1.352.000	1.406.080	1.448.262	1.477.228	1.505.295
% venituri op activitate de bază vs anul trecut	118,8%	85,4%	117,5%	104,0%	104,0%	103,0%	102,0%	101,9%
Cheltuieli din exploatare fara amortizari	1.336.472	1.153.446	1.267.000					
Cheltuieli aferente AAE	26.757	22.880	29.100					
Cheltuieli din exploatare fara AAE	1.309.715	1.130.566	1.237.900					
EBITDA total	136.818	105.288	227.000					
Marja EBITDA (% Venituri totale)	9,3%	8,4%	15,2%					
EBITDA activitate de bază	(14.806)	(24.365)	62.100	67.600	98.426	115.861	125.564	127.950
Marja EBITDA (% Venituri exploatare fara AAE)	-1,1%	-2,2%	4,8%	5,0%	7,0%	8,0%	8,5%	8,5%
Amortizare	(94.983)	(82.304)	(86.233)					
Amortizare AAE	24.507	24.507	24.507					
Amortizare ajustată	(70.476)	(57.797)	(61.726)	(67.957)	(77.726)	(87.043)	(92.349)	(82.984)
Amortizare ajustată (% venituri ajustate)	-5,4%	-5,2%	-4,7%	-5,0%	-5,5%	-6,0%	-6,3%	-5,5%
EBIT			374	(357)	20.699	28.818	33.215	44.966
Impozit pe venit			(13.000)	(13.520)	(14.061)	(14.483)	(14.772)	(15.053)
Profit operațional net			(12.626)	(13.877)	6.638	14.336	18.443	29.913
Amortizare			61.726	67.957	77.726	87.043	92.349	82.984
Variația capitalului de lucru			194.656	(16.640)	(17.306)	(13.498)	(9.269)	(8.982)
Investiții (CAPEX)			(50.000)	(50.000)	(50.000)	(50.000)	(50.000)	(82.984)
Fluxuri de numerar nete			193.756	(12.560)	17.059	37.880	51.523	20.931

Astfel, actualizarea fluxurilor de numerar obținute cu rata de actualizare estimată la capitolul 4.2.ii rezultă într-o valoare a capitalurilor investite, conform calculelor din Anexa 3, de:

$$V_{\text{Capitaluri Investite} - \text{activitate operațională}} = 482.108 \text{ lei}$$

Active în afara exploatării

Societatea deține la data evaluării următoarele active în afara exploatării:

1. Parte din hala de fabricație închiriată terților. Mai exact o suprafață de 3.000 mp dintr-un total de 5.546 mp este închiriată. Această suprafață închiriată a fost estimată la valoarea de piață de 373.000 Euro respectiv **1.816.286 lei**. Mai multe detalii privind acest spațiu precum și evaluarea sa, se regăsesc în Anexa 7.
2. un număr de 54 poziții din registrul mijloacelor fixe cu o valoare netă contabilă de 319.102 lei care sunt în conservare. Valoarea rămasă contabilă a fost asimilată valorii de piață.

Astfel, valoarea totală a capitalurilor investite este de:

$$V_{\text{Capitaluri Investite}} = 2.617.496 \text{ lei}$$

Datorii purtătoare de dobândă

La data evaluării, soldul datoriilor purtătoare de dobândă și asimilate este de **429.434 lei** fiind compus din:

- Credite pe termen scurt: 151.881 lei
- Dividende de plată: 857 lei
- Împrumut de la acționarul majoritar: 276.696 lei

Disponibilități

Soldul numerarului în conturi curente și casă, la data evaluării, este în sumă de **39.213 lei**.

Rezultate – Abordarea prin venit

Așadar, pornind de la valoarea justă determinată a capitalurilor investite și ținând cont de datoriile purtătoare de dobândă nete de disponibilități, valoarea capitalurilor proprii ale

societății (100% acțiuni) este de:

Valoarea întreprinderii	2.617.496
Minus: datorii financiare	(429.434)
Plus: numerar în conturi curente și casă	39.213
Valoare capital propriu	2.227.275
Valoare capital propriu rotunjit	2.227.000
Nr. acțiuni	1.385.634
Valoare acțiune	1,6072

4.3. ABORDARE PRIN PIAȚĂ

Abordarea prin comparații de piață se bazează pe un proces logic în care valoarea de piață se va obține prin analiza tranzacțiilor cu întreprinderi similare și relevante, compararea acestor întreprinderi cu firma evaluată și, în final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unui factor de conversie (multiplicator).

Abordarea este aplicabilă și în cazul în care sunt disponibile date privind tranzacții anterioare cu subiectul evaluării însă pentru societatea evaluată, având în vedere că ultima tranzacție cu acțiunile societății a fost realizată în Septembrie 2017, considerăm că aplicarea acestei metode nu este relevantă.

Pentru referință precizăm că ultimul curs al acțiunilor la care s-a realizat o tranzacție este de 1,5 lei ce corespunde unei capitalizări de 2.078.451 lei.

4.3.i. ANALIZA MULTIPLICATORILOR DE SECTOR

Este adecvată pentru a estima valoarea acțiunilor societății evaluate prin comparație cu prețurile acțiunilor unor societăți similare ce sunt tranzacționate pe piețele de capital. Indicatorii de tranzacționare a acestor acțiuni pot fi aplicați performanțelor financiare ale societății evaluate pentru a estima valoarea de piață a acțiunilor acestei societăți.

Trebuie remarcat că valoarea obținută poate să nu fie exact egală cu prețurile de tranzacționare ale acțiunilor evaluate (ultimul preț sau prețul mediu) pentru că reprezintă o opinie logică a evaluatorului și nu comportamentul participanților pe piață.

Mecanismul abordării solicită evaluatorului să utilizeze prețurile și indicatorii de piață alături de alți factori, cum ar fi: profiturile, fluxurile de numerar, valoarea contabilă a capitalurilor proprii etc., să rețină indicatori (multipli) de piață, iar ulterior, să aplice ajustări corespunzătoare diferențelor între întreprinderile cotate și cele necotate (dimensiune, lichiditate, acces la finanțare etc.)

Pentru estimarea valorii capitalului propriu s-au utilizat indicatorii aferenți cuartilelor 1 și 3 ai sectorului de activitate în care își desfășoară activitatea și compania evaluată.

Întrucât pe piața bursieră din România sunt foarte puține companii listate din același domeniu de activitate cu societatea evaluată care să aibă raportate date complete, au fost selectate comparabile și de pe piețe externe. Multiplicatorii de comparație se calculează împărțind prețul capitalizat al societății comparabile (preț / acțiune x nr. de acțiuni) la indicatorii menționați anterior.

Societățile comparabile pentru care se calculează indicatorii semnificativi trebuie să fie similare cu societatea de evaluat din punct de vedere al dimensiunilor, piețelor pe care acționează și al atractivității față de investitori.

4.3.i.a. SELECTAREA COMPANIILOR COMPARABILE

Inițial au fost selectate un număr de 7 companii comparabile din România și din țări europene, pentru care să fie disponibili multiplicatorii EV/EBITDA, EV/Sales, dintr-o sursă comună, respectiv baza de date Infrontanalytics și care să ofere produse și servicii similare:

- Fidias S.p.A. - Italia
- Rawlplug Spolka Akcyjna – Polonia
- Hydrapres S.A. - Polonia
- MOJ S.A. - Polonia
- Makina Takim Endustrisi A.S. - Turcia

Și în România există două companii comparabile, concurente, listate la bursă cu acțiuni tranzacționate în ultimul an:

- COMELF S.A. – Bistrița (ticker: CMF)
- COMPA S.A. – Sibiu (ticker: CMP)

Având în vedere că:

- ✓ Societatea Fidias S.p.A a înregistrat valori negative ale indicatorului EBITDA
- ✓ Societatea Makina Takim Endustrisi A.S a înregistrat valori extrem de mari pentru ambii multiplicatori (outlier)

aceste societăți au fost excluse din cadrul abordării prin piață.

Rawlplug Spolka Akcyjna - Polonia

Rawlplug SA este o companie holding, care se ocupă cu proiectarea, fabricarea și distribuția de scule, scule electrice și sisteme de fixare a construcțiilor. Produsele sale includ elemente de fixare mecanice, produse filetate, ancore chimice, burghie, ferăstraie circulare, unelte, fixare ușoară, elemente de fixare, accesorii pentru scule electrice, capsare de lipire și unelte electrice. Compania oferă și livrează produsele sale în construcții, automobile, inginerie mecanică, inginerie electrică, minerit, construcții navale, industria rutieră, electricitate și prelucrarea lemnului. Rawlplug a fost fondată în 1999 și are sediul în Wrocław, Polonia.



Hydrapres S.A. – Polonia

Hydrapres SA se angajează în proiectarea și producția de mașini, aparate industriale și piese ștanțate/presate pentru industria auto. Își desfășoară activitatea în următoarele sectoare: ștanțarea metalelor și operațiuni suplimentare; asamblare; și fabricarea instrumentelor de ștanțare și întreținerea acestora.

Hydrapres are o fabrică - un magazin de ștanțare situat în Parcul Industrial Modern din Solec Kujawski. De-a lungul anilor de funcționare, compania a adunat o echipă calificată și experimentată de specialiști, care pot satisface cerințele clienților. Certificarea ISO / TS 16949 (IATF 16949) dovedește că producția îndeplinește cele mai înalte standarde de calitate din industrie. Hydrapres a început să proiecteze și să construiască mașini în 1984. Compania construiește peste o sută de prese hidraulice. Gama de produse a crescut în timp - compania a început să producă linii de producție automate și echipamente tehnologice pentru sarcini și scopuri speciale. Printre altele, compania a proiectat și construit un hub de producție automatizat pentru calibrarea conductelor. Hydrapres a început producția în serie și este expert în furnizarea de soluții globale în domeniul ingineriei mașinilor și construcției de echipamente periferice pentru turnarea prin injecție și ștanțarea materialelor sintetice.

Magazinul de ștanțare este în continuă dezvoltare din 1998 și produce elemente metalice ștanțate, în special pentru industria auto, care sunt pe deplin conforme cu ISO / TS 16949. O nouă fabrică construită în Solec Kujawski în 2006 garantează capacitatea de producție ridicată și stabilitatea proceselor de producție, îndeplinind cele mai înalte standarde de logistică și livrare. Oferta completă a companiei este susținută de un departament de proiectare care lucrează la cel mai nou software CAD / CAM și la un magazin de scule bine echipat, permițând fabricarea și întreținerea celor mai complicate și mai precise echipamente.



MOJ S.A. - Polonia

Compania este o companie cu sediul în Polonia, care se ocupă cu producția și distribuția de dispozitive și instrumente pentru industria minieră, energetică, inginerie, metalurgică și ciment. Portofoliul de produse al Companiei constă în cuplaje industriale, echipamente de foraj și echipamente mecanice la scară mică. Are propriile departamente tehnice și tehnologice, oferind consultanță tehnică. Compania operează pe piața internă, precum și exportă produsele sale în străinătate. La data de 31 decembrie 2011, Societatea era deținută de GK FASING SA în proporție de 69,15%

Historical Charts for MOJ S.A.



COMELF S.A. – Bistrița (ticker: CMF)

Comelf s-a dezvoltat de la început ca o întreprindere specializată în producția de utilaje și instalații destinate protecției mediului înconjurător. În acest sens a fost cumpărată de la firma Lurgi o licență pentru producția de electrofiltre. Împreună cu ICPET București în calitate de proiectant, în perioada anilor '80 Comelf a executat o întreagă gamă de electrofiltre pentru centralele electrice pe cărbune prinse în programul național de industrializare al țării. De asemenea în această perioadă s-au produs o gamă largă de electrofiltre și filtre cu saci destinate industriei cimentului pentru o serie de țări din Asia, Africa, Orientul Mijlociu.

După 1990 s-a restrâns considerabil piața internă ca urmare a reducerii masive a programelor de investiții din România, segment de piață care absorbea cea mai mare parte a produselor Comelf. În această situație Comelf a fost nevoită să se orienteze spre piața externă și spre alte domenii de activitate. S-a continuat într-o oarecare măsură legăturile cu firma Lurgi în producția de utilaje destinate protecției mediului înconjurător până prin anii 1999, după care cifra de afaceri cu acest partener a căzut practic la zero. Concomitent s-a încercat pătrunderea pe piața produselor destinate industriei energetice cifra de afaceri pentru acest gen de produse crescând an de an. De asemenea s-a mărit treptat producția de componente și utilaje

terasiere ele ajungând ca la un moment dat să reprezinte 40 % din cifra de afaceri.



Astăzi produsele executate de Comelf pot fi grupate în următoarele categorii:

1. Echipamente pentru desprăfuirea gazelor industriale
 - Electrofiltre
 - Filtre cu saci
2. Echipamente pentru tratarea și epurarea apelor uzate
3. Echipamente hidromecanice și hidroenergetice
4. Părți pentru centrale electrice cogenerative cu turbine pe gaz
 - Module filtre
 - Difuzoare
 - Inlet plenum
 - Exhaust plenum
 - Diverter

-
- Coșuri
 - 5. Părți sub presiune (cazane, schimbătoare de căldură, conducte de răcire, rezervoare de stocare)
 - 6. Construcții mecanice din oțel inoxidabil
 - 7. Componente și mașini terasiere
 - Mașini complete (concasoare, mașini de turnat asfalt)
 - Componente (rame, brațe)
 - 8. Părți pentru turbine eoliene
 - Carcase transformator
 - Rame transport pentru ax
 - Rama transport nacela
 - Construcții sudate complexe
 - Rame componente Canopy

COMPA S.A. – Sibiu

De-a lungul celor 130 de ani de existență, Compa a progresat în mod constant din punct de vedere tehnic și tehnologic, investind în permanență în calitatea produselor și serviciilor sale. Compa se află între primele companii cu capital românesc, prezente în top 100 al exportatorilor din România. Harta Compa acoperă 23 de țări, de pe 3 continente, din care amintim: Franța, Germania, Statele Unite, Cehia, Slovacia, Belgia, Olanda, Anglia, Italia, China și India.

Produsele Compa sunt asamblate pe automobile precum Audi, BMW, Citroen, Fiat, Ford, GM, Mercedes, Peugeot, Porsche, Renault, Toyota, VW, Kia. Compa a reușit să impună și să transmită principiile profesionalismului, construind parteneriate puternice, de lungă durată, cu companii de prim rang din domeniul automotive și nu numai: Bosch, BOS, Continental, Dacia-Renault, Daikin, Delphi, DMG-MORI, Haulotte Group, Faurecia, Hendricson, Honeywell, Hutchinson, Fuji-Kiko, Jtekt, Joyson Safety Systems, Schaeffler Group, ThyssenKrupp Bilstein, ZF, WILO, etc.

Principalele grupe de produse:

- ✓ componente pentru sisteme de injecție;
- ✓ lame, brațe și prinderi pentru ștergătoare de parbriz;
- ✓ cartere centrale, flanșe și role pentru turbosuflante;
- ✓ pinioane pentru casete de direcție;
- ✓ componente pentru coloane de direcție;
- ✓ arcuri;
- ✓ piese stanțate;

- ✓ piese forjate;
- ✓ transmisii cardanice;
- ✓ ansamble mecano-sudate;
- ✓ componente pentru instalații de aer condiționat;
- ✓ echipamente industriale, matrițe și scule.



4.3.i.b. REZULTATE OBTINUTE

Datele folosite sunt preluate din baza de date Infrontanalytics, multiplicatorii fiind calculați pe baza societăților comparabile prezentate anterior. Acești multiplicatori sunt aplicați rezultatelor societății în vederea stabilirii valorii companiei. Analiza specificului sectorului arată că indicatorii relevanți pentru a fi aplicați sunt EV/Sales și EV/EBITDA.

Pe baza multiplicatorilor companiilor comparabile, s-a procedat la calculul valorilor medii de sector:

Multiplicatori	Min	Cuartila 1	Medie	Mediană	Cuartila 3	Max	CV
EV / Sales	0,29	0,46	0,49	0,48	0,49	0,73	29%
EV / EBITDA	2,58	3,11	4,85	5,78	6,28	6,48	38%

Pe baza multiplicatorilor specifici cuartilei 1, medianei și cuartilei 3 s-a obținut următorul interval pentru valoarea capitalului investit al societății pe baza rezultatelor estimate pentru 2021:

Multiplicatori ajustați	Cuartila 1	Mediană	Cuartila 3
EV / Sales	0,46	0,48	0,49
EV/EBITDA	3,11	5,78	6,28
EV/Sales	574.628	599.612	612.104
EV/EBITDA	185.583	344.910	374.746
	Min	Mediană	Max
Valoarea Întreprinderii	380.106	472.261	493.425

Din aceste valori se scad datoriile purtătoare de dobândă nete de numerarul în exces pentru a determina valoarea capitalurilor proprii. Având în vedere că în piața de capital sunt tranzacționate pachete minoritare, o primă de control ar trebui să fie adăugată la valorile de mai sus pentru a estima valoarea a 100% din acțiunile societății evaluate. Prima de control specifică conform altor companii comparabile din sectorul de activitate în care activează societatea este de 26,9% (sursă: *baza de date Business Valuation Resources, Mergerstat Control Premium Study Q2, 2020* – vezi Anexa 6).

Având în vedere că societatea este listată nu am considerat necesară aplicarea unui discount de pentru lipsa de lichiditate.

Luând în calcul toate ajustările menționate și adăugând activele în afara exploatarei, valoarea capitalurilor proprii ale companiei este cuprinsă între:

	Min	Mediană	Max
Valoarea Întreprinderii	380.106	472.261	493.425
Minus: Datorii purtătoare de dobândă nete / (Numerar net)	390.221	390.221	390.221
Valoare capitaluri proprii operaționale (pachete minoritare, lichide)	-10.115	82.040	103.204
Prima de control		26,9%	
Discount pentru lichiditate redusă		0,0%	
Valoare capitaluri proprii operaționale (pachete majoritare, lichide)	-12.837	104.109	130.966
Active în afara exploatării	2.135.388	2.135.388	2.135.388
Valoare capitaluri proprii (pachete majoritare, lichide)	2.123.000	2.239.000	2.266.000

Așadar valoarea capitalului propriu va avea valoarea cuprinsă între:

$V_{\text{capital propriu}}$ între 2.123.000 lei și 2.266.000 lei