

September 9, 2022

AQUILA (AQ RO)

Hold

Delivering good results

- **We initiate coverage with HOLD recommendation and a DCF-derived target price of RON0.73 per share.** We believe the company's share price has a 13.6% growth potential from the current price of RON0.64. Aquila's core operations are the distribution of consumer goods, logistics services and international and domestic transport services.
- **The distribution process extends to all market channels** - Organized Trade, Traditional Trade, Food Service and Vending, as well directly as indirectly, through subcontractors. The company has strategic partnerships with important brands such as Ferrero, Mars and Unilever.
- **In the first half of 2022, Aquila recorded revenues of RON960.9 million. For FY2022 we estimate that the company's revenues could reach RON2,109 million,** marking an increase of 9.3% compared to 2021. On the operational level, we estimate an EBIT margin of 4.5% in 2022, at a similar level to 2021.
- **The fast-moving consumer goods (FMCG) market in Romania,** according to data published by Euromonitor, is expected to grow at an average annual rate (CAGR) of 3.4% until 2026, of which is estimated that the modern trade will grow by 5.5% and the traditional one will decrease by 0.2%. Convenience stores are expected to have the highest average annual growth rate, of 9%, through 2026.
- **According to the company's development strategy,** Aquila considers expansion through mergers and acquisitions, increasing the presence in channels with higher margins, focusing on the frozen products segment, increasing its own brands of products, but also eyes ESG factors.
- **Potential risks to our recommendation** are related to lower sales because of a possible reduction in the volume of trade in the retail market due to the increase in food prices and a more significant increase in the cost of fuel and transport services, which could have a negative impact on the company's profit margins.

Target price (Return %):	RON0.73 (13.6%)
Price:	RON0.64
Market Cap.:	RON773 mn
Avg. Daily Turnover (RON/EUR)	0.23m/0.05m

Equity Research Department

0364 401 709 (int 3025)

analiza@brk.ro

Share data

52-week price low/high	0.63 – 0.94
Dividend per share 2021 (RON)	0.0442
Shares outstanding (million)	1.200

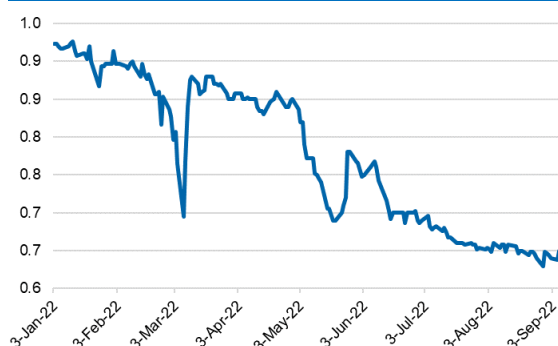
Shareholders (%)

DOCIU ALIN-ADRIAN	33.3%
VASILE CONSTANTIN-CATALIN	33.3%
Others	33.3%

Share Performance (%)

	YTD	1w	3m	6m
Variation	-31.0	0.0	-1.5	-16.2
Relative to BET	-22.1	-0.2	3.9	-22.3

AQ – share price evolution



Source: BVB

Key indicators (RONm)	2020	2021	S1 2022	2022E	2023E
Net turnover	1,708	1,930	961	2,109	2,264
Growth (%)		13.0%	10.3%	9.3%	7.4%
EBITDA	129	137	59	146	161
EBITDA margin (%)	7.6%	7.1%	6.2%	6.9%	7.1%
EBIT	81	86	34	95	108
EBIT margin (%)	4.7%	4.5%	3.6%	4.5%	4.7%

Source: Aquila, BRK

Romanian translation from page 13

9 September 2022

Company valuation

We initiate coverage with a HOLD recommendation and a target price of RON0.73 per share, calculated using the discounted cash flow method. The upside potential is 13.6% from the current price of RON0.64 per share.

According to data published by Aquila, the company's distribution process spans all market channels - Organized Retail, Traditional Retail, HoReCa and Vending, both directly and indirectly through subcontractors. The Group's sales and distribution model is an evolving process that helps to identify and quantify opportunities for growth and improving efficiency. Based on data published by the company, Aquila has partnerships with all local and international hypermarket and supermarket chains, as well as discount stores, cash & carry and petrol stations, accessing over 4,500 locations, of which over 1,400 are petrol stations. It covers all types of stores in the Traditional Retail channel and has a portfolio of 58,000 customers and accesses over 5,000 HoReCa locations.

The discount rate (WACC) used to estimate the present value of Aquila's future cash flows is 13.1%. At the same time, the share price could be influenced by the macroeconomic and stock market environment in the coming period. In Romania, benchmark rates for 5 and 10-year government bonds exceeded 8%.

Price (September 8, 2022) **RON0.64**
Target price **RON0.73**

As Aquila is the market leader in the field of integrated distribution and logistics solutions in Romania, we expect the company's revenues to grow at an average annual rate of 6.6% by 2026 and an average EBIT margin of 5.2%. The company's network represents 90% of the retail universe.

Best case **RON0.84**

A more significant revenue growth and a more efficient cost management would have a significant positive impact on company margins.

Worst case **RON0.55**

A decrease in sales volume in the retail market due to higher food prices, a more significant increase in the cost of fuel and transport services could have a negative impact on the company's profit margins.

Figure 1: DCF

RON	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Operating profit after tax	85,116,196	96,767,364	108,869,687	128,223,004	148,282,593
Plus: Depreciation and amortization	51,581,601	53,866,601	56,199,935	58,533,268	61,033,268
Minus: Capital Expenditures (Investments)	(33,550,000)	(35,000,000)	(35,000,000)	(35,000,000)	(40,000,000)
Minus increase/Plus decrease in working capital	(29,846,120)	(26,001,044)	(22,873,829)	(21,765,328)	(21,153,181)
FCFF	73,301,677	89,632,921	107,195,792	129,990,944	148,162,681
Discount rate	13.1%				
Present Value Factor	1.00	0.88	0.78	0.69	0.61
Discounted Net Cash Flow	73,301,677	79,235,457	83,768,701	89,798,516	90,478,816
Sum of Discounted Net Cash Flow	416,583,166				
Terminal Value	747,539,855				
FMV of Operating Capital Structure	1,164,123,021				
Plus: Cash as of 30/06/2022	27,037,481				
Minus: Total debt as of 30/06/2022	312,823,049				
Minus: Minority interests	422,473				
FMV of Capital Structure	877,914,980				
Number of shares	1,200,002,400				
Price/share	0.73				
Current price	0.64				
Potential upside	13.6%				

Source: BRK

9 September 2022

Figure 2: Terminal value calculation

Net Operating Profit	148,282,593
x (1+ Long-term growth)	1.020
Equals: Terminal Net Oper. Profit	151,248,245
Add: Normalized Depreciation	62,253,933
Less: Normalized Capital Expenditure	68,479,327
Minus: Incremental Working Capital	8,872,625
Equals: Terminal Cash Flow	136,150,227
/ Capitalization rate	8.99
x PV factor	0.6107
Equals: Terminal value	747,539,855

Source: BRK

Figure 3: Sensitivity analysis

		Residual growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	11.5%	0.83	0.86	0.89	0.93	0.96
	12.0%	0.79	0.81	0.84	0.87	0.90
	13.1%	0.69	0.71	0.73	0.75	0.78
	14.0%	0.63	0.65	0.66	0.68	0.70
	14.5%	0.60	0.61	0.63	0.64	0.66

Source: BRK

Relative valuation

In terms of relative valuation, we looked at the trading multiples of other companies that we considered comparable to Aquila's business.

According to Bloomberg data, selected companies trade at an EV/EBITDA multiple of 3.15x and a P/E multiple of 12.52x. The EV/EBITDA multiple for Aquila is 4.71x, above the median of the companies, and the P/E multiple is 10.85x, below the median of the selected peers.

Since these companies are not fully comparable to Aquila's operations, this analysis can only be considered a sanity check of the DCF valuation.

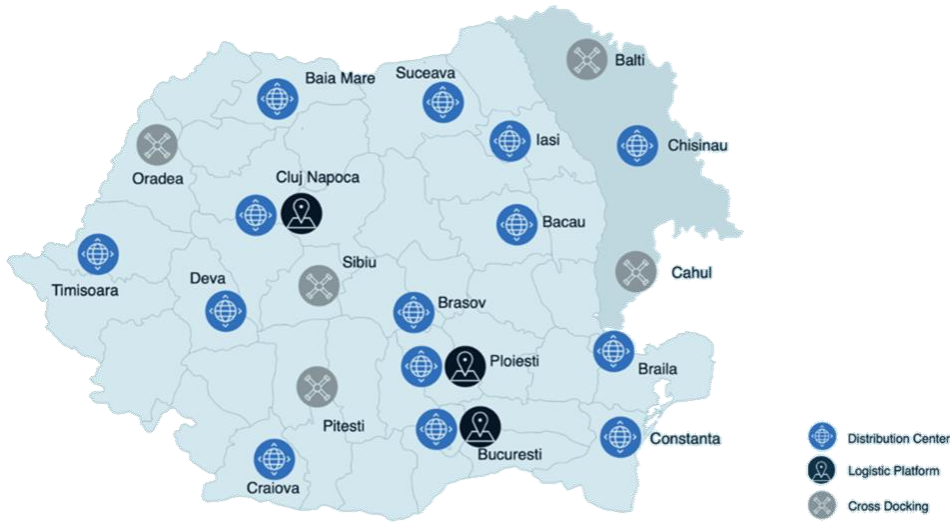
Figure 4: Relative valuation

Company	Ticker	Market Cap (EUR milions)	EV/EBITDA	P/E
CIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL	LOG SM	2,676	1.55	12.52
LOGWIN AG	TGHN GR	756	3.15	12.57
WINCANTON PLC	WIN LN	510	6.12	9.46
Median			3.15	12.52

Source: Bloomberg, BRK

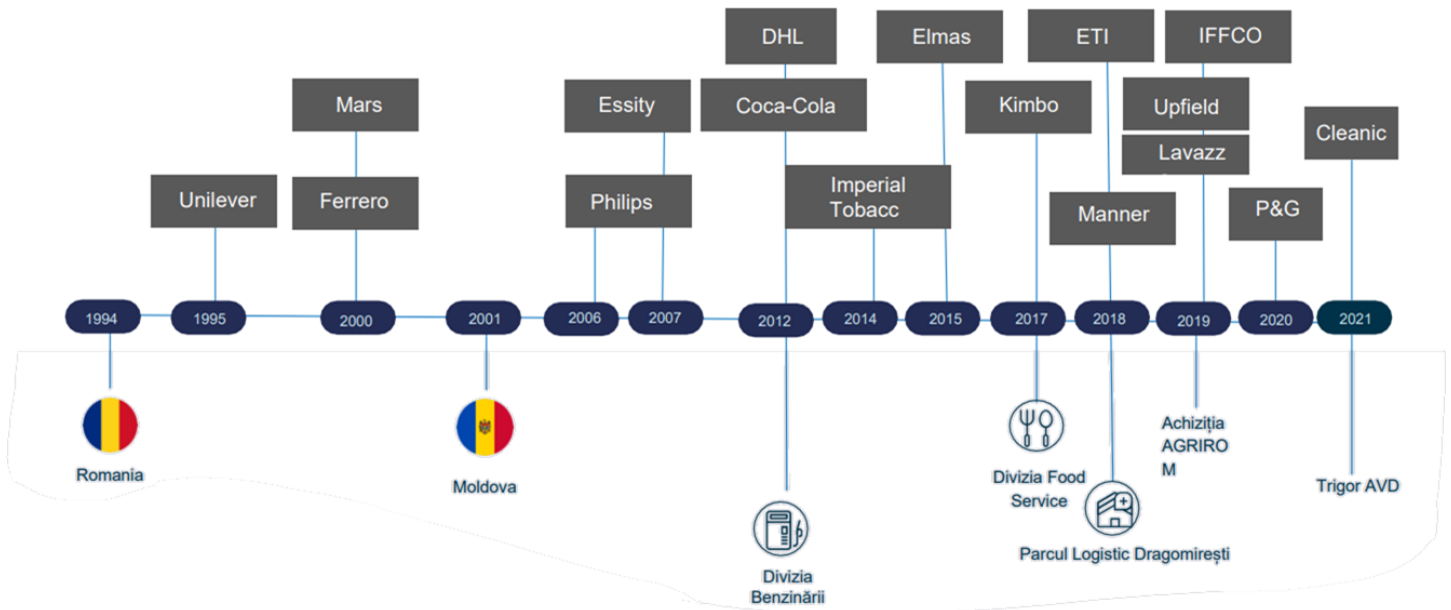
9 September 2022

Figure 5: Territorial coverage



Source: Aquila

Figure 6: The company's partnerships



Source: Aquila

9 September 2022

Key aspects in company valuation

Revenue estimation by segment

Aquila's revenues are derived from its three main areas of activity: distribution, logistics and international transport.

Within the distribution business, each channel addresses different categories of customers, namely the Traditional Retail Channel, the Organized Retail Channel and the HoReCa Channel. Complementary to the distribution of consumer goods, the Group provides logistics services through warehousing, (re-)packaging and internal transport operations in different temperature segments: ambient, chilled and frozen. Aquila's international transport division covers 15 countries in Europe, with a fleet of 114 ambient and temperature-controlled heavy-duty trucks.

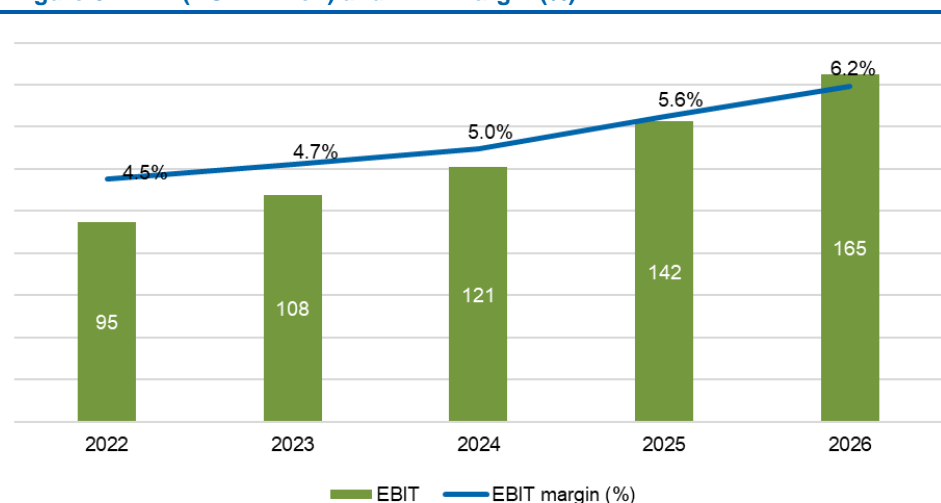
The distribution activity accounts for more than 90% of the company's total revenue, while the logistics and transport activities for less than 10%. For the 2022-2025 period we estimate an average annual growth in turnover of about 6.5%. The following table shows the estimated development of the company's revenues until 2026.

Figure 7: Estimation of revenue by segment

RON	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,114,908,996	2,268,937,723	2,406,295,980	2,536,997,643	2,664,023,338
Distribution of goods	1,960,982,419	2,105,900,281	2,233,388,485	2,354,698,411	2,472,596,512
Logistics services	75,908,997	81,518,721	86,453,748	91,149,616	95,713,413
Transport services	67,474,664	72,461,085	76,847,776	81,021,881	85,078,590
Other income	10,542,916	9,057,636	9,605,972	10,127,735	10,634,824

Source: BRK

Figure 8: EBIT (RON million) and EBIT margin (%)



Source: BRK

Investment plans

According to the company's investment plan for the year 2022, an amount of EUR6.71 million is envisaged for CAPEX, distributed as follows: EUR3.86 million for the fleet, EUR1.86 million for automation and equipment, EUR0.74 million for IT & Communication and EUR0.25 million for other investment expenditure. For the period 2022-2025, the value of CAPEX is estimated at an average of 1.6% of turnover.

9 September 2022

About Aquila

Company overview

Aquila covers 90% of the retail market, with over 67,000 points of sale (POS) in locations ranging from 10 to 10,000 sqm. The distribution process spans all market channels - Organized Retail, Traditional Retail, HoReCa and Vending, both directly and indirectly through subcontractors. The Group's sales and distribution model is an evolving process that requires expertise in organizational optimization, organizational diagnosis, identification and quantification of growth and efficiency opportunities.

Figure 9: Aquila's operations



Source: Aquila

Sustainability Strategy (ESG)

For the 2022-2026 period Aquila has three strategic directions to focus on, namely:

- i. environment and climate change
- ii. human capital and communities
- iii. ethics and governance

Aquila is committed to carrying out its activities in the most nature-friendly way, with the direct objective of reducing greenhouse gas emissions by reducing its carbon footprint. The company's target is to reduce greenhouse gas emissions by 10% over the next 5 years, with 2021 as a reference year. By 2030, all procurement procedures for materials and services important to the Group's business to be made in accordance with the principles of green procurement.

In terms of human capital, Aquila is looking at the following areas: workplace safety and health, training and development, succession planning and business resilience.

Aquila aims for a high level of transparency and for the next 5 years will focus on: strengthening internal corporate governance policies, engaging suppliers in sustainable activities, working with rating agencies to assess progress.

The full report presenting the company's sustainability (ESG) strategy can be found [here](#).

9 September 2022

Market analysis

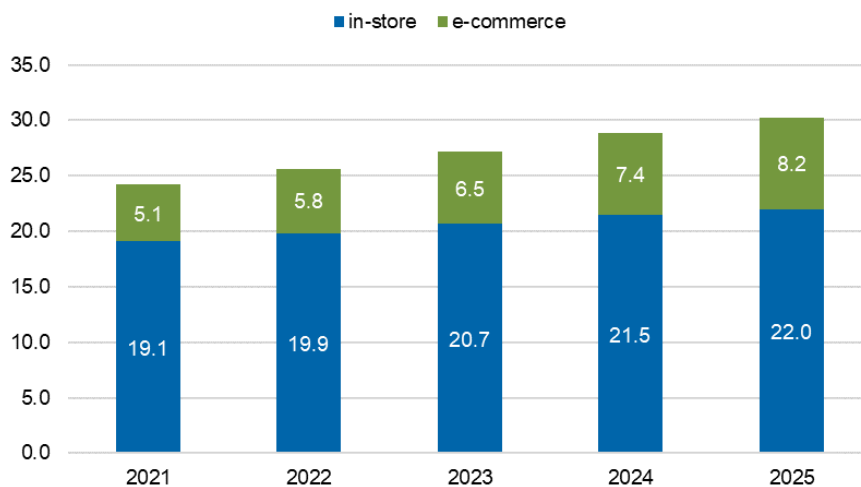
Consumer goods and FMCG

Aquila is one of the leading distributors of consumer products in Romania and the Republic of Moldova. According to information published by the company, strategic partnerships of over two decades with Ferrero, Mars and Unilever ensure Aquila's presence in all three channels Traditional Retail, Organized Retail and HoReCa.

The Traditional Retail channel comprises the following types of customers: En-Gross, Sub-distributors, Local Trade Networks, Pharmacies and Pharmacy Networks, the main customers in this channel being: Pet Prodexim SRL, Unicarm SRL, Zozo Cafe Distribution SRL, Top Royal Brands SRL, Annabella SRL, Paco Prod Serv SRL. The Organized Retail channel comprises over 4,500 customers, the main ones being hypermarket chains, supermarkets, discounters, as well as over 1,400 petrol stations. The HoReCa channel, with the Gastro portfolio, addresses customers in this industry, covering all sales channels, including Profi Rom Food SRL, Unicarm SRL, Narida SRL, Eurest Rom SRL, Phoenicia Express SRL, General Agro Com Service SRL.

The consumer goods market is continuously adapting to consumer demand and trends. Digital innovation, pandemics and an increased focus on sustainable and healthy habits have been just a few of the most important factors influencing the consumer goods market in recent years. Consumer goods companies need to optimize their marketing strategies to maintain customer loyalty in this competitive market.

Figure 10: Estimated value of the in-store and e-commerce retail sales worldwide from 2021 and 2025 (in trillion U.S. dollars)

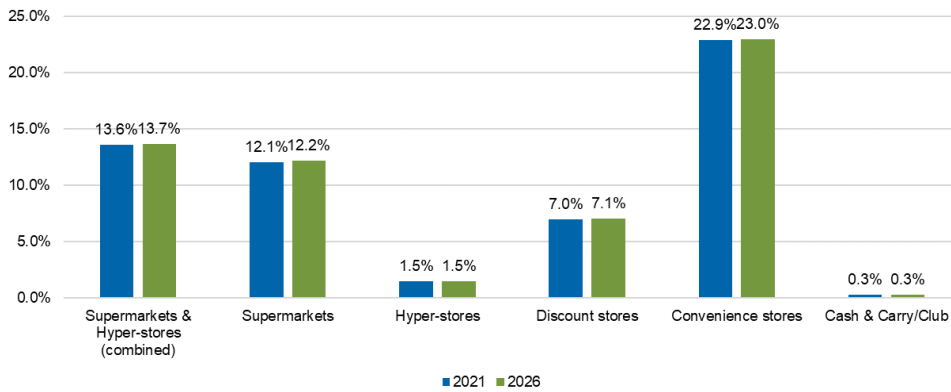


Source: Statista

Most retail activities are still carried out in physical stores, which sell general merchandise or specialize in specific products. In recent years, the retail industry has experienced a multitude of changes. While the adoption of technology has brought innovation, specific retail formats such as convenience and franchise stores are growing significantly faster than others. The retail market for consumer goods is strongly affected by the growth of e-commerce and changes in consumer behavior, such as a growing demand for more delivery and collection options. According to data published by Statista, globally, the value of online sales is expected to increase in the coming years.

9 September 2022

Figure 11: Estimated channel share of the store-based total grocery sales worldwide in 2021 and 2026 (% of the total store-based grocery sales)

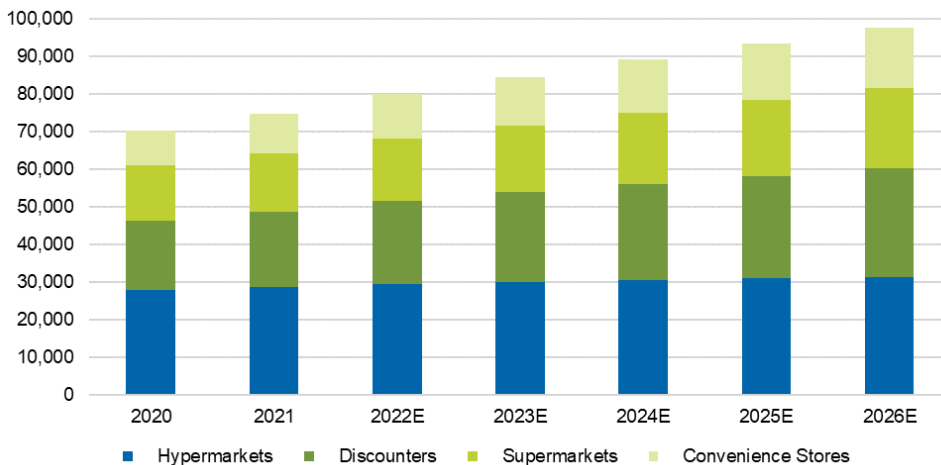


Source: Statista

The chart below shows the historical and estimated sales value until 2026 excluding sales tax of hypermarkets, discounters, supermarkets and convenience stores in Romania, according to data published by Euromonitor.

Therefore, in 2022 the highest sales growth is estimated for convenience stores, with 11.2% compared to 2021, and for discount stores, an increase of 9.5% vs. 2021. For the four types of retail stores presented below, an increase of 6.8% is estimated in total for 2022 compared to 2021 (reaching a total value of RON79,810 million). In the next few years, hypermarkets are estimated to have the largest share in the total value of sales, and by 2026, the value of sales in discount stores and hypermarkets could be at a similar level. In 2026, the estimated value of retail sales in the four categories of stores is RON97,591 million, an increase of 31% vs. 2021.

Figure 12: Modern trade (RON million)

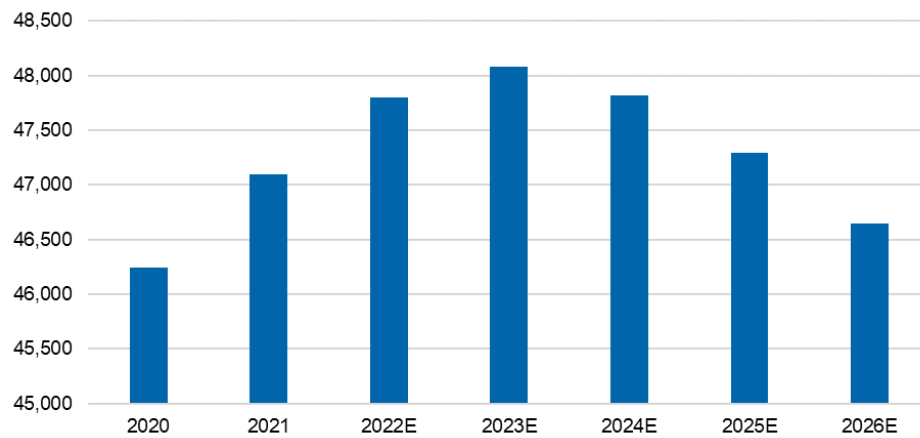


Source: Euromonitor

9 September 2022

For traditional trade, the value of sales excluding sales tax is on a slight downward trend until 2026. In 2022 an increase of 1.5% is estimated compared to the previous year. In 2026, the value could reach RON46,647 million, down 1% versus 2021.

Figure 13: Traditional trade (RON million)



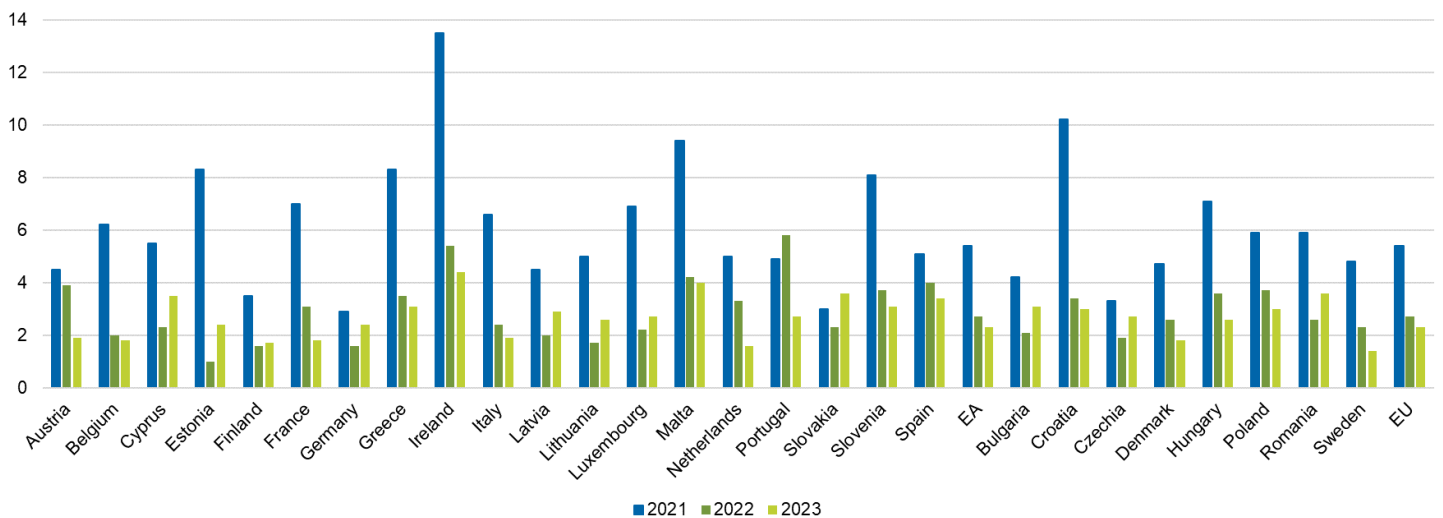
Source: Euromonitor

Macroeconomic background

The global economic outlook has deteriorated significantly in early 2022, mainly because of the conflict between Russia and Ukraine. The economic fallout from the war in Ukraine is being felt globally in terms of trade, particularly in commodities, as Russia is a major supplier of oil, gas and metals and together with Ukraine, of wheat and maize. Consequently, the fall in supply of these commodities has had a significant impact on prices.

According to data published by the NSI, for the first quarter of 2022 Romania's GDP was up 5.1% in real terms compared to the last quarter of 2021 and 6.4% compared to the first quarter of 2021. Compared to Q1 2022, GDP in Q2 2022 was 2.1% higher. The IMF revised the economic growth for the euro area economy downwards in July, to 2.6% for 2022 (from 2.8%) and 1.2% for 2023 (from 2.3%). The European Commission forecasts EU-wide economic growth of 2.7% in 2022 and 1.5% in 2023. As for Romania's economy, it is expected to slow down to 3.9% in 2022 and 2.9% in 2023.

Figure 14: Forecast GDP growth (%)



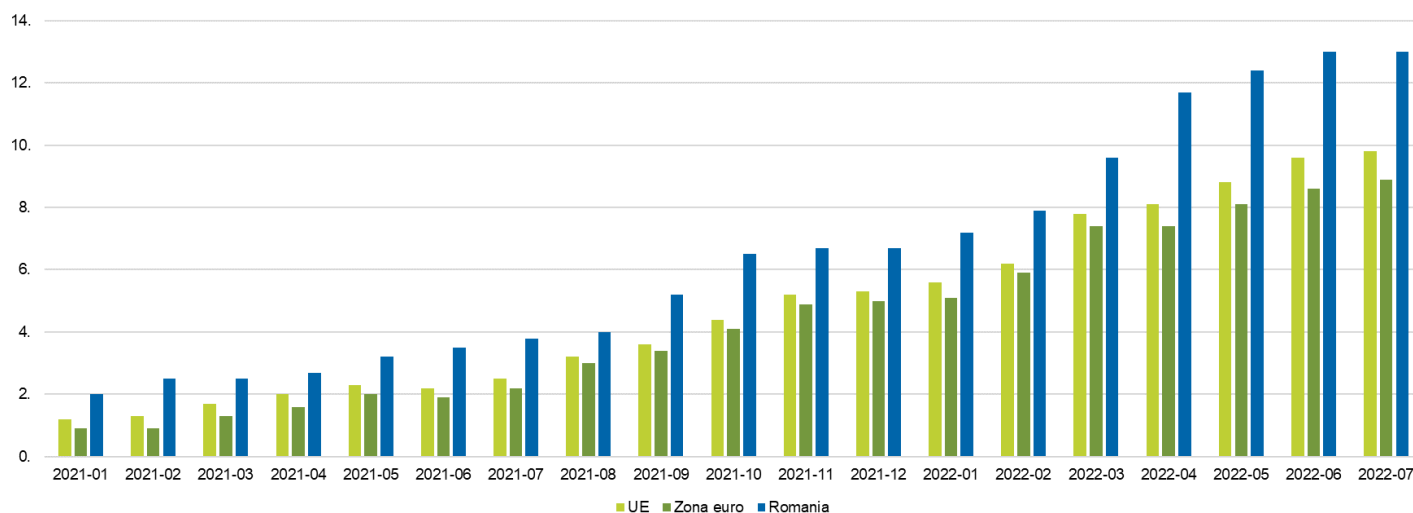
Source: European Commission

9 September 2022

Rising inflation is causing adjustments in consumption behavior because of the significantly increased food prices and cost of living. Many consumers are either buying less or looking for cheaper, discounted options at supermarkets. This change in consumer behavior coupled with the transport and energy costs of keeping shelves well-stocked in a timely manner is further affecting company profits.

According to data published by Eurostat, the annual inflation rate in the European Union was 9.8% in July 2022, up from 9.6% in June. A year earlier, the rate was 2.5%. In Romania, the annual inflation rate was 13% in July 2022, unchanged from the previous month. The annual inflation rate in the euro area was 8.9% in July 2022, up from 8.6% in June. A year earlier, the rate was 2.2%. In July, the largest contribution to the euro area's annual inflation rate came from energy (+4.02 percentage points, pp), followed by food, alcohol and tobacco (+2.08 pp), services (+1.60 pp) and non-energy industrial goods (+1.16 pp).

Figure 15: Inflation rate (%)



Source: Eurostat

9 September 2022

Appendix - Historical data

To better understand how the company operates and its trend, we also analyzed historical data, which is required in order to forecast the company's evolution. These are presented in the following tables.

Figure 16: Key items in the profit and loss account

RON	30.12.2020	30.12.2021	30.06.2022
Revenues	1,707,868,114	1,929,713,842	960,913,551
Cost of goods sold	(1,256,325,046)	(1,443,194,521)	(699,032,889)
Gross profit	310,011,571	349,514,685	194,656,934
EBITDA	129,497,894	136,860,944	59,435,605
EBIT	80,698,406	86,397,676	34,301,836
Net financial result	(15,914,382)	(6,860,604)	2,817,863
EBT	64,784,024	79,537,072	37,119,699
Income tax expense	(10,421,266)	(8,771,318)	(4,698,458)
Profit for the year	54,362,758	70,765,754	32,421,241

Source: Aquila, BRK

Figure 17: Key balance sheet items

RON	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Tangible assets	143,902,250	116,817,944	107,745,883
Intangible assets	2,064,341	1,559,329	1,362,540
Total non-current assets	224,043,514	194,192,599	180,834,856
Inventories	123,419,366	133,654,414	183,673,604
Trade receivables	229,408,936	220,942,310	233,109,186
Cash and cash equivalents	26,514,346	43,333,121	27,037,481
Total current assets	410,542,855	637,036,868	594,807,861
Total assets	634,586,369	831,229,467	775,642,717
Total current liabilities	462,486,000	308,809,021	283,890,971
Total non-current liabilities	73,278,422	39,031,628	28,932,078
Total equity	98,424,894	482,967,998	462,397,195
Total equity and liabilities	634,586,369	831,229,467	775,642,717

Source: Aquila, BRK

Investment Research Disclaimer

Buy:	Share price may exceed 15% over the next 12 months
Hold:	Share price may fall within the range of +/- 15% over the next 12 months
Sell:	Share price may fall by more than 15% over the next 12 months
Restricted:	Sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary restricted based on compliance (ex: conflicts of interest)
Not Rated:	Due to changes in the equity research team, sharing of financial forecasts, target price or recommendation for a financial instrument is temporary suspended.

This document may not be copied, reproduced, distributed or published, in whole or in part, without the prior authorization of BRK Financial Group.

This document was issued by the equity research department of BRK Financial Group, only for information purposes. This material is intended for information and it does not represent a recommendation to acquire, hold or sell the financial product described. All information contained in this document was compiled from sources deemed reliable in the moment they were acquired. Regardless, the data, information and/or comments presented here are just indicative and may be incomplete. Any investor should double check the complete description which labels this financial product. Transacting such financial products is considered high risk actions, including but not limited to the risk of adverse or unforeseen market developments, exchange rate fluctuations, counterparty risk, issuer bankruptcy and liquidity risk, each of which could have a negative impact on its value, price or income generated by the financial product described in this document.

Before making a commitment to purchase this financial product, the beneficiaries of this document should carefully consider the appropriateness of the transaction in their specific circumstances and independently review (together with their professional advisors if necessary) the specific financial risks, as well as those of a legal and fiscal nature of such an investment. BRK Financial Group has issued this report for information purposes only. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report is not intended to be comprehensive or contain all the information that a potential investor may need to make an investment decision. The beneficiary of this report shall make his or her own independent evaluations and decisions regarding any securities or financial instruments referred to. Any investment discussed or recommended in this report may be inappropriate for an investor depending on their specific investment objectives and financial position. The materials in this report are general information for recipients who understand and assume the risks of investing in financial instruments.

This report shall not consider whether an investment or course of action and the associated risks are appropriate to the recipient. Therefore, the recommendations contained in this report should not be invoked as investment advice based on the personal circumstances of the beneficiary. Investors will need to make their own independent assessment of the information contained in this document, take into account their own investment objective, financial situation and special needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice regarding the appropriateness of investing in securities or investment strategies discussed or suggested in this report.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that BRK Financial Group believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by BRK Financial Group and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are BRK Financial Group's present opinions only and are subject to change without prior notice. BRK Financial Group is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, BRK Financial Group does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. BRK Financial Group does not accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed. Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur.

This report may contain forward-looking statements, which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or other such expressions may "appear" or be made. These forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to BRK Financial Group and are subject to risks, uncertainties and other known and unknown factors that may impact actual results, performance or achievements to be materially different from any future result, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be exercised in relation to these statements, and the recipients of this report should not be dependent on an excessive reliance on forward-

looking statements. BRK Financial Group expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication, to reflect the occurrence of unanticipated events.

This report may contain information obtained from third parties. Third-party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause or the results obtained from the use of such content. Third party content providers make no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability for any particular purpose or use. Third party content providers are not liable for damages, expenses, legal fees or direct losses (indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for producing this report hereby certify that the views expressed herein accurately and exclusively reflect the personal views of any and all issuers or securities reviewed in this report, and that the report does not constitute an independent investment research and is not subject to any prohibition on dissemination of investment research.

Analyst Certification

The analyst(s) who prepared this report and other related persons to him/her or to them, certify that:

1. they have no financial interest in the financial instruments that include the company(ies) mentioned in this report, except for holding in individual equity investment portfolios.

2. no part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this report.

Reports of BRK Financial Group:

Company	Ticker	The explanatory note applies number:
Aquila	AQ	5, 7, 11

Explanatory notes:

1. BRK Financial Group SA holds a net long or short position above the threshold of 5% of the issuer's total share capital.
2. BRK Financial Group SA acts as a market maker or liquidity provider for the issuer's financial instruments.
3. The issuer is a significant shareholder of BRK Financial Group SA (holds more than 10% of the share capital).
4. The issuer is a shareholder of BRK Financial Group SA (holds a stake of more than 5% of its total issued share capital).
5. The issuer is currently or has been in the last 12 months a client of BRK Financial Group SA for the provision of financial investment services.
6. For the last 12 months, BRK Financial Group SA has been the coordinator / associate coordinator of any public offering of financial instruments of the issuer.
7. In the last 12 months, BRK Financial Group SA has been remunerated for financial investment services provided to the issuer.
8. A director, executive director or agent of BRK Financial Group SA is an administrator, executive director, consultant or member of the Board of Directors of this issuer.
9. BRK Financial Group is a significant shareholder of the issuer (holds at least 10% of the share capital).
10. The authors of the investment research do not hold shares in the issuer.
11. BRK Financial Group is a market maker.

9 Septembrie 2022

AQUILA (AQ RO)

Rezultate solide

- **Inițiem acoperire cu o recomandare de MENȚINERE și un preț țintă de 0,73 lei/acțiune, calculat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate.** Potențialul de creștere este de 13,6% față de prețul actual de 0,64 lei/acțiune. Aquila are ca obiect principal de activitate distribuția bunurilor de larg consum, prestări servicii de logistică, cât și transport internațional și intern.
- **Procesul de distribuție al companiei se întinde pe toate canalele pieței** – Retail Organizat, Retail Tradițional, HoReCa și Vending, atât direct cât și indirect, prin sub-contractori. Compania are încheiate parteneriate strategice cu branduri importante, precum Ferrero, Mars și Unilever.
- **Aquila a raportat la 30 iunie 2022 venituri în valoare de 960,9 milioane lei, iar pentru anul 2022 estimăm ca veniturile companiei ar putea ajunge la 2.109 milioane lei, în creștere cu 9,3% comparativ cu anul 2021.** La nivel operațional, estimăm o marjă EBIT de 4,5% în 2022, la un nivel similar cu anul 2021.
- **În ceea ce privește perspectivele pieței de bunuri de larg consum din România,** conform datelor publicate de Euromonitor, se previzionează că va crește cu o rată medie anuală de 3,4% până în 2026, din care comerțul modern va crește cu 5,5% și cel tradițional va scădea cu 0,2%. Pentru magazinele de proximitate se preconizează cea mai mare rată medie anuală de creștere, de 9% până în 2026.
- **În strategia de dezvoltare, Aquila are în vedere extinderea prin fuziuni și achiziții, creșterea prezenței în canalele cu marje mai ridicate, concentrarea pe segmentul produselor congelate, creșterea mărcilor proprii de produse, dar și factorii ESG.**
- **Potențiale riscuri la recomandarea noastră** sunt legate de vânzări mai scăzute ca urmare a unei posibile reduceri a volumului de vânzări pe piața de retail datorită creșterii prețurilor la alimente, o creșterea mai semnificativă a costului combustibilului și a serviciilor de transport, ceea ce ar putea avea un impact negativ asupra marjelor de profit ale companiei.

Menținere

Preț țintă (Randament %):	0,73 lei (13,6%)
Preț curent:	0,64 lei
Capitalizare:	773 milioane lei
Lichiditate medie (RON/EUR)	0,23m/0,05m

Departament Analiză

0364 401 709 (int. 3025)

analiza@brk.ro

Date despre acțiuni

Prețul minim/maxim (lei) în 52 săpt.	0,63 – 0,94
Dividend pe acțiune 2021 (lei)	0,0442
Număr total acțiuni (milioane)	1.200

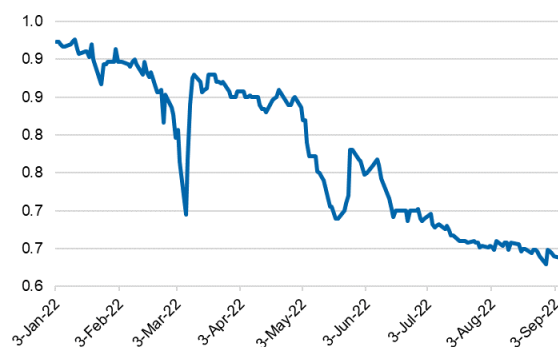
Acționari (%)

DOCIU ALIN-ADRIAN	33,3%
VASILE CONSTANTIN-CATALIN	33,3%
Alți acționari	33,3%

Performanța acțiunilor (%)

	YTD	1 săpt.	1 lună	6 luni
Variație	-31,0	0,0	-1,5	-16,2
Relativ la BET	-22,1	-0,2	3,9	-22,3

AQ – evoluția prețului acțiunii



Sursa: BVB

Indicatori cheie (mil. RON)	2020	2021	S1 2022	2022E	2023E
Cifra de afaceri	1,708	1,930	961	2,109	2,264
Evoluția (%)		13.0%	10.3%	9.3%	7.4%
EBITDA	129	137	59	146	161
Marja EBITDA (%)	7.6%	7.1%	6.2%	6.9%	7.1%
EBIT	81	86	34	95	108
Marja EBIT (%)	4.7%	4.5%	3.6%	4.5%	4.7%

Sursa: Aquila, BRK

9 Septembrie 2022

Evaluarea companiei

Inițiem acoperire cu o recomandare de menținere și un preț țintă de 0,73 lei/acțiune, calculat prin metoda fluxurilor de numerar actualizate. Potențialul de creștere este de 13,6%, față de prețul actual de 0,64 lei/acțiune.

Conform datelor publicate de Aquila, procesul de distribuție al companiei se întinde pe toate canalele pieței – Retail Organizat, Retail Tradițional, HoReCa și Vending, atât direct, cât și indirect, prin sub-contractori. Modelul de vânzări și distribuție al Grupului este un proces în continuă dezvoltare care ajută la identificarea și cuantificarea oportunităților de creștere și eficientizare. Conform datelor publicate de companie, Aquila are încheiate parteneriate cu toate lanțurile de hypermarketuri și supermarketuri locale și internaționale, precum și cu magazinele de tip discount, cash&carry și benzinării, accesând peste 4.500 de locații, din care peste 1.400 sunt benzinării. Acoperă toate tipurile de magazine din canalul Retail Tradițional și are un portofoliu de 58.000 clienți și accesează peste 5.000 locații HoReCa.

Rata de actualizare (WACC) utilizată pentru estimarea valorii prezente a fluxurilor de numerar viitoare ale Aquila este de 13,1%. Totodată, prețul acțiunii ar putea fi influențat de contextul macroeconomic și al pieței bursiere în perioada următoare. În România, ratele de referință pentru obligațiunile de stat cu maturitate la 5 și 10 ani au depășit nivelul de 8%.

Pret (9 Septembrie 2022) 0,64 lei
Pret tinta 0,73 lei

Având în vedere că Aquila este lider de piață în domeniul soluțiilor integrate de distribuție și logistică din România, estimăm că veniturile companiei vor crește cu o rată medie anuală de 6,6% până în 2026 și o marjă EBIT medie de 5,2%. Rețeaua companiei reprezintă 90% din universul de retail.

Scenariu optimist 0,84 lei

O creștere mai semnificativă a veniturilor și o optimizare a costurilor ar putea avea un impact pozitiv semnificativ asupra marjelor companiei.

Scenariu pesimist 0,55 lei

O reducere a volumului de vânzări pe piața de retail, datorată creșterii prețurilor la alimente, cât și creșterea mai semnificativă a costului combustibilului și a serviciilor de transport, ar putea avea un impact negativ asupra marjelor de profit ale companiei.

Figura 1: DCF

RON	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Rezultat operațional net	85,116,196	96,767,364	108,869,687	128,223,004	148,282,593
Plus: Deprecierea și amortizarea	51,581,601	53,866,601	56,199,935	58,533,268	61,033,268
Minus: CAPEX	(33,550,000)	(35,000,000)	(35,000,000)	(35,000,000)	(40,000,000)
Minus creșterea/Plus scăderea capitalului de lucru	(29,846,120)	(26,001,044)	(22,873,829)	(21,765,328)	(21,153,181)
FCFF	73,301,677	89,632,921	107,195,792	129,990,944	148,162,681
Rata de actualizare	13.1%				
Factor de actualizare	1.00	0.88	0.78	0.69	0.61
FCFF actualizat	73,301,677	79,235,457	83,768,701	89,798,516	90,478,816
Suma FCFF actualizate	416,583,166				
Valoarea terminală	747,539,855				
Valoarea companiei	1,164,123,021				
Plus: Numerar la 30 iunie 2022	27,037,481				
Minus: Datorii totale la 30 iunie 2022	312,823,049				
Minus: Interese minoritare	422,473				
Valoarea companiei	877,914,980				
Număr acțiuni	1,200,002,400				
Valoarea pe acțiune	0.73				
Prețul curent	0.64				
Potențial de creștere	13.6%				

Sursa: BRK

9 Septembrie 2022

Figura 2: Calculul valorii terminale

Profit operațional net	148,282,593
x(1+ Rata de creștere reziduală)	1.020
Valoarea terminală a profitului operațional net	151,248,245
Plus: Amortizarea și deprecierea normalizată	62,253,933
Minus: CAPEX normalizat	68,479,327
Minus: Capitalul de lucru normalizat	8,872,625
Valoarea terminala a Cash Flow-ului	136,150,227
/ Rata de capitalizare	8.99
x Factor de actualizare	0.6107
Valoarea terminala	747,539,855

Sursa: BRK

Figura 3: Analiza de senzitivitate

		Rata de creștere reziduală				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Rata de actualizare (WACC)	11.5%	0.83	0.86	0.89	0.93	0.96
	12.0%	0.79	0.81	0.84	0.87	0.90
	13.1%	0.69	0.71	0.73	0.75	0.78
	14.0%	0.63	0.65	0.66	0.68	0.70
	14.5%	0.60	0.61	0.63	0.64	0.66

Sursa: BRK

Evaluare relativă

În ceea ce privește evaluarea relativă, am analizat multiplii de tranzacționare a companiilor pe care le-am considerat comparabile cu Aquila.

Companiile selectate se tranzacționează la un multiplu EV/EBITDA de 3,15x și la un multiplu P/E de 12,52x. EV/EBITDA pentru Aquila este de 4,71x, peste mediana companiilor selectate, iar multiplul P/E este de 10,85x, sub mediana, conform datelor Bloomberg,

Datorită faptului că activitatea companiilor prezentate în tabelul de mai jos nu este pe deplin comparabilă cu operațiunile Aquila, această analiză poate fi considerată doar o completare a evaluării realizate prin metoda DCFF.

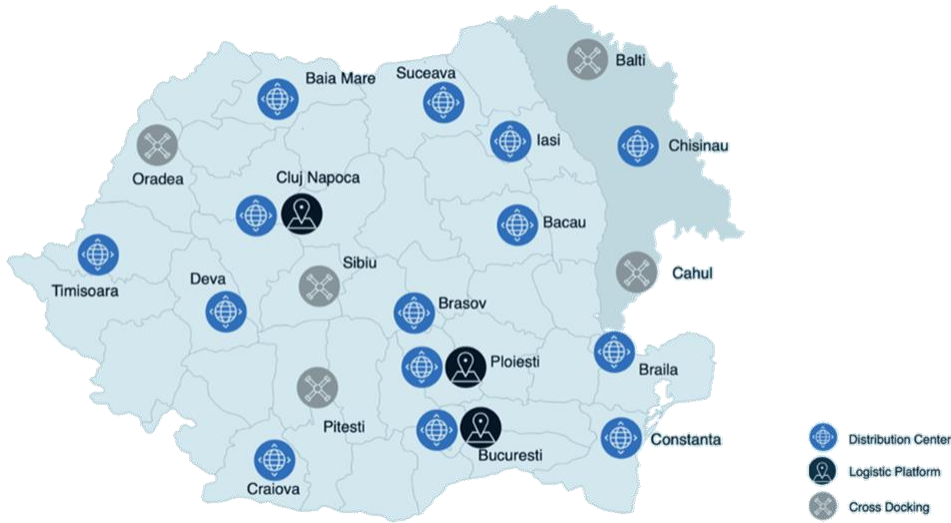
Figura 4: Evaluare relativa

Nume companie	Simbol	Market Cap (milioane EUR)	EV/EBITDA	P/E
CIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL	LOG SM	2,676	1.55	12.52
LOGWIN AG	TGHN GR	756	3.15	12.57
WINCANTON PLC	WIN LN	510	6.12	9.46
Mediana			3.15	12.52

Sursa: Bloomberg, BRK

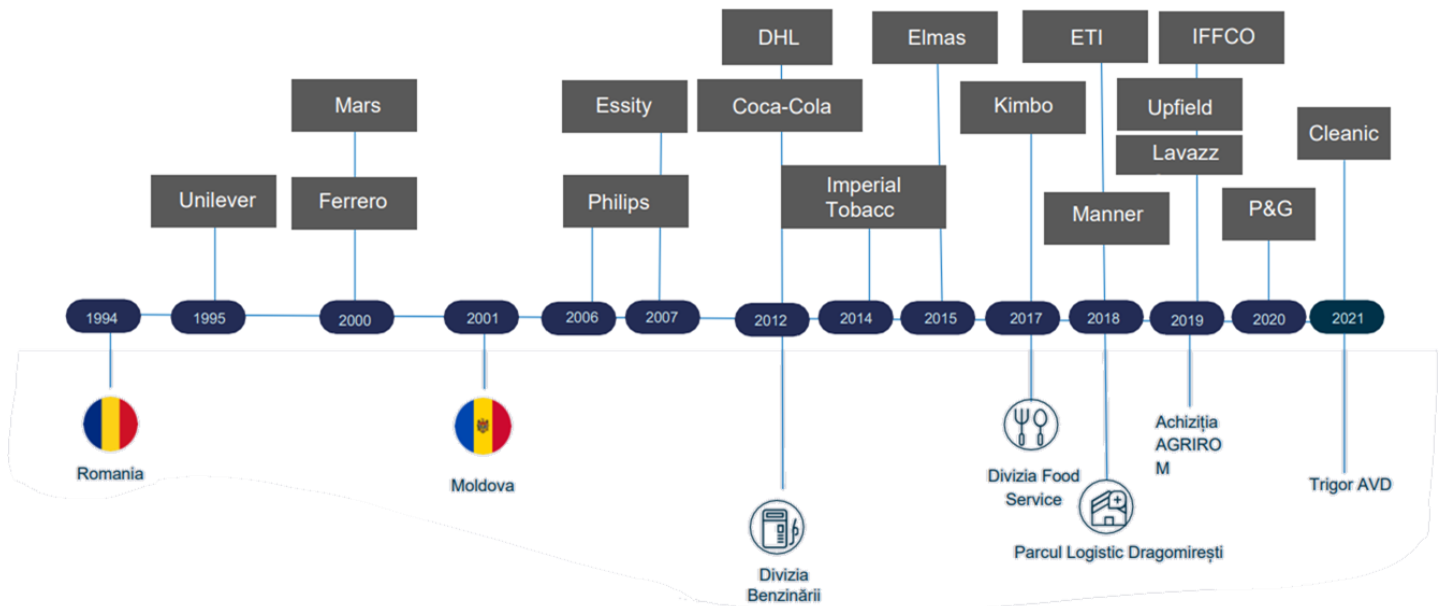
9 Septembrie 2022

Figura 5: Acoperire teritorială



Sursa: Aquila

Figura 6: Parteneriatele companiei



Sursa: Aquila

9 Septembrie 2022

Aspecte cheie în evaluarea companiei

Estimarea veniturilor pe segmente

Veniturile companiei Aquila sunt alcătuite din cele trei arii principale de activitate ale acesteia: activitatea de distribuție, activitatea de logistică și activitatea de transport internațional.

În cadrul activității de distribuție, fiecare canal se adresează unor categorii diferite de clienți, respectiv canalul Retail Tradițional, Canalul Retail Organizat și Canalul HORECA. Complementar distribuției bunurilor de larg consum, Grupul prestează servicii de logistică, prin operațiuni de depozitare, (re-)ambalare și transport intern pe diferite segmente de temperatură: ambient, refrigerat și congelat. Divizia de transport internațional a Aquila acoperă 15 țări din Europa, cu o flotă de 114 camioane de mare tonaj, cu temperatură ambientală sau controlată.

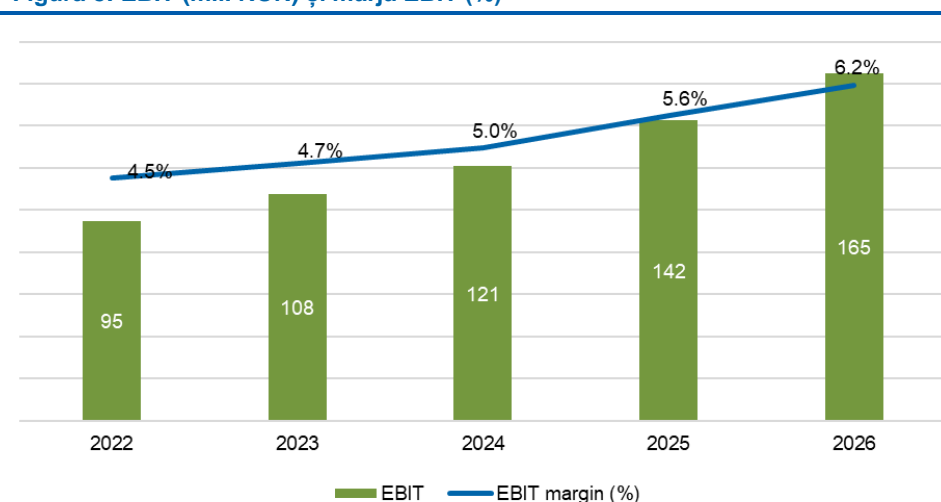
Din totalul cifrei de afaceri înregistrată de companie, veniturile din activitatea de distribuție au o pondere de peste 90%, iar activitatea de logistică și activitatea de transport au o pondere de sub 10%. În perioada 2022-2025 estimăm o creștere medie anuală a cifrei de afaceri de aproximativ 6,5%. În figura următoare este prezentată evoluția estimată a veniturilor companiei până în anul 2026.

Figura 7: Estimarea veniturilor pe segmente

RON	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total venituri	2,114,908,996	2,268,937,723	2,406,295,980	2,536,997,643	2,664,023,338
Distributie	1,960,982,419	2,105,900,281	2,233,388,485	2,354,698,411	2,472,596,512
Logistica	75,908,997	81,518,721	86,453,748	91,149,616	95,713,413
Transport	67,474,664	72,461,085	76,847,776	81,021,881	85,078,590
Alte venituri	10,542,916	9,057,636	9,605,972	10,127,735	10,634,824

Sursa: BRK

Figura 8: EBIT (mil. RON) și marja EBIT (%)



Sursa: BRK

Planurile de investiții

Conform planului de investiții al companiei pentru anul 2022, se are vedere o valoare de 6,71 milioane EUR. Aceasta valoare a CAPEX-ului fiind distribuită astfel: 3,86 milioane EUR pentru flotă, 1,86 milioane EUR către automatizări și echipamente, 0,74 milioane EUR către IT & Communication și 0,25 milioane EUR către alte cheltuieli de investiții. Pentru perioada 2022-2025 valoarea CAPEX-ului este estimată la o medie de 1,6% din valoarea cifrei de afaceri.

9 Septembrie 2022

Despre Aquila

Prezentare generală

Aquila acoperă 90% din piața de retail, cu peste 67.000 de puncte de vânzare (POS), în locații cu suprafețe cuprinse între 10 și 10.000 mp. Procesul de distribuție se întinde pe toate canalele pieței – Retail Organizat, Retail Tradițional, HoReCa și Vending, atât direct cât și indirect, prin sub-contractori. Modelul de vânzări și distribuție al Grupului este un proces în continuă dezvoltare, care presupune expertiză în optimizarea organizațională, în diagnoza organizațională, în identificarea și cuantificarea oportunităților de creștere și ale celor de eficientizare.

Figura 9: Activitatea Aquila



Sursa: Aquila

Strategia de sustenabilitate (ESG)

Pentru perioada 2022-2026 Aquila are în vedere trei direcții strategice spre care se va concentra, și anume:

- i. mediu și schimbări climatice
- ii. capital uman și comunități
- iii. etică și guvernare

Aquila își asumă derularea activităților în modul cel mai prietenos cu natura, având ca obiectiv direct reducerea emisiilor de gaze cu efect de seră prin reducerea amprentei de carbon. Ținta companiei este de a reduce cu 10% emisiile de gaze cu efect de seră în următorii 5 ani, având ca referință anul 2021. Până în anul 2030, toate procedurile de achiziție pentru materiile și serviciile importante pentru activitatea grupului să fie făcute în concordanță cu principiile achizițiilor verzi.

În ceea ce privește capitalul uman, Aquila are în vedere următoarele direcții: siguranța și sănătatea la locul de muncă, instruire și dezvoltare, planuri de succesiune și reziliența afacerii.

Aquila își propune un nivel ridicat de transparență, iar pentru următorii 5 ani se va concentra pe: întărirea politicilor interne de guvernare corporativă, implicarea furnizorilor în activități sustenabile, colaborarea cu agențiile de rating pentru evaluarea progresului.

Raportul complet care prezintă strategia de sustenabilitate (ESG) a companiei poate fi consultat [aici](#).

9 Septembrie 2022

Analiza pieței

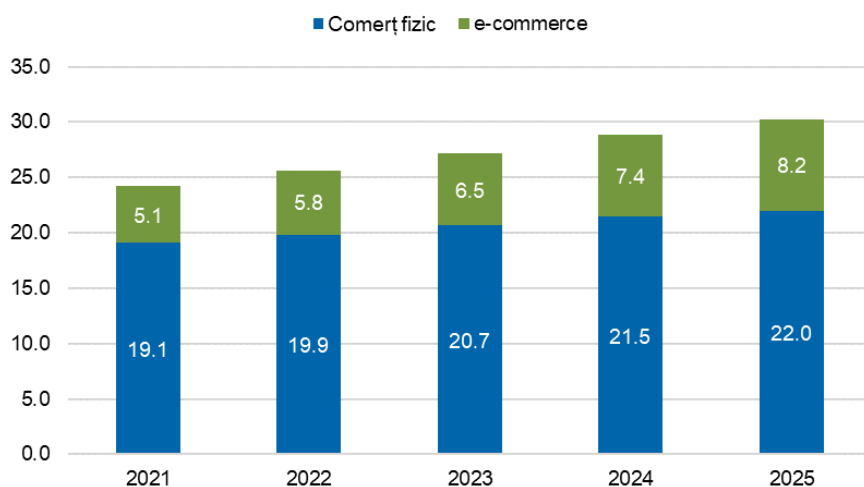
Bunuri de consum și FMCG

Aquila este unul dintre principalii distribuitori de produse de larg consum din România și Republica Moldova. Conform informațiilor publicate de companie, parteneriatele strategice de peste două decenii cu Ferrero, Mars și Unilever asigură prezența Aquila pe toate cele trei canale Retail Tradițional, Retail Organizat și HORECA.

Canalul Retail Tradițional cuprinde următoarele tipuri de clienți: En-Gross, Sub-distribuitori, Rețele de comerț local, Farmacii și Rețele de farmacii, principalii clienți pe acest canal fiind: Pet Prodexim SRL, Unicarm SRL, Zozo Cafe Distribution SRL, Top Royal Brands SRL, Annabella SRL, Paco Prod Serv SRL. Canalul Retail Organizat cuprinde peste 4.500 de clienți, principalii fiind lanțurile de hypermarketuri, supermarketuri, discounteri, precum și peste 1.400 benzinării. Canalul HORECA, cu portofoliu Gastro, se adresează clienților din această industrie, acoperind toate canalele de vânzări, printre care se află: Profi Rom Food SRL, Unicarm SRL, Narida SRL, Eurest Rom SRL, Phoenicia Express SRL, General Agro Com Service SRL.

Piața bunurilor de larg consum se adaptează continuu la cererea și tendințele consumatorilor. Inovația digitală, pandemia și un accent sporit pe obiceiurile durabile și sănătoase au fost doar câțiva dintre cei mai importanți factori de influență asupra pieței bunurilor de larg consum în ultimii ani. Companiile de bunuri de larg consum trebuie să își optimizeze strategiile de marketing pentru a menține loialitatea clienților pe această piață competitivă.

Figura 10: Valoarea estimată a vânzărilor cu amănuntul la nivel global, pe canale de vânzare, 2021-2025 (trilioane USD)

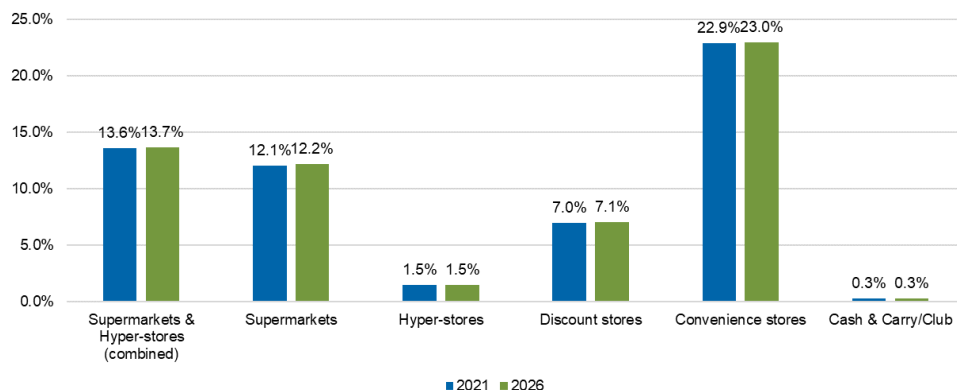


Sursa: Statista

Majoritatea activităților de retail se desfășoară în continuare în magazine fizice, care vând marfă generală sau sunt specializate în produse specifice. În ultimii ani, industria de retail s-a confruntat cu o multitudine de schimbări. În timp ce adoptarea tehnologiei a adus inovație, formatele specifice de vânzare cu amănuntul, cum ar fi magazinele de proximitate și de franciză, cresc semnificativ mai rapid decât altele. Piața de vânzare cu amănuntul a bunurilor de larg consum este puternic afectată de creșterea comerțului electronic și de schimbările în comportamentul consumatorilor, cum ar fi o cerere în creștere pentru mai multe opțiuni de livrare și colectare. Conform datelor publicate de Statista, la nivel global, valoarea vânzărilor în mediul online se estimează că va avea o pondere tot mai ridicată în următorii ani.

9 Septembrie 2022

Figura 11: Cota de piață estimată a canalelor de vânzare de produse alimentare la nivel global, 2021-2026 (% din totalul vânzărilor de produse alimentare din magazine)

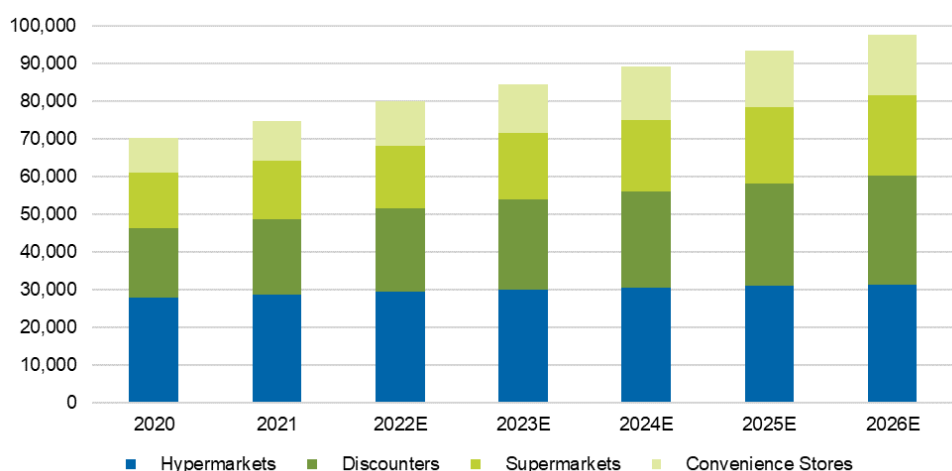


Sursa: Statista

În graficul de mai jos este prezentată valoarea vânzărilor, istorică și estimată până în anul 2026, excluzând taxa pe vânzări, în cadrul hipermarketurilor, discounterilor, supermarketurilor și a magazinelor de proximitate din România, conform datelor publicate de Euromonitor.

Astfel, în anul 2022 cea mai mare creștere a vânzărilor este estimată în cazul magazinelor de proximitate, cu 11,2% comparativ cu anul 2021 și în cazul magazinelor de tip discount, o creștere de 9,5% față de anul 2021. La nivelul celor patru tipuri de magazine de retail prezentate, se estimează o creștere de 6,8% în 2022 comparativ cu anul 2021 (ajungând la o valoare totală de 79.810 milioane RON). În continuare, hipermarketurile vor avea cea mai mare pondere în valoarea totală a vânzărilor, urmând ca până în 2026, valoarea vânzărilor în magazinele de tip discount să fie la un nivel apropiat cu cel al hipermarketurilor. În anul 2026 valoarea estimată a vânzărilor cu amănuntul în cadrul celor patru categorii de magazine este de 97.591 milioane RON, înregistrând o creștere de 31% comparativ cu anul 2021.

Figura 12: Comerț modern (mil. RON)

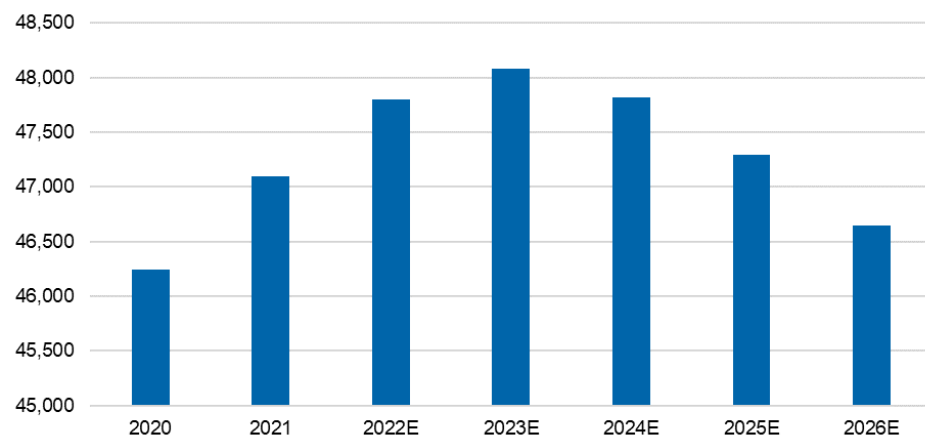


Sursa: Euromonitor

9 Septembrie 2022

În ceea ce privește comerțul tradițional, valoarea vânzărilor, excluzând taxa pe vânzări, este pe un trend ușor descendent până în 2026. În anul 2022 este estimată o creștere cu 1,5% față de anul anterior. În anul 2026, valoarea acestora ar putea ajunge la 46.647 milioane lei, în scădere cu 1% comparativ cu anul 2021.

Figura 13: Comerț tradițional (mil. RON)



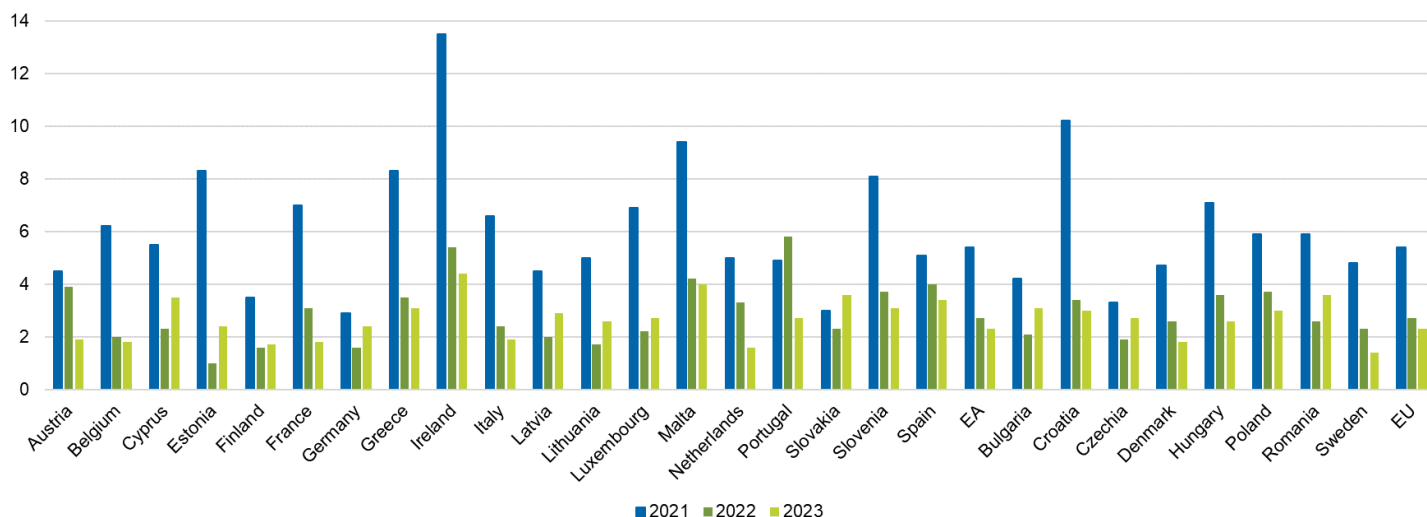
Sursa: Euromonitor

Contextul macroeconomic

Perspectivile economice globale s-au deteriorat semnificativ la începutul anului 2022, în special ca urmare a conflictului dintre Rusia și Ucraina. Consecințele economice cauzate de războiul din Ucraina sunt resimțite la nivel global prin afectarea comerțului, în special al celui de mărfuri, Rusia fiind un furnizor important de petrol, gaze și metale și, împreună cu Ucraina, de grâu și porumb, astfel că scăderea ofertei acestor mărfuri a avut un impact semnificativ asupra prețurilor.

Conform datelor publicate de INS, pentru primul trimestru al anului 2022 PIB-ul României, în termeni reali, a fost în creștere cu 5,1% față de ultimul trimestru al anului 2021 și cu 6,4% față de trimestrul I 2021. Comparativ cu trimestrul I 2022, PIB-ul în trimestrul II 2022 a fost mai mare cu 2,1%. IMF a revizuit în iulie în scădere creșterea economică pentru economia zonei euro, la 2,6% pentru 2022 (de la 2,8%), iar pentru 2023 la 1,2% (de la 2,3%). Comisia Europeană previzionează o creștere economică la nivelul UE de 2,7% în 2022 și 1,5% în 2023. În ceea ce privește economia României, este estimat că aceasta urmează să încetinească până la 3,9% în 2022 și până la 2,9% în 2023.

Figura 14: Previziuni evoluție PIB (%)



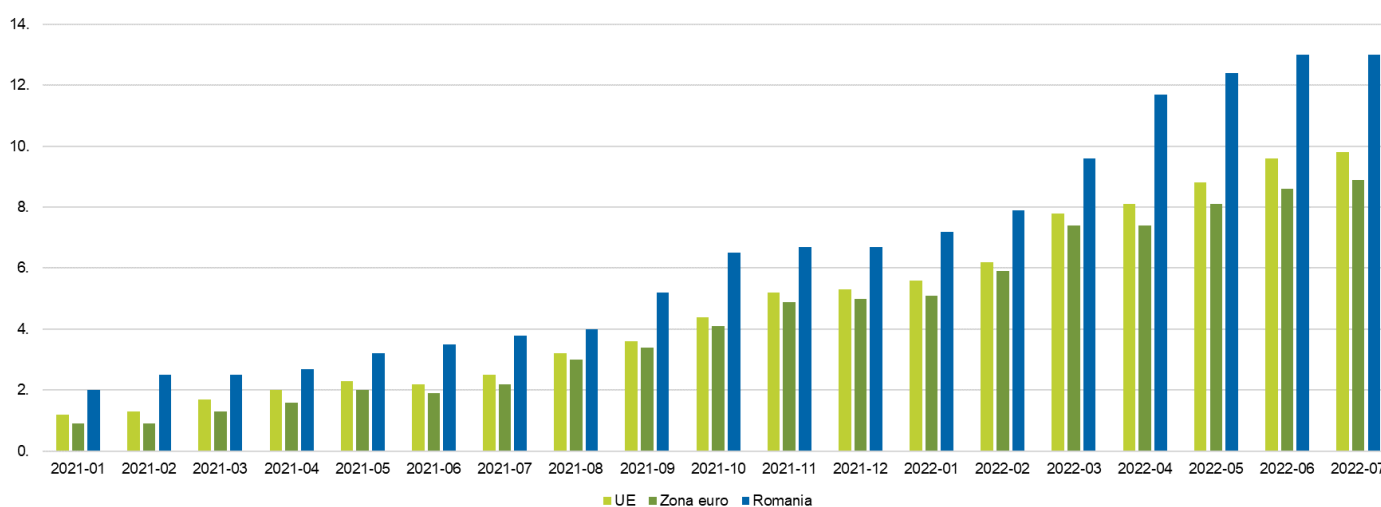
Sursa: European Commission

9 Septembrie 2022

Inflația în creștere determină consumatorii să își adapteze comportamentul de consum la noua realitate, în care costul vieții și prețurile produselor alimentare și ale altor produse de necesitate a crescut semnificativ. Mulți consumatori fie cumpără mai puțin sau caută opțiuni mai ieftine, la preț redus, la supermarketuri. Această schimbare a comportamentului de consum, împreună cu transportul și costurile energetice pentru menținerea rafturilor bine aprovizionate în timp util, afectează în continuare profiturile companiilor.

Conform datelor publicate de Eurostat, rata anuală a inflației la nivelul Uniunii Europene a fost de 9,8% în iulie 2022, în creștere de la 9,6% în iunie. Cu un an mai devreme, rata era de 2,5%. În România, rata anuală a inflației a fost de 13% în iulie 2022, la același nivel cu luna anterioară. Rata anuală a inflației în zona euro a fost de 8,9% în iulie 2022, în creștere de la 8,6% în iunie. Cu un an mai devreme, rata era de 2,2%. În iulie, cea mai mare contribuție la rata anuală a inflației din zona euro a venit din partea energiei (+4,02 puncte procentuale, pp), urmată de alimente, alcool și tutun (+2,08 pp), servicii (+1,60 pp) și bunuri industriale neenergetice (+1,16 pp).

Figura 15: Rata anuală a inflației (%)



Sursa: Eurostat

9 Septembrie 2022

Anexe – Date istorice

Pentru a înțelege mai bine modul în care compania își desfășoară activitatea, precum și trendul acesteia, au fost analizate datele istorice, necesare pentru a putea prezice evoluția companiei. Acestea sunt prezentate în tabelele următoare.

Figura 16: Principalele elemente ale contului de profit și pierdere

RON	30.12.2020	30.12.2021	30.06.2022
Venituri	1,707,868,114	1,929,713,842	960,913,551
Costul bunurilor vadute	(1,256,325,046)	(1,443,194,521)	(699,032,889)
Gross profit	310,011,571	349,514,685	194,656,934
EBITDA	129,497,894	136,860,944	59,435,605
EBIT	80,698,406	86,397,676	34,301,836
Rezultat financiar net	(15,914,382)	(6,860,604)	2,817,863
EBT	64,784,024	79,537,072	37,119,699
Cheltuiala cu impozitul pe profit	(10,421,266)	(8,771,318)	(4,698,458)
Profitul exercitiului financiar	54,362,758	70,765,754	32,421,241

Sursa: Aquila, BRK

Figura 17: Principalele elemente ale bilanțului

RON	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Imobilizari corporale	143,902,250	116,817,944	107,745,883
Imobilizari necorporale	2,064,341	1,559,329	1,362,540
Active imobilizate	224,043,514	194,192,599	180,834,856
Stocuri	123,419,366	133,654,414	183,673,604
Creante comerciale	229,408,936	220,942,310	233,109,186
Numerar si echivalente de numerar	26,514,346	43,333,121	27,037,481
Active circulante	410,542,855	637,036,868	594,807,861
Total active	634,586,369	831,229,467	775,642,717
Datorii curente	462,486,000	308,809,021	283,890,971
Datorii pe termen lung	73,278,422	39,031,628	28,932,078
Capitaluri proprii	98,424,894	482,967,998	462,397,195
Total capitaluri proprii si datorii	634,586,369	831,229,467	775,642,717

Sursa: Aquila, BRK

Denegarea responsabilitatii legale

Sistem de recomandări:

- Cumpărare:** Este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
- Menținere:** Este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
- Vânzare:** Este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă
- Restricționat:** Divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)
- Acoperire în tranziție:** Datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.

Acest document nu poate fi copiat, reprodus, distribuit sau publicat, în totalitate sau în parte, fara autorizarea prealabila a BRK Financial Group.

Acest document a fost întocmit de catre SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor sai. Acest material are doar un scop informativ și nu reprezintă o recomandare de a achiziționa, deține sau vinde produsul financiar descris aici. Toate informațiile continute în acest document au fost compilate din surse considerate a fi de încredere în momentul în care au fost obținute. Cu toate acestea, datele, informațiile și/sau comentariile prezentate aici sunt pur orientative și pot fi incomplete. Orice investitor ar trebui să revizuiască documentația completă care reglementează problema a acestui produs financiar. Tranzacționarea unor astfel de produse financiare poate implica un grad ridicat de risc, incluzând dar fără a se limita la riscul unor evoluții negative sau neprevăzute ale pieței, fluctuațiile cursurilor de schimb valutar, riscul de contrapartidă, riscul de faliment al emitentului și riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, pretului sau veniturilor generate de produsul financiar descris în acest document.

Înainte de a face un angajament pentru a achiziționa acest produs financiar, beneficiarii acestui document ar trebui să analizeze cu atenție oportunitatea tranzacției la circumstanțele lor specifice și să revizuiască în mod independent (împreună cu consilierii lor profesionali dacă e cazul) riscurile financiare specifice, precum și cele de natură juridică și fiscală ale unei astfel de investiții. SSIF BRK Financial Group S.A. a emis acest raport doar în scop informativ. Acest raport nu a fost conceput și nu trebuie interpretat ca o ofertă sau o solicitare a unei oferte pentru a cumpăra sau vinde valorile mobiliare menționate în prezentul document sau orice alte instrumente financiare conexe.

Acest raport nu intenționează să fie cuprinzător sau să conțină toate informațiile de care poate avea nevoie un potențial investitor pentru a lua o decizie de investiție. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluări și decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investiție discutată sau recomandată în acest raport poate fi improprie pentru un investitor în funcție de obiectivele specifice de investiție și de poziția financiară a acestuia. Materialele din acest raport sunt informații generale pentru destinatari care înțeleg și își asumă riscurile investițiilor în instrumente financiare.

Acest raport nu ia în considerare dacă o investiție sau un curs de acțiune și riscurile asociate sunt adecvate destinatarului. Prin urmare, recomandările conținute în acest raport nu trebuie să fie invocate ca sfaturi de investiții bazate pe circumstanțele personale ale beneficiarului. Investitorii vor trebui să își facă propria evaluare independentă a informațiilor conținute în acest document, să ia în considerare propriul obiectiv de investiții, situația financiară și nevoile speciale și să caute sfaturi proprii financiare, de afaceri, juridice, fiscale și de altă natură în ceea ce privește oportunitatea investițiilor în titluri sau strategii de investiții discutate sau sugerate în acest raport.

Toate informațiile conținute în acest raport se bazează pe informații publice și au fost obținute din surse pe care SSIF BRK Financial Group S.A. le-a considerat corecte la momentul emiterii acestui raport. Totuși, astfel de surse nu au fost verificate în mod independent de către SSIF BRK Financial Group S.A. și acest raport nu intenționează să conțină toate informațiile pe care un investitor potențial le-ar putea solicita. SSIF BRK Financial Group S.A. nu are nici o obligație de a actualiza sau de a păstra informațiile și opiniile exprimate aici sau de a oferi recipientului acestui raport acces la orice alte informații suplimentare. În consecință, SSIF BRK Financial Group S.A. nu garantează, reprezintă sau adevărește, în mod expres sau implicit, în ceea ce privește adecvarea, exactitatea, corectitudinea informațiilor conținute în acest raport. SSIF BRK Financial Group S.A. nu acceptă nici o răspundere pentru pierderi directe, indirecte, pierderi de profit și/sau daune care ar putea rezulta din folosirea acestui raport. Orice astfel de responsabilitate sau răspundere este în mod expres exclusă. Deși s-au depus toate eforturile pentru a se asigura că declarațiile de fapt realizate în acest raport sunt corecte, toate estimările, proiecțiile, prognozele, expresiile de opinie și alte judecăți subiective conținute în acest raport se bazează pe presupuneri considerate rezonabile și nu trebuie să fie interpretat ca o reprezentare că sugestiile la care se face referire vor avea loc.

Acest raport poate conține declarații prospective, care sunt adesea, dar nu întotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimează”, „intenționează” și „așteaptă” și declarații că un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” să apară sau să fie realizate și alte astfel de expresii similare. Aceste declarații prospective se bazează pe presupuneri făcute și informații disponibile în prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. și sunt supuse riscurilor, incertitudinilor și altor factori cunoscuți și necunoscuți care pot afecta rezultatele, performanța sau realizările reale să fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanță sau realizare, exprimată sau implicată de astfel de declarații prospective. Ar trebui să se

acorde precauție cu privire la aceste declarații, iar destinatarii acestui raport nu trebuie să depindă de o dependență excesivă de declarații prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declină în mod expres orice obligație de actualizare sau revizuire a oricăror declarații prospective, ca urmare a unor noi informații, evenimente viitoare sau circumstanțe după data acestei publicații, pentru a reflecta apariția unor evenimente neanticipate.

Acest raport poate conține informații obținute de la terți. Furnizorii de conținut terți nu garantează acuratețea, completitudinea, actualitatea sau disponibilitatea oricăror informații și nu sunt responsabili pentru erori sau omisiuni (neglijente sau de altfel), indiferent de cauză sau pentru rezultatele obținute în urma utilizării unui astfel de conținut. Furnizorii de conținut terți nu oferă nici o garanție expresă sau implicită, incluzând, dar fără a se limita la, orice garanții de comerciabilitate pentru un anumit scop sau utilizare. Furnizorii de conținut terți nu sunt răspunzători pentru daune, cheltuieli, cheltuieli, taxe legale sau pierderi directe (indirecte, incidentale, exemplare, compensatorii, punitive, speciale sau consecutive) în legătură cu orice utilizare a conținutului lor.

Analizii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifică prin prezența că opiniile exprimate aici reflectă în mod exact și exclusiv opiniile personale despre oricare și toți emitenții sau titlurile analizate în acest raport, iar raportul nu reprezintă cercetare pentru investiții independentă și nu face obiectul vreunei interdicții privind difuzarea cercetării pentru investiții.

Certificarea analistului

Analistul/analizii care au pregătit acest raport și persoanele în legătură cu acesta/aceștia, prin prezența certifică următoarele:

1. Nu au niciun interes financiar în instrumentele financiare care ar include compania/comaniile menționate în prezentul raport, cu excepția deținerii în portofolii individuale de investiții de acțiuni.
2. Nicio parte a compensației analistului/analizilor care au pregătit acest raport nu este sau va fi direct sau indirect legată de recomandările sau opiniile specifice exprimate în acest raport.

Rapoartele BRK Financial Group:

Companie	Simbol	Nota explicativa:
Aquila	AQ	5, 7, 11

Note explicative

1. BRK Financial Group SA deține o poziție lungă sau scurtă netă peste pragul de 5% din capitalul social total al emitentului.
2. BRK Financial Group SA acționează ca formator de piață sau furnizor de lichiditate în ceea ce privește instrumentele financiare ale emitentului.
3. Emitentul este acționar semnificativ al BRK Financial Group SA (deține mai mult de 10% din capitalul social).
4. Emitentul este acționar al BRK Financial Group SA (deține o participație mai mare de 5% din capitalul său social emis total).
5. Emitentul este în prezent sau a fost în ultimele 12 luni client BRK Financial Group SA pentru furnizarea unor servicii de investiții financiare.
6. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost coordonator/coordonator asociat al oricărei oferte publice de instrumente financiare a emitentului.
7. În ultimele 12 luni, BRK Financial Group SA a fost remunerat pentru servicii de investiții financiare prestate emitentului.
8. Un administrator, Director executiv sau agent BRK Financial Group SA este administrator, Director executiv, consultant sau membru al Consiliului de Administrație al acestui emitent.
9. BRK Financial Group este acționar semnificativ al emitentului (deține cel puțin 10% din capitalul social).
10. Persoanele implicate în elaborarea prezentului raport nu dețin acțiuni în cazul emitentului.
11. BRK Financial Group este market maker.