

Bursa de Valori București (BVB)

Mentținere

Inițiere Acoperire

Preț țintă: 39,9 lei (-5,9%)

Elemente cheie ale companiei

- **Evoluția prețului acțiunii BVB a fost marcată de o volatilitate ridicată în ultimul an, compania înregistrând un randament negativ de -27,8% (cu dividende),** pe fondul veniturilor în scădere, dar și al întâzierii autorizării CCP. Capitalizarea bursieră a companiilor listate a ajuns la un maxim istoric, însă, la aproape 73 mld. EUR, cu un număr de 86 de companii listate și în jur de 1,88 mil. tranzacții pe an.
- **Rezultatele la 9 luni au fost în scădere, BVB înregistrând venituri totale de 57,3 mil. lei (-4,2%).** Totuși, această scădere este datorată în totalitate listării Hidroelectrica și veniturilor mult peste medie înregistrate în trimestrul 3 din 2023, compania având cea mai mare capitalizare de la bursă. Per total an, estimăm venituri de 78,3 mil. lei, în scădere cu 5,5% față de anul anterior, și un profit de 13,4 mil. lei, cu 47,9% mai mic față de 2023.
- **Deși proiectul CCP a întâlnit câteva impedimente pe parcurs, rămâne în continuare un proiect de interes și o prioritate în acest an.** Ne așteptăm ca BVB să obțină autorizarea finală în perioada 2025-2026 și ca proiectul, odată lansat, să prindă tracțiune și să reprezinte în jur de 25% din totalul veniturilor grupului până în 2030.
- **În ceea ce privește includerea companiilor listate la BVB în indicii MSCI,** niciuna dintre companiile listate nu îndeplinește condițiile de lichiditate (3M și 12M ATVR), după ce valoarea medie zilnică tranzacționată la bursă a scăzut în ultimul an de la 19,5 mil. EUR la 13,2 mil. EUR. Incertitudinile economice și perspectivele neclare au ținut investitorii în expectativă, cu un efect negativ asupra lichidității. Până în 2030, însă, ne așteptăm la o creștere a capitalizării bursiere la 123 mld. EUR, ceea ce ar însemna un volum mediu zilnic cuprins între 21,6 mil. EUR și 23,4 mil. EUR, cu 77% peste nivelul actual, permițând astfel îndeplinirea criteriilor de lichiditate pentru cel puțin două companii.
- **Evaluăm compania** la un preț de 39,9 lei/acțiune (-5,9% downside), ca medie între estimarea DDM de 39,7 lei (-6,5% downside) și estimarea relativă de 40,2 lei (-5,4% downside). Prețul țintă la 12 luni este estimat la 45,1 lei (+6,2% upside).
- **Printre cele mai importante riscuri** la care este expusă compania se numără: întârzierea mult peste așteptări a proiectului CCP, amânarea proiectelor de listări noi la bursă, o încetinire economică ce ar determina investitorii să adopte o poziție defensivă o scădere majoră pe bursele internaționale declanșată de o revenire a inflației și de o poziție mai restrictivă a băncilor centrale.

Alex Dodoi, CFA
Head of Research

alex.dodoi@brk.ro

Sector: Burse de Valori

Date despre acțiuni

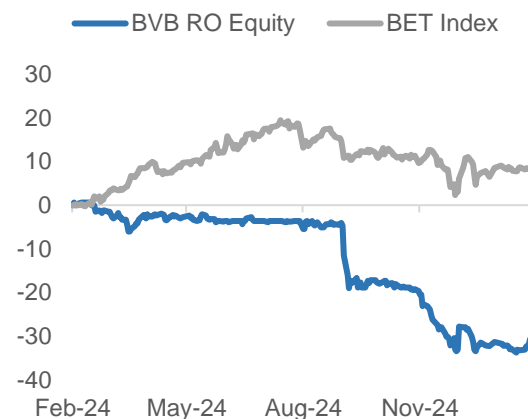
Preț min/max în 52 săpt.	39,0 – 60,9
Dividend/acțiune	1,55
Număr total acțiuni (mln.)	8,8
Capitalizare (RON mln.)	370,5
Lichiditate 52 săpt. (RON mln.)	72,8

Acționari semnificativi

	%
Persoane juridice	79,85
Persoane fizice	20,15

Performanța acțiunilor 1 an

	%
BVB	-31,5
BET Index	+8,3



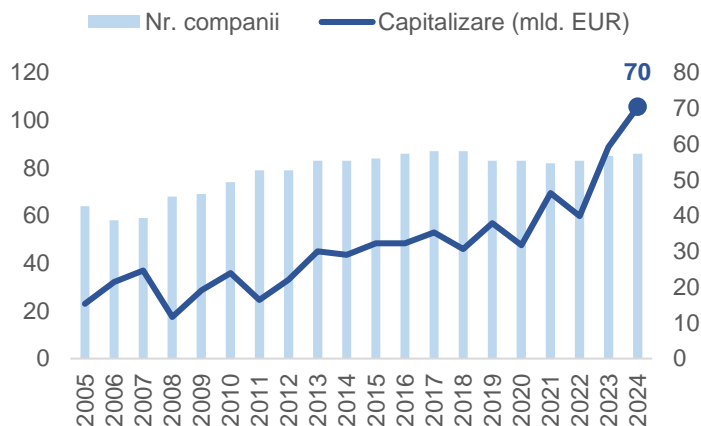
sursa: Bloomberg

Modelul de afaceri al BVB

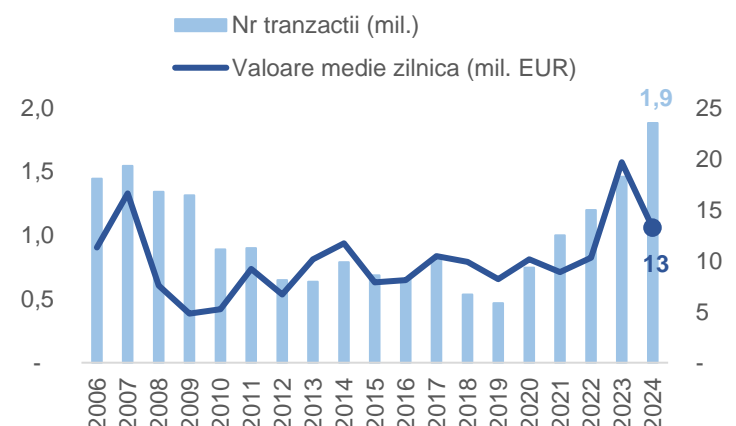
Bursa de Valori București (BVB), fondată în 1882 și reînființată în 1995, este principala piață de capital din România și oferă infrastructura și serviciile necesare companiilor pentru obținerea de finanțare de la investitori. În 2010, s-a listat pe propria piață reglementată, iar în 2020 a fost promovată la statutul de piață emergentă de către agenția FTSE Russell. Momentan, la BVB sunt listate un număr de 86 de companii, cu o capitalizare totală de cca. 72,2 mld. EUR, ceea ce reprezintă aproximativ 20% din PIB-ul nominal. Deși ponderea în PIB este încă scăzută comparativ cu celelalte piețe (media UE – 54%), aceasta va continua să se îmbunătățească pe măsură ce companii din alte sectoare ale economiei se vor lista.

Capitalizarea bursieră a crescut în medie cu 9,9% pe an din 2010 până în prezent, în timp ce volumul total tranzacționat (acțiuni) la bursă a crescut de la 1,3 mld. EUR la 3,3 mld. EUR în aceeași perioadă. În anul 2024, numărul de tranzacții efectuate a ajuns la un nivel record de 1,88 milioane de tranzacții (acțiuni, regulat), în contextul unui an dificil, în care investitorii au adoptat mai degrabă o poziționare defensivă.

Capitalizarea bursieră a crescut în medie cu 9.9% pe an Numărul de tranzacții a ajuns la un nivel record în 2024

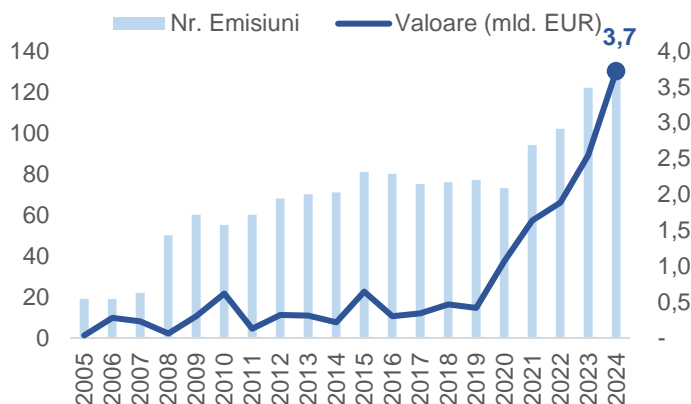


sursa: BVB, calcule proprii



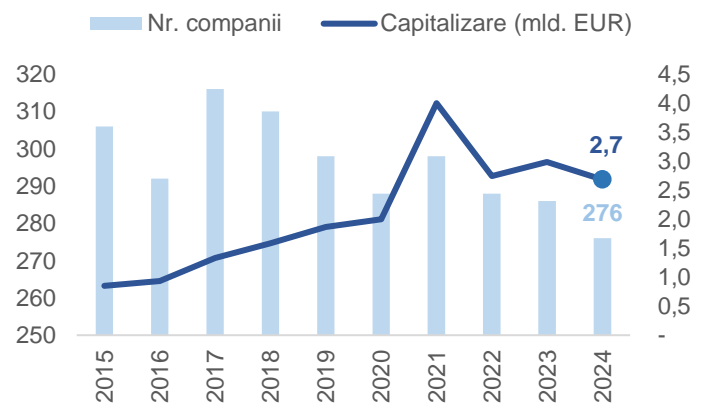
sursa: BVB, calcule proprii

Valoarea emisiunilor de obligațiuni a crescut semnificativ în ultimii 3 ani



sursa: BVB, calcule proprii

Segmentul SMT a ajuns la o capitalizare de cca. 2,7 mld. EUR



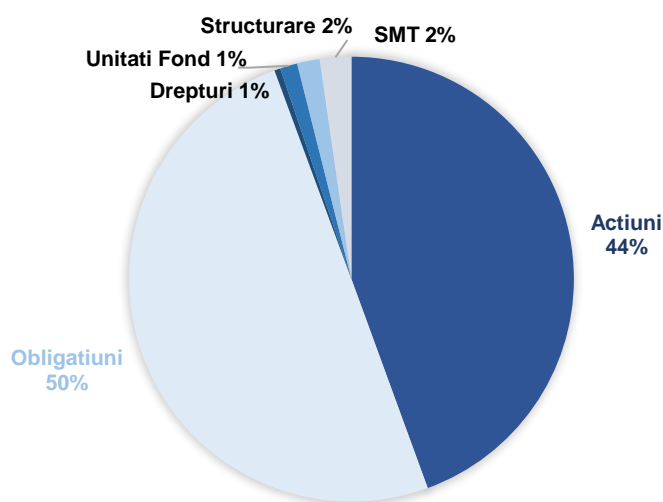
sursa: BVB, calcule proprii

Grupul BVB deține 69% din Depozitarul Central (DC), instituție care oferă servicii de registru, compensare și decontare pentru tranzacțiile cu valori mobiliare. Veniturile obținute de DC au crescut semnificativ după listarea Hidroelectrică, venituri care în 2024 TTM reprezentau 45,8% din veniturile grupului. DC menține registrele electronice ale acționarilor companiilor listate pe BVB, asigură decontarea tranzacțiilor, distribuirea dividendelor și conectarea la infrastructuri internaționale.

Din grup mai fac parte Institutul de Guvernanță Corporativă (100%) și CCP (52,4%) – proiectul pentru Contrapartea Centrală al bursei. Institutul de Guvernanță Corporativă joacă un rol important în promovarea și dezvoltarea principiilor de guvernanță în cadrul companiilor și organizațiilor, în timp ce CCP va fi platforma de lansare și dezvoltare a pieței derivatelor în România. CCP va oferi infrastructura pentru diminuarea și transferul riscurilor de decontare a tranzacțiilor cu derivate operate atât de BVB, cât și de OPCOM, operatorul pieței de energie și gaze naturale din România. Deși ambele companii nu contribuie momentan la veniturile grupului, estimările BVB privind veniturile din primul an de operare al CCP se cifrează la 4,7 mil. lei și ar urma să crească până la 39,6 mil. lei în anul al șaselea de operare.

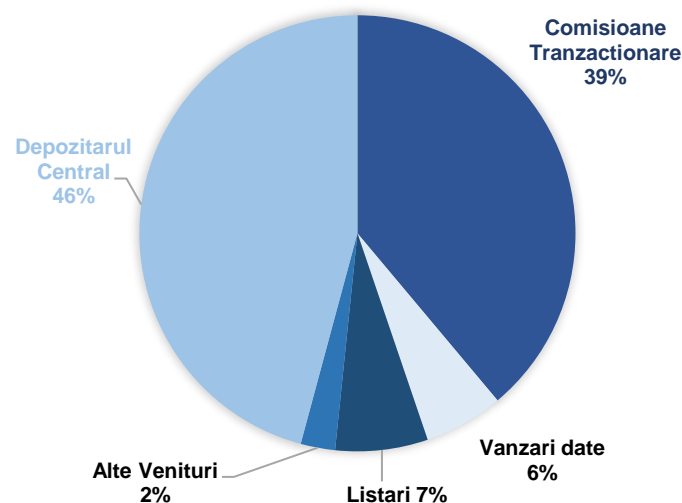
Deși segmentul principal de tranzacționare acțiuni reprezintă cea mai importantă sursă de venit a BVB și 44% din valoarea totală tranzacționată, segmentul de obligațiuni a crescut tot mai mult în importanță în ultimii ani, susținut de emisiunile de titluri de stat și de obligațiuni corporative. Valoarea de piață a obligațiunilor a ajuns astfel la 3,7 mld. EUR în 2024, reprezentând aproximativ 50% din valoarea tranzacționată, peste cea a acțiunilor de pe segmentul principal. Totuși, cea mai mare parte a creșterii s-a datorat emisiunilor de titluri de stat la bursă, care, odată listate, tind să aibă o lichiditate redusă.

Valoarea tranzacționată a obligațiunilor a crescut semnificativ



sursa: BVB, calcule proprii

Veniturile Depozitarului au fost 45,8% din total grup în 2024



sursa: BVB, calcule proprii

Segmentul SMT – Sistemul Multilateral de Tranzacționare (Piața Aero) este o platformă alternativă de tranzacționare operată de BVB, destinată companiilor care nu îndeplinesc criteriile pentru listarea pe piața principală. Capitalizarea

minimă estimată a companiei trebuie să fie de cel puțin 250 mii EUR (față de 1 mil. EUR pentru segmentul principal), iar factorul free-float trebuie să fie de minimum 10% (față de 25% pentru segmentul principal).

În 2024, capitalizarea bursieră a pieței Aero a ajuns la 2,7 mld. EUR, cu un număr de 276 de societăți emitente, reprezentând sub 2% din volumul total tranzacționat la bursă. Numărul de societăți listate a fluctuat de-a lungul timpului, companiile fiind, în general, mai mici și având un profil de risc mai ridicat. Totuși, acest segment a contribuit la creșterea notorietății și vizibilității companiilor listate, unele dintre ele folosindu-l ca rampă de lansare către segmentul principal.

Structura de comisionare a Bursei de Valori București (BVB) este concepută pentru a acoperi diversele tipuri de tranzacții și instrumente financiare disponibile pe piață. Comisiunile percepute de BVB variază în funcție de tipul instrumentului financiar tranzacționat, tipul pieței și statutul participantului. Principalele categorii de comisioane includ:

- Comisiunile de tranzacționare – 38,9% din totalul veniturilor grupului;
- Comisiunile pentru emitenți (listare și menținere) – 6,9% din totalul veniturilor grupului;
- Comisiunile pentru servicii de date – 5,9% din total;

Structura de comisioane de tranzacționare a BVB

Instrument	Piata	Cumparare	Vanzare
Actiuni	Piata reglementata	0,035%	0,095%
Drepturi, unitati de fond	Piata reglementata	0,04%	0,10%
ETFs	Piata reglementata	0,04%	0,10%
Obligatiuni	Piata reglementata	0,01%	0,01%
Titluri de stat	Piata reglementata	0,005%	0,005%
Produse structurate	Piata reglementata	0,04%	0,10%
Produse structurate (obligatiuni)	Piata reglementata	0,01%	0,03%
Actiuni	Deal	0,045%	0,117%
Drepturi, unitati de fond	Deal	0,045%	0,117%
ETFs	Deal	0,05%	0,12%
Produse structurate	Deal	0,05%	0,12%
Actiuni, Regular	Market-Maker	0,0009%	0,024%
ETFs	Market-Maker	0,02%	0,06%
Titluri de stat	Market-Maker	0,0%	0,0%
Produse structurate	Market-Maker	0,02%	0,06%
Actiuni	SMT	0,02%	0,02%
Obligatiuni	SMT	0,00%	0,00%
Unitati de fond	SMT	0,02%	0,06%
IPO - actiuni	Toate Pietele	0,0%	0,135%
Oferte publice de cumparare – Actiuni	Piata reglementata	0,216%	0,216%
Oferte publice de cumparare – Actiuni	SMT	0,117%	0,117%
IPO - obligatiuni	Toate Pietele	0,117%	0,117%
SPO - obligatiuni	Toate Pietele	0,0216%	0,0216%
Titluri de stat	Piata Primara	0,0025%	0,0025%

sursa: BVB

Proiectul CCP

Proiectul Contrapărții Centrale (CCP.RO) a fost inițiat în 2019, cu o participare directă de 59,52% din partea BVB, având ca obiectiv principal relansarea pieței de instrumente financiare derivate din România și crearea unei infrastructuri pentru compensarea și decontarea tranzacțiilor. Lipsa unei contrapărți centrale a limitat posibilitatea de a introduce produse derivate pe BVB, instrumente necesare pentru a face piața mai lichidă și mai atractivă pentru investitorii sofisticăți care doresc instrumente financiare pentru gestionarea riscurilor.

Proiectul este unul extrem de complex, necesitând construirea companiei de la zero, cu diverse etape esențiale, printre care:

1. constituirea echipei de specialiști pentru inițierea proiectului de autorizare a societății, proces ce viza respectarea cerințelor ASF, BNR și EMIR;
2. încheierea unui contract de consultanță pentru furnizarea de servicii tehnologice și expertiză pentru implementarea sistemului de clearing;
3. aducerea în stare operațională a sediului societății și crearea condițiilor tehnice pentru desfășurarea activității conform obiectivelor;
4. obținerea autorizației finale de funcționare de la ASF după îndeplinirea tuturor cerințelor tehnologice și legislative necesare pentru activitatea contrapărții centrale.

Anul trecut, CCP încă nu era autorizat, iar stadiul proiectului era mai mult sau mai puțin în etapa a patra. Însă, în aprilie 2024, BVB a anunțat că procesul de autorizare ar putea să întârzie ca urmare a necesității renegocierii contractului cu compania de consultanță. Ulterior, compania de consultanță a ieșit din contract, fiind necesară căutarea unei alte soluții tehnice pentru implementarea CCP.

În decembrie 2024, BVB a anunțat retragerea cererii de autorizare, în contextul în care, în 2025, intră în vigoare prevederile EMIR 3, pentru care este necesară o refacere a dosarului și alinierea proiectului CCP la noile cerințe. BVB a comunicat că cererea de autorizare va fi redepusă după îndeplinirea ultimelor condiții în vederea autorizării și că acestea vor fi finalizate în prima parte a lunii februarie 2025.

În iulie 2024, BVB a publicat un plan de afaceri actualizat, în care estimează venituri de 942 mii EUR din activitatea CCP pentru 2025, urmând să crească până la 7,8 mil. EUR în 2030. Luând în calcul prognoza BVB, precum și estimările noastre proprii privind veniturile per total grup, veniturile obținute de CCP ar putea reprezenta în jur de 25% din total la finalul anului 2030, o pondere semnificativă și o linie de business importantă pentru grup în viitor.

Având în vedere incertitudinea cu privire la dimensiunea volumelor de tranzacționare pentru instrumente derivate, în calculele noastre am folosit estimările BVB și am exclus complet veniturile estimate pentru anul 2025. Ne așteptăm ca primele venituri să fie obținute abia în 2026, o ipoteză mai conservatoare, dar cu un impact minim asupra evaluării companiei, deoarece veniturile înregistrate în etapa terminală a prognozei au o relevanță mult mai mare.

Cea mai importantă sursă de venit pentru CCP va fi compensarea contractelor derivate, în special a contractelor futures pe acțiuni și indici, venituri estimate la 1,9 mil. EUR în 2030, și a contractelor forward pe energie, estimate la 1,5 mil. EUR în 2030. Veniturile din compensarea tranzacțiilor cu acțiuni vor avea, de asemenea, o pondere importantă, fiind estimate la 2,5 mil. EUR la finalul anului 2030.

CCP este așteptat să treacă pe profit abia în al treilea an de la autorizare, cu un rezultat net de 666 mii EUR, care ar urma să crească până la 4 mil. EUR în anul șase de la autorizare.

Estimarile BVB pentru proiectul CCP:

Categorie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Venituri din compensarea contractelor derivate	0	0	0	0	0	837	1.969	2.290	2.720	3.247	3.786
<i>Futures actiuni si indici</i>	0	0	0	0	0	167	563	827	1.147	1.525	1.922
<i>Futures FX</i>	0	0	0	0	0	0	0	46	96	124	185
<i>Futures energie</i>	0	0	0	0	0	14	56	73	95	126	153
<i>Forward energie</i>	0	0	0	0	0	655	1.350	1.390	1.432	1.475	1.519
Venituri din compensarea tranzactiilor cu actiuni	0	0	0	0	0	0	0	1.087	2.041	2.235	2.447
Venituri din compensarea contractelor de imprumut actiuni	0	0	0	0	0	0	0	338	753	979	1.272
Taxe aferente calitatii de membru compensator	0	0	0	0	0	105	399	461	453	453	453
Venituri totale din exploatare	0	0	0	0	0	942	2368	4176	5967	6914	7959
Cheltuieli totale din exploatare	875	1.496	1.026	1.486	3.292	4.514	4.372	5.278	5.280	5.529	5.862
Rezultat din exploatare	-875	-1.496	-1.026	-1.486	-3.292	-3.572	-2.005	-1.101	686	1.385	2.097
Venituri financiare nete din resurse proprii CCP	296	355	221	566	423	429	377	351	382	435	511
Venituri financiare nete din investirea garantiilor	0	0	0	0	0	606	1384	1416	1647	1862	2183
Profit/Pierdere neta	-579	-1141	-804	-920	-2869	-2536	-244	666	2715	3093	4024

sursa: BVB

Promovarea la Piață Emergentă

În anul 2020, Bursa de Valori București a fost promovată la statutul de Piață Emergentă secundară de la Piață de Frontieră de către furnizorul global de indici FTSE Russell, după ce două companii (TLV și SNN) au îndeplinit criteriile de admitere în indicii FTSE All-Cap. Promovarea la statutul de Piață Emergentă a contribuit la creșterea vizibilității bursei pe plan internațional, atrăgând un interes mai mare din partea investitorilor instituționali care urmăresc strategii de replicare a indicilor. În plus, și alte companii listate la BVB au beneficiat ulterior de includerea în alți indici FTSE, ca urmare a upgrade-ului.

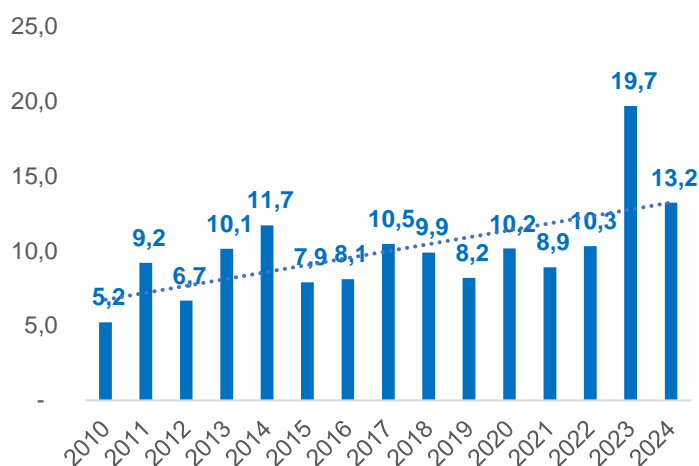
În ceea ce privește încadrarea în categoria de Piață Emergentă de către furnizorul de indici MSCI, criteriile de admitere sunt mai stricte și necesită îndeplinirea lor pe parcursul ultimelor patru trimestre pentru cel puțin trei companii. Printre criteriile cantitative se numără: o capitalizare minimă de cca. 3,0 mld. USD, un free-float de minim cca. 1,5 mld. USD și un nivel de 15% pentru indicatorii de lichiditate medie anualizată la 3 și 12 luni (ATVR).

În prezent, trei companii (TLV, SNP, H2O) îndeplinesc criteriile de capitalizare și free-float, însă nu și criteriile legate de lichiditate, acestea fiind atinse doar temporar, în unele luni de tranzacționare din an.

Deși valoarea medie zilnică tranzacționată la BVB pe segmentul principal de acțiuni a scăzut în 2024 la 13,2 milioane EUR, per ansamblu, aceasta rămâne pe un trend de creștere. Listarea Hidroelectrică a avut un impact semnificativ asupra lichidității, crescând valoarea medie zilnică tranzacționată până la 19,7 milioane EUR în 2023, ceea ce a generat un efect de bază negativ pentru 2024. Totuși, comparativ cu anul 2022, valoarea medie zilnică a crescut cu 28,2%. În același timp, valoarea totală tranzacționată raportată la capitalizare a scăzut la 4,7% în 2024 și este pe un trend descendent, reflectând un ritm de creștere ușor sub cel al capitalizării (CAGR +8,6% față de +9,9%).

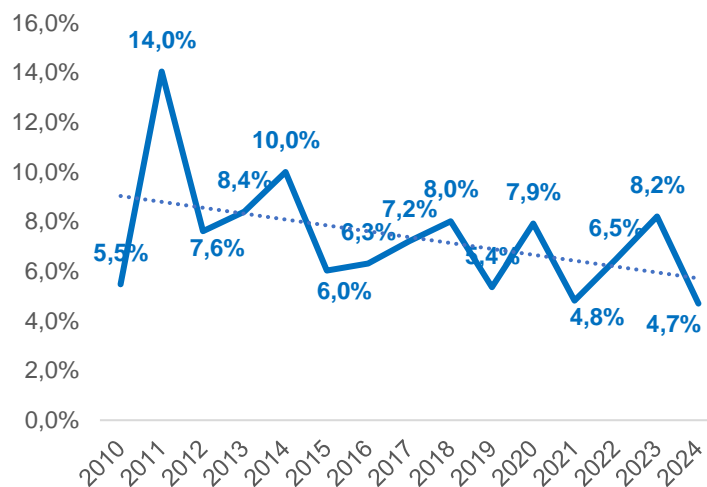
Cu toate acestea, perspectiva pe termen lung indică o îmbunătățire a lichidității, atât în ceea ce privește valoarea totală tranzacționată, cât și valoarea medie zilnică, pe măsură ce capitalizarea pieței crește. Până în 2030, ne așteptăm ca capitalizarea bursieră să ajungă la 123 miliarde EUR, ceea ce ar însemna un volum mediu zilnic cuprins între 21,6 milioane EUR și 23,4 milioane EUR, cu 77% peste nivelul actual, permițând astfel îndeplinirea criteriilor de lichiditate pentru cel puțin două companii.

Valoarea medie zilnică tranzacționată (mil. EUR, acțiuni)



sursa: BVB, calcule proprii

Valoarea tranzacționată raportată la capitalizare (%)



sursa: BVB, calcule proprii

Deși criteriile de lichiditate sunt mai dificil de îndeplinit, pentru condițiile de capitalizare și free-float este doar o chestiune de timp până când și alte companii listate vor îndeplini criteriile. După calculele noastre, SNG are nevoie de o creștere de 13,8% pentru a îndeplini criteriul valorii minime de free-float, în timp ce BRD are nevoie de 61,1%. Dacă prima este mai ușor de realizat în următorul an, pentru BRD acest lucru ar presupune o creștere anualizată de 10% în următorii cinci ani, în linie cu creșterea pieței.

În același timp, criteriile de lichiditate s-ar putea îmbunătăți odată cu creșterea numărului de investitori, care în 2024 a ajuns la 214 mii, față de 53 mii cu cinci ani mai devreme. Implementarea proiectului CCP devine cu atât mai importantă, întrucât lansarea de produse derivate și diversificarea produselor tranzacționate va aduce mai multe clase de investitori și va crește valoarea tranzacționată ca urmare a posibilității implementării unor strategii noi (hedging, arbitraj).

Estimări și perspective

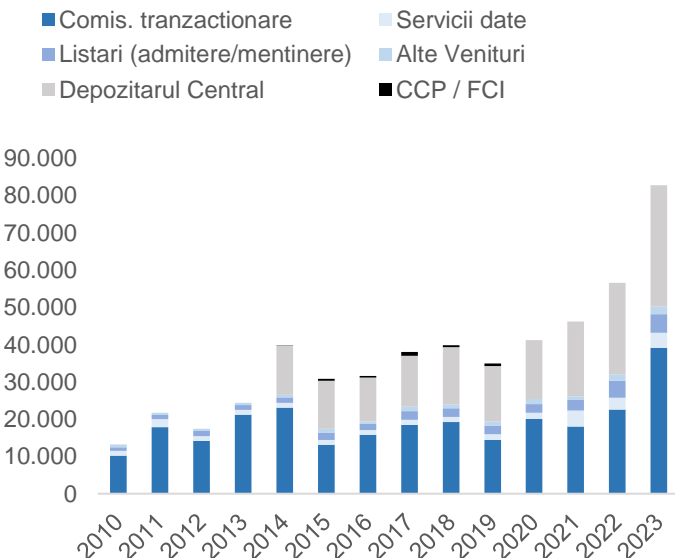
Pentru estimarea veniturilor BVB, am folosit un set de regresii liniare, utilizând capitalizarea pieței și valoarea tranzacționată. Capitalizarea pieței am estimat că va crește, în medie, cu un CAGR de 9,9%, în linie cu media istorică din ultimii 13 ani, iar valoarea totală tranzacționată am estimat-o ca medie între două metode: o estimare de creștere în linie cu media istorică (CAGR 8,6%) și o estimare pe baza unei regresii liniare cu capitalizarea pieței ($R^2 = 56,6\%$). Veniturile operaționale ale BVB le-am estimat ulterior în funcție de valoarea tranzacționată estimată ($R^2 = 92,1\%$). Rezultatul modelului indică o creștere medie anualizată de 7,1% pentru veniturile BVB, ușor sub media istorică de 8,9%.

În cazul CCP, am folosit estimările BVB din planul de afaceri actualizat, unde am eliminat veniturile pentru anul 2025 și am presupus că va înregistra venituri începând cu 2026.

Pentru estimările veniturilor Depozitarului Central, am folosit o creștere medie anualizată de 7,5%, ușor peste cea a BVB, dar sub media istorică a companiei. Menționăm că estimările pentru veniturile DC vor prezenta o eroare de estimare ceva mai ridicată, ca urmare a dificultății estimării listărilor de companii noi, precum și a eventualei capitalizări a acestora pe întreg intervalul de prognoză.

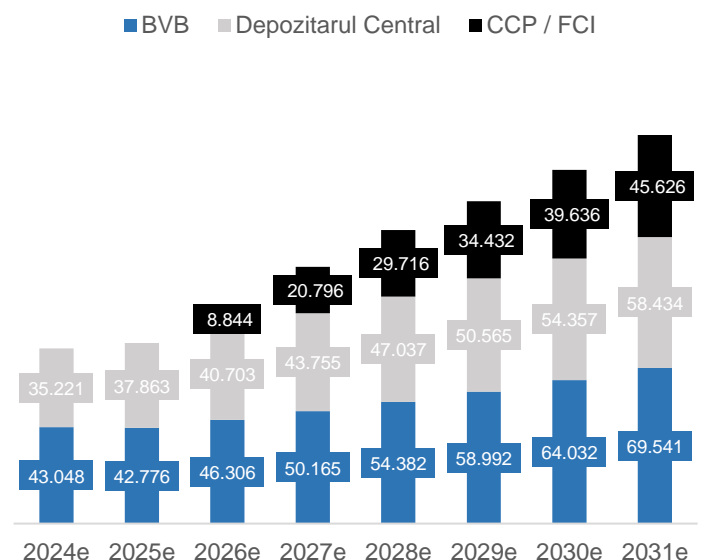
Astfel, per total grup, estimăm o creștere pentru anul 2025 de 3,0%, până la 80,6 mil. lei, cea mai mare creștere venind de la Depozitarul Central. Până în anul 2030, ne așteptăm ca veniturile CCP să contribuie cu cca. 25% la veniturile grupului, veniturile totale fiind estimate la 158 mil. lei.

Evoluția veniturilor grupului BVB (mii, lei)



sursa: BVB, calcule proprii

Estimări venituri grup (mii, lei)



sursa: BVB, calcule proprii

Rezultate la 9L 2024

Rezultatele pentru primele 9 luni ale anului 2024 au fost în scădere, în principal datorită veniturilor extraordinare înregistrate în 2023, odată cu listarea Hidroelectrică. Veniturile operaționale au scăzut cu 4,3%, până la 57,3 mil. lei, în timp ce rezultatul operațional a fost de 9,5 mil. lei, comparativ cu 19,5 mil. lei înregistrate în aceeași perioadă a anului anterior (-51,5%).

La segmentul de tranzacționare (BVB), s-a înregistrat o scădere de 5,0% a veniturilor, pe fondul reducerii veniturilor din tranzacții cu acțiuni cu 30,0%, până la 13,9 mil. lei, influențate de tranzacționarea H2O în iulie 2023. Scăderea a fost parțial compensată de creșterea veniturilor din tranzacții cu instrumente cu venit fix cu 70,0%, până la 11,1 mil. lei.

Valoarea portofoliului mediu lunar gestionat de agenții custode a crescut cu 35%, până la 93,3 mil. lei, ca urmare a valorii acțiunilor Hidroelectrică. În plus, valoarea tranzacțiilor cu decontare în euro a crescut cu 36%, ca urmare a ofertelor publice cu titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor în cadrul programului Fidelis.

Veniturile din vânzare date bursiere au crescut cu 24% față de aceeași perioadă a anului anterior, până la 3,66 mil. lei, cu o influență pozitivă din creșterea numărului de utilizatori finali și a clienților de date, dar și din majorarea tarifelor pentru date.

Veniturile din taxe de menținere și admitere emitenți sunt cu 12% mai mari față de perioada precedentă, ajungând până la 4,22 mil. lei.

Profitul net per total grup, în primele 9 luni, a fost de doar 10,4 mil. lei, în scădere cu 51,5% față de aceeași perioadă a anului anterior.

mii, lei, consolidat	9M 2023	9M 2024	% var
Venituri din servicii	59.192	56.708	-4,2%
Alte venituri	694	631	-9,1%
Venituri operaționale	59.886	57.339	-4,3%
Cheltuieli cu personalul	-22.670	-25.233	11,3%
Cheltuieli cu servicii	-4.982	-7.128	43,1%
Alte cheltuieli operaționale	-12.696	-15.505	22,1%
Profit operațional	19.538	9.474	-51,5%
Venituri financiare nete	5.322	3.959	-25,6%
Alte venituri/ pierderi	0	0	
Profit înainte de impozitare	24.860	13.433	-46,0%
Impozitul pe profit	-3.363	-3.017	-10,3%
Profitul perioadei	21.497	10.416	-51,5%
Interese minoritare	1.039	-284	
Acționarilor societății mamă	20.458	10.700	-47,7%

sursa: BVB, calcule proprii

mii, lei, consolidat	Q3 2023	Q3 2024	% var
Venituri din servicii	34.053	18.664	-45,2%
Alte venituri	325	-92	
Venituri operaționale	34.378	18.572	-46,0%
Cheltuieli cu personalul	-8.431	-8.795	4,3%
Cheltuieli cu servicii	-1.997	-2.805	40,5%
Alte cheltuieli operaționale	-4.571	-4.509	-1,3%
Profit operațional	19.379	2.463	-87,3%
Venituri financiare nete	1.757	974	-44,6%
Alte venituri/ pierderi	0	0	
Profit înainte de impozitare	21.136	3.437	-83,7%
Impozitul pe profit	-2.993	-1.460	-51,2%
Profitul perioadei	18.143	1.977	-89,1%
Interese minoritare	950	-519	
Acționarilor societății mamă	17.193	2.496	-85,5%

sursa: BVB, calcule proprii

Evaluarea DDM

Am evaluat BVB folosind un model DDM (Discounted Dividend Model), care indică un preț/acțiune de 39,7 lei, cu 6,5% sub nivelul pieței. În model, estimăm o rată de distribuire a dividendelor (payout ratio) de 95% și de 100% în evaluarea terminală.

Spre finalul intervalului de prognoză, am presupus o îmbunătățire semnificativă a profitabilității companiei, cu un ROE de 46%, în principal ca urmare a trecerii pe profit a proiectului CCP, dar și a creșterii veniturilor într-un ritm mai ridicat față de evoluția cheltuielilor de personal și a serviciilor cu terți. În model, am folosit un cost al capitalului (COE) de 13,6%. Alte ipoteze ale modelului includ:

- Primă de risc de piață de 7,7%, calculată folosind randamentul total istoric al indicelui BET și randamentul obligațiunilor guvernamentale la 10 ani, de 7,5%;
- Beta de 0,8, estimat prin regresie liniară față de indicele BET, utilizând întregul set de date, de la listare până în prezent;
- Valoarea terminală, estimată prin modelul Gordon Growth, cu o rată de creștere terminală de 4,0%.

(RON '000, consolidat)	Raportat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat	Estimat
Model DDM	31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-25	31-Dec-26	31-Dec-27	31-Dec-28	31-Dec-29	31-Dec-30	31-Dec-31
Venituri Operationale	82.786	78.270	80.639	95.853	114.717	131.135	143.989	158.025	173.602
% var	46,4%	-5,5%	3,0%	18,9%	19,7%	14,3%	9,8%	9,7%	9,9%
EBIT	23.645	12.146	13.382	22.023	33.152	42.362	49.397	57.634	66.930
EBIT M	28,6%	15,5%	16,6%	23,0%	28,9%	32,3%	34,3%	36,5%	38,6%
Profit Net	24.693	13.098	14.922	22.747	32.788	41.139	47.532	54.968	63.346
% var		-47,0%	13,9%	52,4%	44,1%	25,5%	15,5%	15,6%	15,2%
Capitaluri proprii	128.728	124.932	123.338	124.692	126.643	129.092	131.921	135.193	135.193
ROE %	21,3%	10,5%	12,1%	18,2%	25,9%	31,9%	36,0%	40,7%	46,9%
Rata distribuire%	51%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	100%
Dividende	10.398	12.525	12.443	14.176	21.610	31.149	39.082	45.155	52.220
pv factor			0,88	0,78	0,68	0,60	0,53	0,47	0,41
NPV Dividende			10.957	10.991	14.753	18.725	20.688	21.047	21.432

PV Dividende	118.593
PV Valoare Terminala	232.976
Rată Creștere Terminala	4,0%
Valoare Capital	351.569
Numar actiuni	8.854
Pret/acțiune	39,7
Pret piata	42,45
Upside/Downside	-6,5%

sursa: BVB, calcule proprii

		Rata de creștere reziduala				
		3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
Rata de actualizare (COE)	14,5%	33,4	34,4	35,6	36,8	38,2
	14,0%	35,2	36,4	37,7	39,1	40,7
	13,6%	37,0	38,3	39,7	41,3	43,1
	13,0%	39,5	41,0	42,7	44,5	46,6
	12,0%	44,8	46,7	48,9	51,4	54,3

Evaluarea Relativă

Evaluarea prin multipli indică un preț pe acțiune de 40,1 lei, cu 5,4% sub nivelul prețului din piață. Am folosit un eșantion restrâns de companii – operatori bursieri cu un model de business similar și capitalizare apropiată – respectiv bursele din Polonia, Grecia și Croația.

BVB se tranzacționează la un multiplu forward P/E de 25,1x, peste mediana de 15,9x a eșantionului de companii selectat. Multiplul forward P/B al BVB este de 3,05x, peste mediana eșantionului de 1,7x, însă o parte din diferență poate fi explicată prin diferența de rentabilitate a capitalului. P/B ajustat cu ROE indică un multiplu de 3,7x și un upside de 22,3%.

Companie	Tara	Capitalizare (EUR mio)	BETA	ROE	ROE 5Y	ROA	NIM	PE	PB	PS
Warsaw stock exchange	PL	412	0,44	15,0%	16,1%	0,1	0,3	11,4	1,7	3,7
Hellenic exchange	GR	299	0,90	16,2%	7,3%	3,9%	27,3%	15,9	2,7	5,7
Zagrebacka burza	HR	7	0,13	3,2%	2,0%	2,7%	1,4%	48,5	1,1	2,7
Median		299	0,44	15,0%	7,3%	3,9%	27,3%	15,9	1,7	3,7

sursa: BBG, calcule proprii

Multiplii de Pret	2025e	+/-
Pret Tinta @ P/E	26,82	-36,8%
Pret Tinta @ P/B	51,90	22,3%
Pret Tinta @ P/S	41,76	-1,6%
Target Price AVG	40,16	
Pret Piata BVB	42,45	
Upside/Downside	-5,4%	

2025e	BVB	Industrie
PE	25,19	15,91
EV/EBITDA	18,24	8,55
PB	3,05	1,69
PB ROE adj.		3,73
ROE	16,0%	7,3%
PS	4,66	4,05
PS adj.		4,58
NPM	24,0%	21,2%

sursa: BBG, calcule proprii

Situații Financiare și Estimări

(mii lei, consolidat)	Raportat 2023	Estimat 2024 ttm	Estimat 2024e	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e	Estimat 2030e	Estimat 2031e
Venituri din servicii	81.558	79.074	77.133	79.508	94.557	113.223	129.427	142.114	155.967	171.341
Alte venituri	1.228	1.165	1.137	1.131	1.296	1.494	1.708	1.875	2.058	2.261
Venituri operaționale	82.786	80.239	78.270	80.639	95.853	114.717	131.135	143.989	158.025	173.602
Cheltuieli cu personalul	-31.614	-34.177	-34.439	-35.339	-36.752	-38.222	-39.751	-41.341	-42.582	-43.859
Cheltuieli cu servicii	-7.081	-9.226	-8.999	-8.869	-10.063	-11.469	-13.111	-14.396	-15.799	-17.357
Alte cheltuieli operaționale	-20.447	-23.257	-22.686	-23.050	-27.015	-31.873	-35.910	-38.854	-42.010	-45.456
EBIT	23.645	13.580	12.146	13.382	22.023	33.152	42.362	49.397	57.634	66.930
Venituri financiare nete	6.306	4.943	4.821	4.838	5.751	6.883	7.868	8.639	9.481	10.416
Alte venituri/ pierderi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Profit înainte de impozitare	29.950	18.523	16.967	18.220	27.774	40.035	50.231	58.037	67.116	77.346
Impozitul pe profit	-4.252	-3.906	-3.578	-2.915	-4.444	-6.406	-8.037	-9.286	-10.739	-12.375
Profitul perioadei	25.698	14.617	13.389	15.305	23.330	33.629	42.194	48.751	56.377	64.970
Interese minoritare	1.005	-318	-291	-383	-583	-841	-1.055	-1.219	-1.409	-1.624
Acționarilor societății mamă	24.693	14.935	13.098	14.922	22.747	32.788	41.139	47.532	54.968	63.346
Rezultat Global	28.380	17.299	13.389	15.305	23.330	33.629	42.194	48.751	56.377	64.970
Interese minoritare	1.005	(318)	(291)	-383	-583	-841	-1.055	-1.219	-1.409	-1.624
Acționarilor societății mamă	27.375	14.935	13.098	14.922	22.747	32.788	41.139	47.532	54.968	63.346

(mii lei, consolidat)	Raportat 2023	Estimat 2024 ttm	Estimat 2024e	Estimat 2025e	Estimat 2026e	Estimat 2027e	Estimat 2028e	Estimat 2029e	Estimat 2030e	Estimat 2031e
Imobilizări corporale	17.433	27.404	27.579	27.227	27.615	28.047	28.590	29.216	29.941	29.941
Imobilizări necorporale	6.731	7.162	7.208	7.116	7.218	7.331	7.472	7.636	7.826	7.826
Active deținute la cost	53.131	62.362	62.762	61.961	62.843	63.826	65.061	66.487	68.136	68.136
Alte active imobilizate	22.084	22.060	22.202	21.918	22.230	22.578	23.015	23.519	24.103	24.103
Total active imobilizate	99.379	118.988	119.751	118.223	119.906	121.783	124.138	126.858	130.005	130.005
Creante	13.303	7.993	8.044	7.941	8.054	8.181	8.339	8.521	8.733	8.733
Depozite la banci	75.140	42.995	43.270	42.718	43.326	44.005	44.855	45.838	46.975	46.975
Numerar și echivalente	15.637	26.793	26.965	26.621	27.000	27.422	27.952	28.565	29.274	29.274
Active deținute la cost	16.065	23.862	24.015	23.709	24.046	24.423	24.895	25.441	26.072	26.072
Alte active	18.614	18.404	18.522	18.286	18.546	18.837	19.201	19.622	20.108	20.108
Total active circulante	138.759	120.047	120.817	119.275	120.973	122.867	125.242	127.987	131.162	131.162
Total active	238.139	239.036	240.567	237.498	240.879	244.649	249.380	254.846	261.166	261.166
Capital social	88.991	94.596	94.596	94.596	94.596	94.596	94.596	94.596	94.596	94.596
Rezultat reportat	18.917	7.606	8.261	9.007	10.145	11.784	13.841	16.218	18.966	18.966
Alte Capitaluri	20.819	21.934	22.074	19.734	19.951	20.263	20.655	21.107	21.631	21.631
Capitaluri Proprii	128.728	124.136	124.932	123.338	124.692	126.643	129.092	131.921	135.193	135.193
Interese Minoritare	49.114	48.524	48.835	48.212	48.741	49.504	50.461	51.567	52.846	52.846
Total Capitaluri Proprii	177.842	172.661	173.767	171.550	173.433	176.148	179.554	183.489	188.040	188.040
Datorii financiare pe termen lung	18.491	18.292	18.409	18.174	18.433	18.722	19.084	19.502	19.986	19.986
Datorii comerciale	31.648	38.914	39.163	38.000	38.541	39.144	39.901	40.775	41.787	41.787
Fond de garantare, s.a.	3.284	1.650	1.661	3.562	3.613	3.670	3.741	3.823	3.917	3.917
Datorii financiare pe termen scurt	2.425	2.644	2.661	2.627	2.665	2.706	2.759	2.819	2.889	2.889
Alte datorii pe termen scurt	4.448	4.875	4.906	3.584	4.195	4.260	4.343	4.438	4.548	4.548
Total Datorii	60.296	66.375	66.800	65.948	67.446	68.502	69.826	71.357	73.127	73.127

sursa: BVB, calcule proprii

Denegarea responsabilității 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, fără autorizarea prealabilă a BRK Financial Group.

Acest document a fost întocmit de către SSIF BRK Financial Group S.A., exclusiv pentru informarea destinatarilor săi. Acest material are doar un scop informativ și nu reprezintă o recomandare de a achiziționa, deține sau vinde produsul financiar descris aici. Toate informațiile conținute 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 contrapartida, riscul de faliment al emitentului și riscul de lichiditate, fiecare dintre care ar putea avea un impact negativ asupra valorii, prețului 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 natura 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.

Analiștii de cercetare responsabili de producerea acestui raport certifică prin prezenta 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 prezenta certifică următoarele:

Acest raport a fost întocmit de:

Analist

Alex Dodoi

1. Nu au nici un interes financiar în instrumentele financiare care ar include compania/comaniile menționate în prezentul raport.

Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica nota explicativa nr.
Bursa de Valori Bucuresti	BVB	5, 7, 10, 11

BRK Financial Group SA este furnizor de lichiditate în ceea ce privește produsele structurate emise de aceasta.

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 sau 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.