



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

Raport de analiza 2B Intelligent Soft (BENTO) – initiere acoperire

Sumar:

- 2B Intelligent Soft (Bento) este un dezvoltator de software roman cu activitate in principal in zona de suport pentru sectorul de energie si utilitati, inasa cu extindere catre mai multe domenii noi in ultimii ani.
- Principalul produs software al companiei este aplicatia de Field Service Management dezvoltata in-house, initial ca un produs personalizat pentru clienti, transformat ulterior intr-unul standardizat.
- Piata pe care activeaza Bento este una extrem de fragmentata si diversificata, iar nisa pe care activeaza este interconectata cu pietele internationale, asa ca e greu de identificat pozitia acesteia pe piata.
- Dezvoltarea din ultimii ani a fost finantata din fonduri europene, reinvestirea profitului si majorarea de capital din 2021, riscul financiar fiind practic inexistent.
- Rezultatele financiare ale emitentului au fost unele foarte bune in 2023, atat veniturile, cat si marjele de profit ajungand la maximul ultimilor ani, ceea ce a atras si o evolutie bursiera foarte buna.
- Evaluarea prin metoda DCF a fost mai mare decat cea prin metoda comparatiei multiplilor de piata, in primul caz fiind mai mare si decat pretul de piata, iar in al doilea caz mai mica. Valoarea companiei este si va ramane in viitorul previzibil influentata in mod semnificativ de contractele incheiate cu clientii mari, pentru care estimarile sunt foarte greu de realizat.

Valoare intrinseca
estimata
(RON/actiune)

12,1105

Departamentul Analiza
+4021.321.40.90
analiza@primet.ro

Date bursiere importante

Indicator	Valoare
Pret inchidere 15.03.2024	13,0000
Capitalizare	177.391.500,00
Variatie pret YTD	18,72%
Variatie pret 1 luna	4,84%
Variatie pret 12 luni*	224,61%
Maxim 52 saptamani*	14,4000
Minim 52 saptamani*	3,9855
Valoare medie tranzactii 60 zile	172.228,30 RON

Sursa: Prime Analyzer, BVB

*Cifre ajustate cu majorarea de capital din noiembrie 2023

Acest raport nu este o recomandare de investitii. Valoarea estimata nu este un pret tinta pe care ne asteptam sa-l atinga actiunea emitentului, ci doar o valoare intrinseca, dependenta de confirmarea ipotezelor detaliate in raport. Raportul reprezinta o informatie generala si nu se substituie serviciilor de consultanta de investitii.

Prezentarea companiei

2B Intelligent Soft, cunoscuta pe piata sub brandul Bento, este un producator de software si furnizor de servicii IT roman activ in principal pe segmentul de suport pentru companii de energie si utilitati.

Firma a fost infiintata in anul 2004 de Adrian, Corneliu si Vlad Bodea, primii doi fiind fondatorul, respectiv actualul director general al grupului Adrem, activ in domeniul energetic,

acolo unde ofera in principal servicii pentru retelele de utilitati si lucrari de automatizari industriale. Ultimul dintre cei trei fondatori ai Bento, Vlad Bodea, este fiul fondatorului Adrem, Adrian Bodea, fiind de altfel cel care s-a ocupat de partea operationala a Bento inca de la inceput, fiind si in prezent implicat in companie din pozitia de membru al Consiliului de Administratie.

Cei mai mari actionari ai emitentului sunt in momentul de fata fondatorul Vlad Bodea si presedintele-director general Radu Scarlat, cu un numar foarte apropiat de actiuni, impreuna depasind pragul de 50% din drepturile de vot. Ambii au fost implicati in dezvoltarea Bento din perioada de inceput a facultatii, primul de la infiintare, in 2004, iar al doilea din anul 2006.

In anul 2008 au fost facute primele angajari, iar dupa 2009 a inceput dezvoltarea mai sustinuta a companiei, fiind abordata nisa care are in momentul de fata cea mai importanta pozitie in modelul de business, cea de Workforce Management (WFM - gestionare a fortei de munca), pentru clienti din domeniul de utilitati.

Prezentare companie	
Adresa	Bd. Primaverii, nr. 51, Bucuresti
Web	www.bento.ro
ISIN	ROQKJOLFIS51
Segment bursa	AeRO
Section	Premium
Piata principala	XRS1
Data listarii	16.03.2022
Numar actiuni	13.645.500
Valoare nominala	0,10 RON
CAEN principal	6201



Sursa: BVB

Indice	Pondere
BET AeRO	6,04%

Actionar	Numar actiuni	Procent
Scarlat Radu	3.739.356	27,40%
Bodea Vlad-Ermil	3.739.353	27,40%
Free float	6.166.791	45,20%

Sursa: BVB

Consiliul de Administratie

Nume	Funcție
Radu Scarlat	Presedinte
Vlad-Ermil Bodea	Membru
Claudiu Negrisan	Membru ne-executiv

Conducerea executiva

Nume	Funcție
Radu Scarlat	Director General
Andrei Cupaciu	Director Divizie IT, Infrastructura & Cloud
Dan Giusca	Lead Software Architect

In anii urmatoari a fost intarita prezenta pe acest segment, fiind dezvoltate in paralel si alte linii de activitate, iar compania a fost impartita in doua divizii, Dezvoltare Software, respectiv IT, Infrastructura si Cloud. Aceasta impartire este asemanatoare cu cea de la Bittnet Systems, diferentele fiind ca in acest caz vorbim despre dezvoltare de software, si nu educatie, iar ponderile in cifra de afaceri sunt mult mai echilibrate la Bento decat la Bittnet.

Sursa: Bento

In momentul de fata, businessul Bento este structurat pe trei directii principale. Prima dintre ele este cea de produse software standardizate, dintre care cel mai important este cel de Field Service Management, care asigura planificarea si optimizarea activitatii echipelor de muncitori din teren in principal in zona de utilitati.

In aceeasi categorie intra alte cateva tipuri de produse, precum cel de Mobile Device Management, cel de citire de la distanta a contoarelor si cel pentru optimizarea activitatii silozurilor si terminalelor de cereale. De asemenea, in 2022 si 2023 a fost implementat un proiect finantat partial (in proportie de 61%, sau 15,12 mil. RON) din fonduri europene nerambursabile in cadrul Programului Operational Competitivitate, in urma acestuia fiind dezvoltata o platforma care centralizeaza toate produsele software standardizate ale Bento, structurate in 9 module. Printre ele se afla si cele 4 de mai sus, dar si alte cateva, cum ar fi cele pentru contabilitate, resurse umane si management al sistemelor de transport.

A doua directie de business este cea de software personalizat, din care au evoluat, de altfel, si produsele standardizate enumerate mai sus. A treia directie este cea de servicii IT si Cloud, care implica in mare parte implementarea de solutii software dezvoltate de companii internationale precum Microsoft, HP sau Cisco. Desi este o piata pe care exista concurenta destul de mare, ponderea serviciilor IT in veniturile Bento este una ridicata, apropiindu-se de regula de 50%. In ultimii ani profitul provenit din servicii IT a acoperit necesitatile investitionale mari pentru proiectele de dezvoltare de software, chiar daca marja bruta a acestor servicii nu este de regula una foarte mare.

In martie 2022 actiunile Bento au inceput tranzactionarea pe piata AeRO a Bursei de Valori Bucuresti, dupa ce in noiembrie 2021 fusese derulat un plasament privat incheiat cu succes din prima zi si suplimentat de la 400.000 la 900.000 de actiuni, la pretul de 14 lei pe actiune (ulterior au fost distribuite actiuni gratuite, pretul actual trebuind inmultit cu 3 pentru a fi comparabil cu cel din plasamentul privat). Diferenta intre cele 400.000 de actiuni nou emise alocate initial si cele 900.000 de dupa suplimentare a fost reprezentata de actiuni vandute de actionarii existenti. Evolutia bursiera a actiunii a fost una foarte buna, fiind influentata pozitiv de rezultatele financiare bune si de raportarea mai multor contracte semnificative in cei aproape doi ani ulteriori listarii.

Pozitia pe piata si contextul la nivel european

In mod oarecum paradoxal, pe piata cu cel mai ridicat grad de digitalizare, de la care ne-am astepta ca transparenta sa fie la ordinea zilei, informatiile publice din care sa tragem concluzii referitoare la pozitionarea diferitilor actori sunt mai putine decat in sectorul agricol, pe care l-am abordat relativ recent. Daca adaugam faptul ca piata serviciilor IT este una extrem de diversificata, cu business-uri intregi construite pe niste nise care din afara ar fi greu de identificat, devine aproape imposibil sa identificam pozitia Romaniei in context european sau pe a Bento in context local.

Mai jos am pus cap la cap cateva date pe care le consideram relevante din acest punct de vedere.

Evolutia dimensiunii sectorului IT&C in Europa, pe tari

Tara (mil. EUR)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Evolutie
Germania	109.812	114.703	122.074	128.007	129.465	136.567	147.743	152.166	151.126	37,62%
Marea Britanie*			131.038	153.658	142.883	140.879	148.885		148.885	
Franta	83.761		82.336	85.519	89.365	99.471	101.858	107.500	109.402	30,61%
Italia*	56.365	52.253	52.240	53.302	55.452	57.829	58.279	60.188	60.188	6,78%
Spania*	34.748	33.784	33.043				39.487		39.487	13,64%
Suedia			27.559				27.958	30.901	34.071	
Olanda*		32.363							32.363	
Belgia	15.949	15.833	15.395	15.793	16.257	16.689	18.264	20.152	19.904	24,80%
Polonia	12.178	11.884	12.558	13.540	13.719	15.603	17.864	19.330	19.836	62,88%
Danemarca							13.847	13.867	14.322	
Austria	10.038	10.462		11.602	12.373	12.891	13.793	14.575	13.826	37,75%
Finlanda	7.278	8.827		9.597		12.266	11.323	11.777	13.782	89,38%
Norvegia	12.690	12.509	12.376	11.822		12.114	12.484	13.619	13.042	2,77%
Cehia	7.073	6.921	6.739	7.189	7.577	8.464	9.620	10.626	10.898	54,09%
Romania	4.207	4.502	4.982	5.370	6.063	6.636	7.645	8.339	9.371	122,72%
Portugalia									8.442	
Ungaria	5.704	5.909	5.930	6.452	6.545	7.571	8.095	8.984	8.272	45,02%
Grecia	3.918	3.580	3.704	4.004	3.839	3.556	4.471	4.162	5.330	36,03%
Bulgaria	1.914	1.972	2.100	2.299	2.613	3.003	3.411	4.073	4.540	137,20%
Slovacia	3.447		3.176	3.469	3.251	3.632	3.694	4.060	4.354	26,33%
Croatia	1.713	1.799	1.768	1.873	1.969	2.154	2.311	2.493	2.522	47,26%
Serbia*						1.734	1.934	2.263	2.263	
Slovenia	1.287	1.298	1.351	1.399	1.452	1.579	1.647	1.802	1.896	47,31%
Lituania	832	844	936	1.109	1.163	1.281	1.425	1.709	1.895	127,81%
Estonia	842	870	968	978	1.066	1.220	1.398	1.657	1.873	122,48%
Letonia	767	855	884	1.020	1.152	1.266	1.437	1.630	1.704	122,25%
Malta	622	520	604	686	732	927	969		1.071	72,29%
Islanda					792	916	896	926	875	
Bosnia-Hertegovina*			697	714	715				715	
Macedonia de Nord*	312	289	279	296	328			471	471	50,64%

*Tari pentru care ultimul an cu informatii disponibile a fost inainte de 2020

Sursa: Eurostat, calcule Prime Transaction

In primul tabel am calculat dimensiunea sectorului IT&C in tarile europene (din UE si din afara acesteia) intre anii 2012 si 2020, ultimul an pentru care am gasit date relevante publicate de Eurostat. Exista diverse studii independente referitoare la sectorul IT pentru care perioada acoperita este mai recenta si care

nu includ si sectorul de comunicatii, insa acestea fie nu acopera intregul sector, fie nu acopera toate tarile europene, fie au alte neajunsuri care le fac sa nu fie suficient de relevante. Si din datele Eurostat lipsesc informatiile referitoare la unele tari, iar pentru cateva dintre cele incluse in tabel in ultimul an datele disponibile se opresc inainte de anul 2020. De asemenea, cifrele sunt calculate indirect, folosind datele primare referitoare la PIB si la ponderea sectorului IT&C in acesta.

Se poate observa din tabel faptul ca Romania este in partea de mijloc, topul fiind dominat destul de categoric de tarile mari din vestul Europei. Comparativ cu tarile din regiunea in care ne aflam pozitia este una destul de buna, fiind depasiti de Polonia si Cehia, dar inaintea Ungariei, Bulgariei, Slovaciei si tarilor baltice. Aici trebuie tinut cont si de faptul ca avem o economie mai mare decat a acestor tari, nu in ultimul rand pentru ca si populatia este mult mai numeroasa.

Raportat la dimensiunea totala a sectorului in Uniunea Europeana in anul 2020, Romania avea o cota de 1,33%, sub cota de 1,64% pe care o avea in cazul Produsului Intern Brut. Imaginea populara, care arata sectorul IT dezvoltandu-se intr-un ritm iesit din comun, este una care arata lucrurile doar partial. Intr-adevar, in cifre absolute vorbim despre o evolutie foarte buna, insa ea se incadreaza pe de o parte intr-o tendinta pozitiva a sectorului la nivel european, iar pe de alta parte intr-o tendinta de crestere a economiei nationale in ansamblul sau peste media europeana.

Tara (% din PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Malta	8,44%	6,55%	6,90%	6,86%	6,94%	7,77%	7,43%		8,02%
Bulgaria	4,53%	4,69%	4,88%	5,02%	5,36%	5,72%	6,07%	6,62%	7,37%
Suedia			6,28%				5,94%	6,48%	7,09%
Estonia	4,70%	4,60%	4,83%	4,74%	4,90%	5,12%	5,39%	5,93%	6,83%
Marea Britanie*			5,67%	5,81%	5,87%	5,97%	6,15%		6,15%
Ungaria	5,69%	5,78%	5,58%	5,72%	5,63%	5,96%	5,95%	6,13%	6,00%
Finlanda	3,62%	4,32%		4,54%		5,42%	4,85%	4,91%	5,79%
Letonia	3,47%	3,75%	3,74%	4,15%	4,54%	4,69%	4,93%	5,33%	5,66%
Cehia	4,35%	4,34%	4,27%	4,24%	4,27%	4,36%	4,56%	4,71%	5,05%
Croatia	3,83%	4,04%	4,01%	4,13%	4,15%	4,30%	4,37%	4,47%	4,99%
Serbia						4,42%	4,51%	4,92%	4,92%
Olanda*		4,90%							4,90%
Franta	4,01%		3,83%	3,89%	4,00%	4,33%	4,31%	4,41%	4,72%
Slovacia	4,68%		4,16%	4,33%	4,00%	4,29%	4,11%	4,30%	4,66%
Islanda					4,21%	4,18%	4,03%	4,20%	4,63%
Bosnia-Hertegovina*			4,98%	4,83%	4,62%				4,62%
Danemarca							4,58%	4,48%	4,60%
Germania	4,00%	4,08%	4,17%	4,23%	4,13%	4,18%	4,39%	4,38%	4,44%
Belgia	4,13%	4,03%	3,82%	3,79%	3,78%	3,75%	3,97%	4,21%	4,32%
Romania	3,02%	3,15%	3,31%	3,35%	3,62%	3,56%	3,71%	3,72%	4,25%
Portugalia									4,21%
Macedonia de Nord*	4,12%	3,55%	3,26%	3,26%	3,40%			4,18%	4,18%
Norvegia	3,18%	3,16%	3,27%	3,38%		3,40%	3,35%	3,73%	4,04%
Slovenia	3,55%	3,56%	3,59%	3,60%	3,59%	3,67%	3,59%	3,71%	4,03%
Lituania	2,49%	2,41%	2,56%	2,97%	2,99%	3,03%	3,13%	3,49%	3,80%
Polonia	3,16%	3,06%	3,09%	3,15%	3,23%	3,35%	3,58%	3,63%	3,77%
Austria	3,15%	3,23%		3,37%	3,46%	3,49%	3,58%	3,67%	3,63%
Italia*	3,47%	3,24%	3,21%	3,22%	3,27%	3,33%	3,29%	3,35%	3,35%
Spania	3,37%	3,31%	3,20%				3,28%		3,28%
Grecia	2,08%	1,99%	2,09%	2,27%	2,20%	2,01%	2,49%	2,27%	3,23%

*Tari pentru care ultimul an cu informatii disponibile a fost inainte de 2020

Sursa: Eurostat

In ceea ce priveste dinamica multianuala Romania este printre primele tari din Europa, cu o crestere de peste 120% intre 2012 si 2020, fiind depasita doar de Bulgaria si aflandu-se la un nivel foarte apropiat de cel al tarilor baltice din acest punct de vedere. Daca ne uitam la factorii care au determinat aceasta dinamica observam ca, desi acestia au avut o contributie echilibrata, evolutia Produsului Intern Brut a jucat un rol ceva mai important, acesta crescand cu 58,26% in perioada 2012-2020, comparativ cu o crestere de 40,73% a ponderii sectorului IT&C in PIB.

In al doilea tabel este prezentata ponderea sectorului IT&C in PIB in tarile europene, iar ordinea tarilor este una complet diferita fata de cea din primul tabel. In prima parte a tabelului vedem in principal tari mici, majoritatea aflate in partea de jos a topului valorii nominale a sectorului.

Romania este in partea a doua a acestui tabel, cu o pondere care in 2020 a trecut pentru prima data de 4% din PIB, in crestere de la putin peste 3% in anul 2012. Suntem peste Polonia si Austria, dar in urma altor tari mai mici din regiune, in conditiile in care tendinta este clar ca tarile mai mici sa aiba ponderi mai mari ale sectorului IT&C in economie, in mare parte pentru ca alte sectoare au in mod natural o dimensiune mai redusa. Dispersia valorilor din tabel este, totusi, una destul de mica, fiind mai putin de 5 puncte procentuale intre prima si ultima tara.

Sectorul de servicii IT in Romania

Asa cum spuneam si mai sus, sectorul IT este unul foarte diversificat, cu multe directii de activitate, iar acest lucru il face sa fie si foarte fragmentat. In Romania, cele mai mari entitati din industrie sunt subsidiare ale unor mari companii internationale, insa nici macar acestea nu au ponderi semnificative in cifra de afaceri cumulata a sectorului.

Cea mai mare parte a sectorului de servicii IT, din care face parte Bento, functioneaza pe unul din trei coduri CAEN principale: 6201 – Activitati de realizare a soft-ului la comanda (software orientat client), 6202 – Activitati de consultanta in tehnologia informatiei si 6209 – Alte activitati de servicii privind tehnologia informatiei. Exista si un al patrulea cod CAEN care are legatura cu sectorul, 6203 – Activitati de management (gestiune si exploatare) a mijloacelor de calcul, acolo unde este incadrat si un emitent de la BVB (Safetech Innovations - SAFE), insa pe acest cod exista un numar destul de mic de firme, cu o cifra de afaceri cumulata mult mai mica decat in cazul celorlalte trei.

In afara de firmele de IT incadrate in aceste coduri CAEN exista si altele care fie sunt incadrate, din diverse motive, in alte categorii, fie au activitatea principala in alte sectoare, dar activeaza si in IT. E de asteptat ca astfel de situatii sa fie destul de rare si sa aiba o influenta limitata asupra imaginii de ansamblu, fara ca acest lucru sa fie insa unul cert.

Faptul ca in Uniunea Europeana exista libera circulatie a serviciilor face ca o parte a pietei de servicii IT sa fie deservita direct din alte tari membre, fiind arhicunoscut cazul Irlandei, care gazduieste subsidiarele europene ale mai multor giganti tehnologici din Statele Unite, de acolo fiind facturate servicii inclusiv pentru clientii din Romania. Caracteristicile sectorului fac ca inclusiv munca angajatilor sau colaboratorilor cu statut de freelancer sa poata fi desfasurata de la distanta, inclusiv din alta tara decat cea a angajatorului. Chiar si la nivel local, printre persoanele juridice cu codurile CAEN asociate sectorului de servicii IT exista multe care sunt folosite pentru a incasa venituri de natura salariala de la firmele mai mari, facand ca niste venituri sa fie inregistrate de doua ori in cifra de afaceri cumulata, asa ca dimensiunea reala a sectorului e cu atat mai greu de estimat.

In cazul particular al Bento, cei mai importanti concurenti pe partea de Field Service Management nu fac parte din sectorul IT local, ci sunt firme straine care dezvoltă aplicatii similare. Printre ele sunt si companii foarte mari precum Microsoft, Oracle

si SAP, care includ in multitudinea de produse IT standardizate pe care le ofera si solutii pe aceasta nisa, dar si foarte multi dezvoltatori software mici si medii cu acoperire internationala.

Mai jos sunt cateva date despre firmele care se incadreaza in cele trei coduri CAEN principale asociate sectorului de servicii IT. Am ales sa le prezentam separat, insa si o prezentare a cifrelor cumulate ar putea fi relevanta, avand in vedere ca activitatea este in general una complexa si nu se incadreaza intr-un singur obiect de activitate.

Codul 6201 - Activitati de realizare a soft-ului la comanda (software orientat client)

Numar firme	Numar angajati	Cifra de afaceri (mil. RON)	Profit net (mil. RON)
• 18.724 • 0,79% din total	• 118.317 • 2,94% din total • 6,32/firma	• 34.400 • 1,44% din total • 0,29/angajat	• 5.900 • 2,46% din total • 17,15% marja

Cea mai mare parte a firmelor de IT din Romania au codul CAEN principal 6201, aici fiind inclus si emitentul analizat in acest raport, 2B Intelligent Soft (BENTO).

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

Asa cum se poate observa, desi numarul firmelor cu acest cod CAEN reprezinta mai putin de 1% din numarul total de firme din Romania, acestea genereaza rezultate mult mai mari de atat in ceea ce priveste cifra de afaceri, profitul net si numarul de angajati. Vorbim despre un numar mediu de 6,32 angajati pe firma, fiecare dintre ei producand in medie circa 290 mii RON in anul 2022, la o marja de profit net de 17,15%. Sunt in general cifre peste media economiei, exceptia importanta fiind, in mod oarecum neasteptat, productivitatea, cu aproape 3% din numarul total de angajati din economie fiind realizata mai putin de 1,5% din cifra de afaceri. Explicatiile cele mai plauzibile au legatura mai mult cu particularitatile altor sectoare, care genereaza venituri mari cu un numar mic de angajati, fara ca acest lucru sa duca insa neaparat si la obtinerea unor profituri spectaculoase. Un astfel de exemplu este comertul cu amanuntul al carburantilor, care genereaza 3,51% din cifra de afaceri cu doar 0,35% din numarul de angajati, insa la o marja neta de profit de doar 1,9%. Un alt exemplu este extractia petrolului brut, care aduce 2,36% din cifra de afaceri la nivel national cu doar 0,2% din numarul total de angajati, iar in acest caz si profitul este pe masura, marja neta medie fiind de 18,26%. Tarile in care nu exista extractie de petrol nu vor avea, desigur, o astfel de influenta, asa ca si sectorul IT (si nu numai el) va avea cifre mai bune comparativ cu media economiei. De aceea, punerea in context a tuturor informatiilor este esentiala si poate oferi explicatii uneori diferite de cele care ne-ar trece prin minte la o prima vedere.

In tabelul de mai jos sunt cele mai mari 20 de firme care au codul CAEN principal 6201, ordonate dupa cifra de afaceri pe anul 2022. In afara de informatiile publice privind numarul de angajati, venituri, profit net si capitaluri proprii am calculat si 3 indicatori pe care ii consideram relevanti: productivitatea medie pe angajat, marja neta si rentabilitatea capitalului propriu (ROE – return on equity).

Firma	Numar angajati	Venituri (mii RON)	Productivitate/angajat (mii RON)	Profit net (mii RON)	Marja neta	Capitaluri proprii (mii RON)	ROE
Endava Romania SRL	4.588	1.322.071	288	168.245	12,73%	101.548	165,68%
Vitesco Technologies Engineering Romania SRL	1.879	1.055.284	562	101.266	9,60%	-51.802	-195,49%
Ericsson Telecommunications Romania SRL	2.603	973.831	374	32.003	3,29%	155.778	20,54%
Oracle Romania SRL	2.336	844.957	362	30.106	3,56%	105.166	28,63%
Cognizant Technology Solutions Romania SRL	2.500	678.070	271	55.479	8,18%	123.842	44,80%
Amazon Development Center (Romania) SRL	4.234	618.756	146	-8.221	-1,33%	497.506	-1,65%
Oracle Global Services Romania SRL	2.228	620.585	279	5.173	0,83%	113.039	4,58%
Luxoft Professional Romania SRL	2.341	586.341	250	50.962	8,69%	202.797	25,13%
ING Hubs B.V. Amsterdam - Sucursala Bucuresti	1.292	564.096	437	30.671	5,44%	124.308	24,67%
NTT Data Romania SA	1.118	480.767	430	1.280	0,27%	109.266	1,17%
Deloitte Tehnologie SRL	1.394	448.012	321	26.453	5,90%	76.132	34,75%
Betfair Romania Development SRL	993	353.341	356	24.368	6,90%	191.028	12,76%
Ubisoft SRL	1.819	346.169	190	26.768	7,73%	147.270	18,18%
Fortech SRL	137	338.228	2.469	41.797	12,36%	42.209	99,02%
Pentalog Romania SRL	643	280.656	436	16.222	5,78%	93.655	17,32%
Veeam Software SRL	817	264.621	324	13.474	5,09%	46.899	28,73%
Accenture Industrial Software Solutions SA	823	250.705	305	17.882	7,13%	56.944	31,40%
Google Bucharest SRL	365	241.452	662	-8.826	-3,66%	42.884	-20,58%
Cegeka Romania SRL	597	237.853	398	23.426	9,85%	39.685	59,03%
Arobs Transilvania Software SA	505	239.956	475	41.898	17,46%	228.454	18,34%
2B Intelligent Soft SA	62	36.929	596	5.600	15,16%	16.568	33,80%

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

Cele mai multe dintre ele sunt subsidiare

ale unor companii multinationale, cu un numar destul de mare de angajati, productivitate in general peste media sectorului, dar marje de profit mici sau foarte mici.

Singura dintre cele 20 de companii care are o marja de profit net peste media de 17,15% a codului CAEN este Arobs Transilvania Software, listata si ea la Bursa de Valori Bucuresti, ea fiind in acelasi timp printre putinele companii mari de IT cu actionariat romanesc. Alte doua au marje peste 10%, inca 4 intre 8% si 10%, iar 13 au marje sub 8%.

Motivele pentru aceasta situatie sunt mai greu de identificat in lipsa unor informatii detaliate despre fiecare business in parte, insa ele ar putea avea legatura chiar cu faptul ca vorbim despre subsidiare ale unor mari companii internationale. In mod normal acestea pastreaza activitatile cu cea mai mare valoare adaugata in tarile de origine, le directioneaza pe cele cu valoare adaugata medie sau pe care din motive legale nu le pot pastra in tarile de origine (asa cum sunt activitatile Meta sau Google din Irlanda, determinate de nevoia de a avea o prezenta oficiala in UE) catre alte tari dezvoltate, iar pe cele cu valori adaugate mici le transfera in tari mai sarace.

Bento este pe locul 172 dupa cifra de afaceri intre firmele cu codul CAEN 6201 din Romania, cu o cota de 0,08%. Daca luam in calcul si celelalte coduri CAEN asociate sectorului IT locul este mai indepartat, iar cota de piata mai mica. Acest lucru trebuie pus, insa, in context, tinand cont de faptul ca sectorul este unul extrem de fragmentat. Cea mai mare firma din domeniu, cu peste 4.500 de angajati si birouri in 10 orase din Romania, are doar 3,76% din cifra de afaceri totala a firmelor cu acelasi cod.

Codul 6202 - Activitati de consultanta in tehnologia informatiei

Numar firme	Numar angajati	Cifra de afaceri (mil. RON)	Profit net (mil. RON)
• 5.710 • 0,24% din total	• 21.040 • 0,52% din total • 3,68/firma	• 9.800 • 0,41% din total • 0,47/angajat	• 1.700 • 0,71% din total • 17,35% marja

Al doilea cod CAEN ca pondere in sector este 6202 – activitati de consultanta in

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

tehnologia informatiei. Dimensiunea sa este mult mai mica decat a celui anterior, numarul de firme fiind cu peste doua treimi mai mic, iar diferenta este foarte mare si in cazul numarului de angajati, cifrei de afaceri si profitului.

Firma	Numar angajati	Venituri (mii RON)	Productivitate/angajat (mii RON)	Profit net (mii RON)	Marja neta	Capitaluri proprii (mii RON)	ROE
IBM Romania SRL	3.177	1.069.659	337	83.805	7,83%	120.285	69,67%
Microsoft Romania SRL	1.558	766.805	492	1.574	0,21%	241.465	0,65%
DB Global Technology SRL	1.153	536.108	465	36.658	6,84%	243.668	15,04%
Kontron Services Romania SRL	239	363.898	1.523	-4.749	-1,31%	144	-3.309,18%
Rasirom RA	229	306.742	1.339	10.033	3,27%	43.062	23,30%
HCL Technologies Romania SRL	683	180.000	264	9.596	5,33%	19.760	48,56%
LSEG Business Services RM SRL	450	173.020	384	9.689	5,60%	67.100	14,44%
MHP Consulting Romania SRL	399	160.334	402	7.220	4,50%	29.649	24,35%
RINF Outsourcing Solutions SRL	295	147.702	501	4.557	3,08%	33.726	13,51%
SII IT&C Services SRL	432	145.836	338	15.696	10,76%	36.736	42,73%

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

Chiar daca cifrele cumulate pe codul

CAEN sunt mult mai mici, si aici vedem in prima parte a tabelului subsidiarele a trei giganti internationali, IBM, Microsoft si Deutsche Bank. Companiile din acest sector sunt mai concentrate decat celelalte, cea de pe primul loc avand o pondere de 10,91% in cifra de afaceri a codului CAEN, motiv pentru care si productivitatea medie pe angajat este mult mai mare, de circa 470 mii RON, fata de doar 290 mii. Marja de profit, pe de alta parte, este foarte apropiata, cu 0,2 puncte procentuale peste cea de la codul 6201.

Cea mai probabila explicatie pentru numarul mediu de angajati mult mai mic este gruparea majoritatii PFA-urilor pe codul 6202, care era impozitat pana anul trecut la norma de venit, spre deosebire de codul 6201, impozitat doar in sistem real. Neavand angajati, acestea au redus drastic media, ducand in acelasi timp si la o crestere artificiala a productivitatii pe angajat.

Codul 6209 – Alte activitati de servicii privind tehnologia informatiei

Numar firme	Numar angajati	Cifra de afaceri (mil. RON)	Profit net (mil. RON)
• 2.209 • 0,09% din total	• 9.069 • 0,23% din total • 4,11/firma	• 3.600 • 0,15% din total • 0,40/angajat	• 526 • 0,22% din total • 14,61% marja

Al treilea cod CAEN care poate fi incadrat in sectorul serviciilor IT este 6209 – alte activitati de

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

servicii privind tehnologia informatiei. Acesta este mult mai mic decat cele doua dinainte, inasa are la randul sau o marja de profit destul de mare, de aproape 15% in 2022, si o productivitate pe angajat comparabila cu cea din restul sectorului.

Firma	Numar angajati	Venituri (mii RON)	Productivitate/angajat (mii RON)	Profit net (mii RON)	Marja neta	Capitaluri proprii (mii RON)	ROE
Net Brinel SA	125	301.050	2.408	13.653	4,54%	18.099	75,44%
Stefanini Romania SRL	1.270	297.221	234	8.023	2,70%	76.615	10,47%
Mediapost Hit Mail SA	205	204.046	995	3.834	1,88%	33.522	11,44%
Intrarom SA	286	219.538	768	4.159	1,89%	34.446	12,07%
K-Businesscom SRL	44	160.449	3.647	3.362	2,10%	13.611	24,70%
SCC Services Romania SRL	1.050	128.103	122	4.421	3,45%	16.416	26,93%
Beespeed Technical Engineering Center SRL	291	108.872	374	3.815	3,50%	6.692	57,02%
Amazon Web Services EMEA SARL Luxemburg Sucursala Bucuresti	15	103.611	6.907	569	0,55%	1.227	46,39%
Certsign SA	278	87.959	316	6.384	7,26%	17.811	35,84%
Azets Insight SRL	708	77.066	109	642	0,83%	-4.151	-15,46%

Sursa: topfirme.com, calcule Prime Transaction

Fiind vorba de un cod CAEN care include tot ce nu

poate fi inclus in cele dinaintea sa, regasim aici o multitudine de tipuri de companii, de la cele cu un numar mare de angajati si prezenta teritoriala extinsa pana la unele cu mai putin de 50 de angajati, care ruleaza inasa sume foarte mari. Ce vedem la toate firmele din tabel este o profitabilitate foarte mica, cea mai mare marja neta fiind de doar 7,26%.

Sumarizand, piata de servicii IT are o fragmentare si o diversificare extrem de mare, la care se adauga suprapunerea activitatii businessurilor localizate in tari diferite ale UE si chiar in tari din afara Uniunii. In aceste conditii, pozitia Bento pe piata este greu de identificat in mod obiectiv. Dimensiunea businessului este una neglijabila daca ne raportam la piata IT in ansamblul sau, inasa compania are o pozitie relevanta pe nisa pe care activeaza in principal.

Analiza SWOT**PUNCTE TARI (+)**

- Apartenenta la un domeniu de activitate foarte bine cotate
- Contracte cu firme mari din energie si utilitati
- Dezvoltare de produse software proprii, nu doar integrarea unor externe
- Profitabilitate peste media sectorului, chiar si in perioade cu eforturi investitionale mai mari

PUNCTE SLABE (-)

- Concentrare mare a clientilor si putere mica de negociere in relatia cu acestia
- Notorietate redusa, care face dificila extinderea catre alte tipuri de servicii
- Dependenta mare a companiei fata de persoanele din conducere

OPORTUNITATI (+)

- Potential de expansiune dat de gradul redus de digitalizare din Romania
- Posibila tinta de achizitie pentru companii mai mari
- Acces la clienti externi, piata serviciilor IT fiind una globalizata
- Au spatiu mare de indatorare, care poate accelera dezvoltarea

AMENINTARI (-)

- Exista pe piata un numar mare de aplicatii concurente, unele realizate de giganti tehnologici
- Resursa umana de calitate este greu de atras si de mentinut in sectorul IT
- Cadrul fiscal instabil din Romania poate crea dificultati in anii urmasi
- Avansul tehnologiei poate reduce nevoia pentru unele dintre produsele companiei

Politica de investitii, politica de dividende si situatia datoriilor

Politica de investitii

Cele mai importante investitii ale companiei sunt cele in dezvoltarea de produse software, iar din acest punct de vedere iese in evidenta proiectul finantat partial din fonduri europene nerambursabile in cadrul caruia a fost realizata platforma software modulara in care sunt integrate mai multe produse standardizate.

Daca privim la rezultatele financiare din anii precedenti observam ca activele imobilizate au avut in mod traditional ponderi mici in activele totale, inregistrand o crestere mai importanta in 2022 si 2023, atunci cand au fost capitalizate investitiile in platforma software. Pentru anii urmasori, potrivit directiilor de dezvoltare prezentate de companie in raportarile financiare, investitiile urmeaza sa fie concentrate tot in jurul imobilizarilor necorporale, reprezentata de produsele software standardizate. Dupa finalizarea recenta a platformei mentionate mai sus ar fi de asteptat ca mai intai sa vedem o perioada in care sa se incerce punerea in valoare a acestora si de-abia dupa aceea sa se investeasca bani in alte produse.

Situatia detaliata a datoriilor financiare

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Imprumuturi pe termen lung	1.654.765	749.219	997.413	0	0	4.785.539
Leasing pe termen lung	0	0	40.649	208.067	218.426	161.677
Imprumuturi pe termen scurt	357.226	667.477	0	0	1.233.054	0
Leasing pe termen scurt	0	0	0	65.674	90.119	137.300
Total datorii financiare	2.011.991	1.416.696	1.038.062	273.741	1.541.599	5.084.516
Procent din activele totale	22,33%	16,09%	8,62%	1,58%	5,04%	9,16%
Procent din capitalul propriu	80,15%	30,55%	20,10%	2,29%	9,30%	17,09%
Datorii financiare/EBITDA	0,62	0,52	0,44	0,05	0,22	0,31
Datorii financiare nete	1.915.243	1.923.692	-427.112	-6.049.991	-2.071.564	-3.946.561
Datorii financiare nete/EBITDA	0,59	0,71	-0,18	-1,14	-0,30	-0,24

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Gradul de indatorare al Bento este unul mic, imprumuturile

bancare aparand destul de rar in bilant. In anul 2022 a fost contractata o linie de credit IMM Invest care la 30 septembrie 2023 avea un sold de 1,74 mil. RON, iar ulterior raportarii la noua luni a fost rambursata integral. De asemenea, in cursul anului 2023 a fost contractata o alta finantare IMM Invest pe termen lung, al carei sold la noua luni era de 4,78 mil. RON. Motivul principal pentru care s-a apelat la aceasta a doua finantare pare sa fi fost dobanda zero din primul an de utilizare, asa ca ne putem astepta ca in 2024 ea sa fie rambursata sau convertita intr-o finantare pe termen scurt.

Chiar si cu cresterea aparent artificiala a datoriilor financiare pe termen lung in 2023, pozitia Bento in ceea ce priveste riscul financiar este una confortabila, raportul dintre datoriile financiare si EBITDA fiind unul neglijabil, la fel ca si ponderea acestora in activele totale si in capitalul propriu. Deocamdata nu se intrevade nici pentru viitor o schimbare a situatiei, cele mai mari investitii ale companiei fiind finantate pana acum fara probleme din resurse proprii si finantare europeana nerambursabila.

Politica de dividend

Politica de dividend a Bento este una hibrida, cu acordarea de dividende si actiuni gratuite. Dupa listare emitentul a distribuit dividende in fiecare dintre cei doi ani, de

fiecare data randamentele fiind foarte apropiate de nivelul de 2%. Deocamdata nu au fost distribuite si actiuni gratuite din profitul nerepartizat, cele doua majorari de capital cu actiuni gratuite de pana acum fiind realizate de fiecare data din primele de emisiune rezultate in urma plasamentului privat. Pornind de la acest scurt istoric, ne putem astepta ca si in anii urmasori sa vedem distributii de dividende, inasa cu randamente mici dupa standardele bursei locale.

Anul distributiei de dividend	Dividend brut	Rata de distributie	Randament brut
2021	0,2273	66%	2,07%
2022	0,1600	39%	2,03%

Analiza rezultatelor financiare

Rezultate financiare T4 2023 si anual 2023

Indicator (RON)	T3 2023	T3 2022	Evolutie T3	9L 2023	9L 2022	Evolutie 9L
Cifra de afaceri	15.370.158	13.116.184	17,18%	43.194.635	28.857.976	49,68%
Venituri din productia de imobilizari necorporale	3.677.933	3.134.142	17,35%	14.086.809	6.574.538	114,26%
Alte venituri din exploatare	152.487	20.982	626,75%	875.249	32.496	2593,41%
Total venituri operationale	19.200.578	16.271.308	18,00%	58.156.693	35.465.010	63,98%
Cheltuieli cu materialul, din care:	-6.214.231	-8.609.708	-27,82%	-6.371.284	-9.266.323	-31,24%
<i>Cheltuieli cu materiile prime</i>	-143.826	-47.838	200,65%	-271.599	-651.152	-58,29%
<i>Cheltuieli cu energia si apa</i>	0	0	-	0	-5.209	-100,00%
<i>Alte cheltuieli materiale</i>	-5.184	-22.310	-76,76%	-34.464	-70.402	-51,05%
Cheltuieli privind marfurile	-1.904.294	-7.709.164	-75,30%	-6.065.221	-8.539.561	-28,98%
Cheltuieli cu personalul	-10.083.878	-3.729.547	170,38%	-24.217.965	-9.403.388	157,55%
Cheltuieli cu amortizarea si ajustarile de valoare	-75.789	-490.282	-84,54%	-1.136.753	-638.185	78,12%
Alte cheltuieli de exploatare	-6.206.312	-1.703.753	264,27%	-10.912.856	-9.845.202	10,84%
Total cheltuieli operationale	-18.419.283	-13.702.893	34,42%	-42.638.858	-29.153.098	46,26%
Rezultat operational	781.295	2.568.414	-69,58%	15.517.835	6.311.911	145,85%
Rezultat financiar net	-84.058	-364.479	-76,94%	-296.024	67.254	-540,16%
Rezultat inainte de impozitare	697.237	2.203.934	-68,36%	15.221.811	6.379.165	138,62%
Impozit pe profit	281.487	-98.223	-386,58%	-2.158.328	-778.871	177,11%
Rezultat net	978.724	2.105.711	-53,52%	13.063.483	5.600.294	133,26%

Bento a avut un final de an mai slab decat perioada similara din 2022, chiar daca per total nu doar ca s-a incadrat in bugetul revizuit publicat in prima parte a lunii octombrie, dar chiar l-a depasit cu putin.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Veniturile operationale au avut o crestere mult mai mica decat in primele noua luni ale anului, cu doar 18%, de la 16,27 mil. RON la 19,2 mil. RON. Comparativ, in perioada ianuarie-septembrie cresterea a fost de 102,96%. Cifra de afaceri, cea mai importanta componenta a acestor venituri, a avut o evolutie asemanatoare, crescand cu 17,18% in T4, de la 13,12 mil. RON la 15,37 mil. RON, comparativ cu o crestere de 76,76% in primele noua luni ale anului. Veniturile din productia de imobilizari,

care se refera in principal la proiectul finantat partial din fonduri europene nerambursabile prin care a fost dezvoltata platforma modulara care integreaza mai multe produse software standardizate ale companiei, au crescut cu 17,35% in T4, de la 3,13 mil. RON la 3,68 mil. RON, dupa o crestere de 202,55% in primele noua luni.

Desi ritmul de crestere pare un pic dezamagitor fata de cel cu care ii obisnuise emitentul pe investitori, toate liniile de venituri sunt peste cele din bugetul revizuit publicat pe 10 octombrie, inainte de raportarile financiare la noua luni. Per total, veniturile operationale sunt cu 4,18% mai mari decat cele din bugetul revizuit si cu 24,54% mai mari decat cele din bugetul initial aprobat in AGA din aprilie 2023.

Si in cazul cheltuielilor operationale situatia este aceeaasi, acestea fiind ceva mai mari decat cele din bugetul revizuit. Cea mai mare crestere a fost cea a cheltuielilor cu personalul, cu 170,38%, sau 6,35 mil. RON in T4. Cheltuielile cu personalul sunt de departe cele mai importante pentru companie, avand o pondere de 56,8% in anul 2023, in crestere de la 32,26% in 2022. Pozitia „Alte cheltuieli din exploatare” a avut la randul sau o crestere considerabila, cu 264,27%, sau 4,5 mil. RON.

Aici sunt incluse in principal cheltuielile cu tertii, cum ar fi subcontractori, colaboratori si furnizori de servicii. La noua luni ea inregistra o scadere de 42,19%, asa ca e posibil ca o parte a cheltuielilor sa fi fost decalate de la un trimestru la altul si de aici sa rezulte o evolutie atat de volatila. Pe intregul an aceste cheltuieli au crescut cu doar 10,84%, o dinamica mai apropiata de normal.

Cheltuielile cu marfurile au fost singurele care au avut o scadere importanta, cu 75,3%, sau 5,8 mil. RON, dupa ce in primele noua luni ale anului crescusera cu 401,08%, ajungand la o scadere anuala de 28,98%. E posibil ca si aici sa vorbim despre o decalare a cheltuielilor, si chiar ca intre evolutia cheltuielilor cu marfurile si cea a altor cheltuieli de exploatare sa existe o corelatie, insa in lipsa notelor contabile, care nu sunt obligatorii pe piata AeRO, e mai greu de ajuns la o concluzie sigura.

Cresterea mare a cheltuielilor a dus la o scadere importanta a profitului operational, de la 2,57 mil. RON in T4 2022 pana la 781 mii RON in T4 2023 (-69,58%), o evolutie opusa celei din primele noua luni ale anului, atunci cand profitul operational a crescut cu nu mai putin de 293,66%. Chiar si asa, pe intregul an indicatorul a avut o evolutie foarte buna, in crestere cu 145,85%, de la 6,31 mil. RON in 2022 pana la 15,22 mil. RON in 2023.

Evolutiile favorabile ale rezultatului financiar net si impozitului pe profit inregistrat in T4 au facut ca profitul net sa aiba o scadere procentuala mai mica decat a celui operational, -53,52%, de la 2,11 mil. RON la 979 mii RON. Pe intregul an profitul net a ramas in crestere, de la 5,6 mil. RON la 13,06 mil. RON (+133,26%). Si in acest caz, la fel ca si la profitul operational, este o valoare mai mare decat cea din bugetul revizuit din octombrie, mai exact cu 5,8% pentru profitul net bugetat.

Chiar si asa, rezultatele trimestriale sunt unele mai degraba slabe, avand in vedere scaderea mare a profitului si dinamica veniturilor. Dat fiind specificul companiei, astfel de situatii sunt de asteptat, rezultatele fiind dependente de contractele incheiate si de momentul in care acestea sunt implementate, asa ca rezultatele anuale, sau cele TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) atunci cand vorbim despre rezultate publicate in cursul anului, fiind cele mai relevante.

Rezultate istorice

Contul de profit si pierdere

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cifra de afaceri	12.623.194	14.248.573	15.311.730	27.319.818	28.857.976	43.194.635
Venituri din productia de imobilizari necorporale	0	0	0	0	6.574.538	14.086.809
Alte venituri din exploatare	174.539	4.633	36.285	823.897	32.496	875.249
Total venituri operationale	12.797.733	14.253.206	15.348.015	28.143.715	35.465.010	58.156.693
Cheltuieli cu materialul, din care:	-3.736.311	-3.462.644	-4.189.534	-10.452.395	-9.266.324	-6.371.284
<i>Cheltuieli cu materiile prime</i>	<i>-159.683</i>	<i>-156.958</i>	<i>-92.099</i>	<i>-115.627</i>	<i>-651.152</i>	<i>-271.599</i>
<i>Cheltuieli cu energia si apa</i>			<i>-7.737</i>	<i>-7.102</i>	<i>-5.209</i>	0
<i>Alte cheltuieli materiale</i>			<i>-33.252</i>	<i>-54.535</i>	<i>-70.402</i>	<i>-34.464</i>
Cheltuieli privind marfurile	-3.576.628	-3.305.686	-4.056.446	-10.275.131	-8.539.561	-6.065.221
Cheltuieli cu personalul	-2.706.107	-4.187.936	-4.728.671	-5.622.712	-9.403.388	-24.217.965
Cheltuieli cu amortizarea si ajustarile de valoare	-188.032	-106.419	-99.951	-183.553	-663.339	-1.136.753
Alte cheltuieli de exploatare	-3.084.207	-3.894.448	-4.066.825	-6.776.649	-9.820.048	-10.912.856
Total cheltuieli operationale	-9.714.657	-11.651.447	-13.084.981	-23.035.309	-29.153.098	-42.638.858
Rezultat operational	3.083.076	2.601.759	2.263.034	5.108.406	6.311.911	15.517.835
Rezultat financiar net	-19.736	-43.624	-21.943	119.465	67.254	-296.024
Rezultat inainte de impozitare	3.063.340	2.558.135	2.241.091	5.227.871	6.379.165	15.221.811
Impozit pe profit	-502.905	-430.805	-382.069	-687.154	-778.871	-2.158.328
Rezultat net	2.560.435	2.127.330	1.859.022	4.540.717	5.600.294	13.063.483

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Rezultatele istorice nu sunt la fel de spectaculoase precum

cele din 2023, in cei mai multi ani existand doar variatii mici comparativ cu anul anterior. Exceptia este 2021, atunci cand veniturile aproape s-au dublat, iar profitul net a crescut cu mai mult de 100%.

Urmarind evolutiile pe termen lung ale elementelor de venituri si cheltuieli putem observa ca exista un echilibru intre acestea, cresterea medie anuala fiind foarte apropiata. Mai exact, veniturile operationale au inregistrat o crestere medie anuala de 35,36% intre 2018 si 2023, in timp ce cheltuielile operationale au avut o crestere procentuala putin mai mica, de 34,42% in medie pe an.

Chiar daca suma veniturilor si cea a cheltuielilor au mers intr-un ritm apropiat, structura lor s-a schimbat in timp, reflectand directia asumata de managementul companiei. In cazul veniturilor, cresterea cifrei de afaceri a fost de doar 27,89% in medie pe an, diferenta pana la cresterea de peste 35% a veniturilor operationale totale venind de la veniturile din productia de imobilizari necorporale, sub forma platformei realizate cu finantare partiala din fonduri europene nerambursabile. Intre 2018 si 2021 nu au existat deloc astfel de venituri, ele fiind inregistrate doar in ultimii 2 ani.

Orientarea mai mare spre realizarea produselor software proprii s-a putut vedea si pe partea de cheltuieli, acolo unde cheltuielile cu personalul au crescut cu o medie anuala de 55,01%, un ritm superior fata de cel al cheltuielilor operationale totale, in timp ce cheltuielile cu marfurile au avut o crestere de doar 11,14%, mult sub cresterea procentuala a cheltuielilor operationale. Cheltuielile cu marfurile se refera in principal la echipamentele achizitionate de la terti si revandute catre clienti,

de regula la pachet cu servicii de implementare si suport. Ele au continuat sa creasca, insa intr-un ritm mai lent decat veniturile, corespunzator ponderii in scadere a segmentului de integrare IT.

De cealalta parte, cheltuielile cu personalul stau la baza serviciilor prestate de companie si facturate catre clienti, care acopera o parte din cifra de afaceri, dar si la baza produselor proprii, care acopera integral veniturile din realizarea de imobilizari necorporale. Cresterea lor peste media cheltuielilor operationale are ca explicatie principala orientarea catre produsele software realizate in-house, in dauna celor revandute, insa printre motivele cresterii se numara cu siguranta si presiunea de pe piata fortei de munca, resursa umana specializata pentru sectorul IT fiind foarte greu de gasit si la preturi destul de mari.

Rezultatul operational si cel net au avut cresteri apropiate, 38,16%, respectiv 38,53% pe an in perioada analizata. Sunt cresteri procentuale mai mari decat in cazul veniturilor, determinate de ritmul putin mai lent de crestere al cheltuielilor. Asa cum se poate vedea in sectiunea de mai jos, dedicata indicatorilor importanti ai companiei, au existat doua perioade distincte, pana in 2020 marjele de profit reducandu-se, in timp ce in anii urmasori acestea au crescut treptat pana la un nivel asemanator cu cel din 2018, depasindu-l cu putin in anul 2023. Un lucru bun este ca revenirea marjelor de profit a avut loc in paralel cu cresterea considerabila a dimensiunii afacerii, veniturile operationale din 2023 fiind de 4,5 ori mai mari decat cele din 2018.

Bilantul

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Imobilizari necorporale			0	0	6.575.589	20.662.010
Imobilizari corporale	295.421	303.540	235.114	578.220	690.633	620.513
Imobilizari financiare			953.071	935.000	0	0
Total active imobilizate	1.228.206	1.248.502	1.188.185	1.513.220	7.266.222	21.282.523
Stocuri	91.789	222.618	164.808	111.772	283.895	3.403.619
Creante, dintre care	7.581.145	7.842.649	9.226.939	9.305.298	19.430.497	21.608.394
<i>Creante comerciale</i>			8.977.777	8.709.902	18.832.777	17.525.506
<i>Creante cu societati afiliate</i>			3.256	17.340	17.340	20.598
<i>Alte creante</i>			245.906	578.056	580.380	4.062.291
Casa si conturi la banci	96.748	-506.996	1.465.174	6.323.732	3.613.163	9.031.077
Total active circulante	7.769.682	7.558.271	10.856.921	15.740.801	23.327.555	34.043.091
Cheltuieli in avans	14.325	0	0	18.390	2.292	172.563
Total active	9.012.213	8.806.773	12.045.106	17.272.411	30.596.069	55.498.176
Furnizori terti	3.515.091	1.639.069	1.811.870	1.397.834	9.244.865	6.363.308
Datorii cu societatile afiliate			41	41	41	41
Leasing financiar TS	0	0	0	65.674	90.119	137.300
Imprumuturi TS	357.226	667.477	0	0	1.233.054	0
Alte datorii pe termen scurt	974.848	1.113.395	3.979.965	3.619.653	3.228.127	2.963.870
Total datorii pe termen scurt	4.847.165	3.419.941	5.791.876	5.083.202	13.796.207	9.464.518
Imprumuturi TL	1.654.765	749.219	997.413	0	0	4.785.539
Datorii fata de actionari			50.906	13.838	13.838	13.838
Leasing financiar TL			40.649	208.067	218.426	161.677
Total datorii pe termen lung	1.654.765	749.219	1.088.968	221.905	232.264	4.961.053
Total datorii	6.501.930	4.169.160	6.880.844	5.305.107	14.028.471	14.425.572
Venituri in avans, dintre care	0	0	0	0	0	11.316.203
<i>Subventii pentru investitii</i>	0	0	0	0	0	11.316.203
Capitaluri proprii	2.510.283	4.637.613	5.164.262	11.967.304	16.567.598	29.756.402

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Si in bilant putem observa o evolutie care a fost influentata in mare masura de dezvoltarea platformei proprii. Spre deosebire de contul de profit si pierdere, in acest caz a existat o influenta si din partea plasamentului privat realizat in anul 2021, care a modificat temporar structura bilantului, mai ales pe partea de pasiv. La fel ca si la contul de profit si pierdere, cei mai multi ani au fost caracterizati de stabilitate, exceptiile fiind in 2021 si 2023.

In cazul activelor se observa o modificare in timp a structurii, de la o pondere de 13,63% pentru activele imobilizate si 86,37% pentru cele circulante in anul 2018 pana la o pondere de 38,35% si 61,65% in 2023. Aceasta tendinta a inceput sa se manifeste in 2022, atunci cand au fost inregistrate pentru prima data venituri din realizarea de imobilizari necorporale, concomitent fiind inregistrate pentru prima data si in bilant imobilizari necorporale, sub forma platformei realizate in proiectul finantat partial cu fonduri europene nerambursabile. In 2023 lucrurile au mers in aceeaasi directie, imobiliarile crescand din nou intr-un ritm mai rapid decat cel al activelor circulante.

Cresterea medie anuala intre 2018 si 2023 a fost de 76,91% pentru activele imobilizate si 34,38% pentru activele circulante, dinamica celor doua explicand modificarea in timp a ponderii in activele totale. Defalcandu-le pe categorii, in cazul activelor imobilizate cresterea a venit de la imobiliarile necorporale, care au ajuns de la zero la 20,66 mil. RON in doar doi ani, in timp ce imobiliarile corporale au ramas la un nivel redus, iar cele financiare au fost prezente in bilant doar in doi ani, 2020 si 2021.

Activele circulante au avut o evolutie mai echilibrata, cresterea venind din trei surse: creantele, in crestere cu 23,3% in medie pe an (14,03 mil. RON in 5 ani in termeni nominali), numerarul, cu un plus de 147,75% pe an (8,93 mil. RON) si stocurile, cu 105,98% crestere medie anuala (3,31 mil. RON).

Spre deosebire de alte companii orientate spre crestere, Bento a reusit sa se dezvolte fara sa apeleze la indatorare financiara. In perioada pentru care avem date disponibile, datoriile totale au crescut cu doar 17,28%, iar datoriile financiare cu 20,37%, in timp ce capitalurile proprii au crescut cu 63,97%.

Cresterea capitalurilor proprii, de la 2,51 mil. RON la finalul lui 2018 pana la 29,76 mil. RON la finalul lui 2023, a avut la baza subventiile pentru investitii inregistrate recent, cu un impact de 11,32 mil. RON, majorarea de capital din 2021, in valoare de 5,6 mil. RON, si profitul capitalizat in aceasta perioada. Primele doua au avut o pondere de 62,09% din cresterea totala a capitalurilor proprii in perioada analizata.

In cazul datoriilor, cea mai mare parte a cresterii a venit de la imprumuturile pe termen lung, cu o contributie de 3,13 mil. RON intre 2018 si 2023, datoriile catre furnizori, cu 2,85 mil. RON si alte datorii pe termen scurt, cu 1,99 mil. RON. Primele au crescut in conditiile contractarii unui credit IMM Invest cu dobanda zero in primul an de utilizare, iar datoriile catre furnizori si alte datorii pe termen scurt au crescut pe fondul cresterii volumului de activitate.

Capitalul de lucru (diferenta dintre activele pe termen scurt si pasivele pe termen scurt) a fost in mod constant pozitiv, crescand treptat, in paralel cu volumul de activitate. Este o situatie de preferat pentru orice companie, deoarece varianta contrara, in care finantarea activelor pe termen lung s-ar face din resurse pe termen scurt, ar expune-o unui risc de lichiditate in cazul aparitiei unor situatii economice nefavorabile.

Indicatori importanti

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risc financiar						
Datorii financiare nete/EBITDA	0,59	0,71	-0,18	-1,14	-0,30	-0,24
Numerar/Active	1,07%	-5,76%	12,16%	36,61%	11,81%	16,27%
Datorii totale/Active	72,15%	47,34%	57,13%	30,71%	45,85%	25,99%
Rezultate financiare						
EBITDA (mil. RON)	3,27	2,71	2,36	5,29	6,98	16,65
Lichiditate						
Rata rapida	1,59	2,14	1,85	3,08	1,67	3,26
Rata curenta	1,61	2,21	1,87	3,10	1,69	3,62
Rata numerarului	0,02	-0,15	0,25	1,24	0,26	0,95
Efect de levier	2,59	0,90	1,33	0,44	0,85	0,48
Capital de lucru/Venituri	0,23	0,29	0,33	0,38	0,27	0,23
Durata incasare creante	219,21	200,90	219,95	124,32	245,76	182,59
Rata de rotatie creante	1,67	1,82	1,66	2,94	1,49	2,00
Durata mentinere stocuri	5,81	12,30	7,78	2,78	6,35	50,64
Rata de rotatie stocuri	62,82	29,66	46,94	131,24	57,48	7,21
Durata plata furnizori	222,52	90,60	85,49	34,78	206,78	94,67
Rata de rotatie datorii furnizori	1,64	4,03	4,27	10,49	1,77	3,86
Rata de rotatie numerar	130,47	-28,10	10,45	4,32	7,99	4,78
Ciclu conversie numerar (zile)	2,50	122,61	142,24	92,32	45,33	138,56
Rentabilitate						
Rentabilitatea activelor (ROA)	28,41%	24,16%	15,43%	26,29%	18,30%	23,54%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	102,00%	45,87%	36,00%	37,94%	33,80%	43,90%
Eficienta operationala						
Rata de rotatie a activelor	1,42	1,62	1,27	1,63	1,16	1,05
Rata de rotatie capital propriu	5,10	3,07	2,97	2,35	2,14	1,95
Profitabilitate						
Marja bruta	54,95%	53,67%	49,60%	47,88%	53,99%	57,81%
Marja EBITDA	25,56%	19,00%	15,40%	18,80%	19,67%	28,64%
Marja operationala	24,09%	18,25%	14,74%	18,15%	17,80%	26,68%
Marja neta	20,01%	14,93%	12,11%	16,13%	15,79%	22,46%
Rata efectiva de impozitare	16,42%	16,84%	17,05%	13,14%	12,21%	14,18%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Risc financiar

Compania se afla intr-o situatie foarte buna din punct de vedere al riscului financiar, acesta fiind practic inexistent. Datoriile financiare nete (datoriile financiare minus numerar) au fost negative in ultimele 4 raportari financiare anuale, intre 2020 si 2023, iar datoriile totale au scazut in timp de la 72,15% in 2018 pana la doar 25,99% in 2023, extinderea activitatii fiind realizata aproape exclusiv prin resurse proprii (luam in considerare in aceasta categorie si subventiile pentru investitii, care raman la dispozitia companiei).

Lipsa datoriilor are si un alt avantaj, reprezentat chiar de posibilitatea de a se indatora in viitor. Intr-o asemenea situatie am putea vedea o extindere prin achizitia unor companii mai mici, pe modelul Bittnet, sau o dezvoltare organica mai accelerata decat cea permisa de resursele financiare interne.

Lichiditate

Si indicatorii de lichiditate sunt la un nivel confortabil, doar cu numerarul din conturi fiind acoperite complet datoriile pe termen scurt, iar rata curenta si cea rapida fiind mai mari de 3. Evolutia in timp a fost una pozitiva, rata curenta si rata rapida crescand de la circa 1,5 in 2018, iar cea a numerarului de la putin mai mult de zero.

In conditiile in care, asa cum am precizat mai sus, ponderea datoriilor in activele totale a scazut treptat, efectul de levier a scazut la randul sau, de la 2,59 in 2018 pana la 0,48 in 2023. Se pot observa doua momente in care scaderea s-a manifestat mai puternic, 2021 si 2023, iar cele doua coincid cu majorarea de capital realizata prin plasament privat si cu inregistrarea subventiilor pentru investitii in capitalul propriu.

Ciclul de conversie a numerarului a avut o evolutie mai volatila, scazand pana la 45,33 de zile in 2022, iar apoi crescand pana aproape de cel mai mare nivel din perioada analizata in 2023. Precizam ca indicatorul este calculat folosind o aproximare pentru costul bunurilor vandute, acestea nefiind incluse in raportarile financiare. O explicatie posibila pentru evolutia din 2023 este plata mai rapida a datoriilor catre furnizori dupa contractarea creditului IMM Invest, o situatie conjuncturala pe care e posibil sa nu o vedem si in anii urmatori.

Rentabilitate

Cele doua rate de rentabilitate au avut evolutii diferite intre 2018 si 2023, insa mare parte din aceasta diferenta s-a manifestat in anul 2019, atunci cand capitalul propriu a crescut cu aproape 85%, in timp ce profitul net a scazut cu ceva mai mult de 15%, ducand mult in jos rentabilitatea capitalului propriu (ROE). Activele totale au avut o scadere usoara in acelasi an, asa ca rentabilitatea activelor (ROA) a fost mult mai stabila.

Daca facem comparatia intre 2019 si 2023 cei doi indicatori sunt mult mai apropiati, ambii avand scaderi usoare, ROA cu mai putin de un punct procentual, de la 24,16% la 23,54%, iar ROE de la 45,87% la 43,9%.

Scaderea mai mare a ROE intre 2018 si 2023 se explica prin evolutia capitalului propriu, acesta avand, asa cum am precizat si mai sus, o crestere procentuala mult mai mare decat cea a activelor totale. Oricum, nivelul la care este in prezent acest indicator este unul foarte ridicat, mai ales daca luam in considerare faptul ca a fost atins in conditiile lipsei datoriilor financiare.

Eficienta operationala

Evolutia diferita a capitalului propriu si activelor totale s-a manifestat si asupra ratelor de eficienta operationala, cu o scadere mult mai mare a ratei de rotatie a capitalului propriu decat in cazul ratei de rotatie a activelor. Pentru aceasta categorie de indicatori e mai greu de facut o comparatie cu alti emitenti, ei fiind dependenti nu doar de sectorul de activitate, ci si de modelul de business.

Profitabilitate

Marjele de profit ale companiei au avut evolutii asemanatoare, toate avand mai intai o perioada de scadere (pana in 2021 in cazul marjei brute si pana in 2020 in cazul celorlalte trei), apoi au inceput sa creasca, iar in 2023 toate au depasit nivelul din 2018. Nivelul marjelor de profit este unul bun, mai ales daca ne raportam la media sectorului, pe care am prezentat-o mai sus. Totusi, exista loc de imbunatatire in cazul in care se va putea continua tendinta de migrare de la integrarea solutiilor IT produse de terti la dezvoltarea unora proprii.

Analiza DuPont

Mai jos am impartit pe componente rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cea care exprima cel mai bine raportul intre rezultatele pe care le aduce afacerea actionarilor si investitia realizata de acestia. ROE (calculata ca Profit net/Capital propriu) poate fi exprimata ca un produs intre marja neta (Profit net/Venituri), rata de rotatie a activelor (Venituri/Active totale) si multiplicatorul capitalului propriu (Active totale/Capital propriu). Primul factor exprima profitabilitatea, al doilea eficienta operationala, iar al treilea structura de finantare.

Indicator (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Marja neta	20,01%	14,93%	12,11%	16,13%	15,79%	22,46%
Rata rotatie active	1,42	1,62	1,27	1,63	1,16	1,05
Multiplicator capital propriu	3,59	1,90	2,33	1,44	1,85	1,87
ROE	102,00%	45,87%	36,00%	37,94%	33,80%	43,90%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

In tabel pot fi observate trei evolutii pe care le-am detaliat

mai sus. In primul rand, marja neta a avut mai intai o perioada de scadere intre 2018 si 2020, apoi o revenire pana la un nivel mai mare decat cel din 2018.

Rata de rotatie a activelor a oscilat mai mult, insa tendinta generala a fost una de scadere, cu minimul atins in 2023. In ultimii doi ani scaderea a fost mai pronuntata, perioada fiind cea in care au fost inregistrate veniturile din productia de imobilizari, in paralel cu imobilizarile necorporale aferente. Multiplicatorul capitalului propriu, calculat ca raport intre activele totale si capitalul propriu, a avut la randul sau o tendinta descendenta, ajungand de la 3,59 la 1,87, in conditiile in care cresterea activelor a fost finantata preponderent prin capital propriu.

In aceste conditii, ROE a scazut de la 102% la 43,9%, scaderea fiind insa mai mica daca ne raportam la anul 2019. Indicatorul a avut un minim chiar anul trecut, la 33,8%, cresterea din 2023 fiind cea mai mare din perioada analizata, datorata aproape exclusiv evolutiei pozitive a marjei nete.

Tip cheltuiala (RON)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cheltuieli cu personalul	21,15%	29,38%	30,81%	19,98%	26,51%	41,64%
Alte cheltuieli de exploatare	24,10%	27,32%	26,50%	24,08%	27,69%	18,76%
Cheltuieli privind marfurile	27,95%	23,19%	26,43%	36,51%	24,08%	10,43%
Impozit pe profit	3,93%	3,02%	2,49%	2,44%	2,20%	3,71%
Cheltuieli cu amortizarea si ajustarile de valoare	1,47%	0,75%	0,65%	0,65%	1,87%	1,95%
Rezultat financiar net	0,15%	0,31%	0,14%	-0,42%	-0,19%	0,51%
Cheltuieli cu materiile prime	1,25%	1,10%	0,60%	0,41%	1,84%	0,47%
Alte cheltuieli materiale	0,00%	0,00%	0,22%	0,19%	0,20%	0,06%
Cheltuieli cu energia si apa	0,00%	0,00%	0,05%	0,03%	0,01%	0,00%

Cheltuieli totale	79,99%	85,07%	87,89%	83,87%	84,21%	77,54%
Marja neta	20,01%	14,93%	12,11%	16,13%	15,79%	22,46%

Cheltuielile companie sunt unele foarte concentrate, primele trei categorii de cheltuieli avand o pondere de 70,84% in veniturile operationale si de 91,36% in totalul cheltuielilor in anul 2023.

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Cea mai mare pondere au avut-o anul trecut, de departe, cheltuielile cu personalul, 41,64% din veniturile operationale, in crestere de la 26,51% in anul anterior si 21,15% in 2018. Asa cum am explicat mai sus, evolutia a avut legatura pe de o parte cu solutiile software proprii dezvoltate, iar pe de alta parte cu conditiile de pe piata fortei de munca din sectorul IT.

Pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, care in 2022 era cea mai mare categorie de cheltuieli, a scazut pana la o pondere de 18,76%, aici fiind incluse in principal serviciile subcontractate si cheltuielile cu colaboratorii. In ceea ce priveste colaboratorii (si in acelasi timp in privinta evolutiei de sens opus a cheltuielilor cu personalul, respectiv cu tertii) e posibil sa isi fi pus amprenta si modificarile legislative care au fortat o parte importanta a angajatilor si freelancer-ilor din sectorul IT sa treaca de la plata pe PFA sau microintreprindere la cea pe contract de munca, insa din afara companiei e mai greu de tras o concluzie sigura. Cheltuielile cu marfurile au scazut ca pondere atat in venituri, cat si in cheltuieli, motivul principal fiind, cel mai probabil, reorientarea spre produse proprii.

Concentrarea mare a cheltuielilor face ca posibilitatile de a creste marja neta sunt mai putine, dar si mai usor de gestionat. Pe de alta parte, faptul ca ponderea cea mai mare o au cheltuielile cu resursele umane (personal+colaboratori) face ca parghiile prin care acestea sa poata fi controlate sa fie foarte modeste, compania fiind mai degraba dependenta de contextul din sector decat sa aiba posibilitati reale de a tine sub control costurile principale.

Evaluare

Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Kapsch Trafficcom AG (Germania)	5,39	1,27	0,22	2,91	0,47
Sirma Group Holding AD (Bulgaria)		0,55	0,52	3,82	0,39
Innofactor PLC (Finlanda)	14,10	1,86	0,60	6,41	0,72
Netum Group OYJ (Finlanda)		2,57	0,91	16,87	1,15
Streamwide (Franta)	23,92	4,00	4,78	8,25	4,55
Audius SE (Germania)	15,91	2,52	0,79	6,52	0,70
Orbis SE (Germania)	25,72	2,11	0,51	7,08	0,55
Real Consulting SA (Grecia)		5,20			
Atende SA (Polonia)	8,97	1,49	0,38	3,96	0,39
APN Promise SA (Polonia)	25,05	1,91	0,07		
Prevas (Suedia)	12,93	2,80	1,07	7,53	1,07
VBT Yazilim (Turcia)	25,08	12,81	2,22	28,67	2,12
Arobs Transilvania Software (Romania)	25,89	3,05	1,97	13,27	2,01
Bittnet Systems (Romania)		1,83	15,58	8,71	16,31
Life is Hard (Romania)	12,67	1,67	2,18	8,64	1,99
Arctic Stream (Romania)	14,01	6,49	1,02	9,22	0,82

Medie fara extreme	17,52	2,18	1,72	8,85	1,61
2B Intelligent Soft	13,58	5,96	3,05	10,41	2,98
Valoare cu media fara extreme	16,7732	4,7625	7,3366	11,0534	7,0134
Medie	9,3878				
Medie ajustata	10,5441				
Mediana IT Services si Software - Application	23,95	2,81	1,70	11,36	1,80
Valoare cu mediana IT Services si Software - Application	22,9285	6,1277	7,2453	14,1806	7,8461
Medie	11,6656				
Medie ajustata	13,0501				

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Pentru Bento am gasit mai multi emitenti comparabili

decat pentru oricare dintre ceilalti emitenti analizati, domeniul de activitate fiind unul foarte ofertant din acest punct de vedere. Ne-am limitat la emitentii listati la bursele din Europa, cu capitalizare bursiera intre 20 si 150 mil. USD (un interval pe care l-am considerat apropiat de ordinul de marime al afacerii analizate), cu activitate in dezvoltarea si/sau integrarea de software. Data fiind varietatea foarte mare de nise pe care activeaza companiile din sector nu am putut restrange mai mult criteriile, fiind inclusi in comparatie emitenti care presteaza servicii IT catre mai multe domenii economice.

Multiplii la care se tranzactioneaza in prezent actiunile Bento si comparatia cu mediile multiplilor pentru emitentii similari scot in evidenta faptul ca, in timp ce dimensiunea afacerii nu este una foarte mare, profitabilitatea din acest moment este la un nivel foarte ridicat. Valorile rezultate din comparatia multiplilor care au legatura cu profitul, P/E (price/earnings – pret pe actiune/profit pe actiune) si EV/EBITDA (enterprise value/EBITDA), fiind mult mai mari decat cele care pornesc de la multipli ce au legatura cu dimensiunea afacerii, P/S (price/sales – pret/vanzari) si EV/S (enterprise value/sales).

Comparatia multiplului folosit cel mai des in mediul investitional, P/E, a returnat o valoare cu 29% mai mare decat pretul de piata al actiunilor emitentului, inasa este singurul pentru care valoarea rezultata a fost superioara pretului actiunii. Un profit foarte mare raportat la dimensiunea afacerii poate reflecta doar o situatie de moment, asa ca varianta relevanta este de a compara un numar mai mare de multipli.

O situatie interesanta vedem in cazul P/BV, raportul intre pret si capitalul propriu (price/book value). Desi Bento are datorii foarte mici, finantandu-si activitatea in proportie covarsitoare prin capitalul propriu, multiplul are o valoare foarte mare. Sectorul este in sine unul cu necesitati mici de capital, fiind mai importanta resursa umana decat cea materiala, inasa chiar si in comparatie cu emitentii similari Bento are un raport P/BV ridicat. Si aici explicatia vine tot de la profitul mare, rentabilitatea capitalului propriu (ROE) fiind, la fel ca si marja neta, destul de mult peste media sectorului. Avand in vedere diferenta mare, am considerat ca multiplul P/BV ar distorsiona rezultatul final si am decis sa-l scoatem din calcul in media ajustata care da estimarea valorii intrinseci prin aceasta metoda.

Am calculat si in acest caz o valoare intrinseca in functie de medianele multiplilor pentru intregul sector, de aceasta data incluzand doua sub-sectoare, IT Services si Software – Application, primul fiind orientat mai mult spre integrare si suport, iar al doilea spre realizarea de produse software proprii. Rezultatul este mai mare decat cel din comparatia multiplilor emitentilor pe care ii consideram similari, inasa si aici se poate observa ca valorile obtinute din multipli care au legatura cu profitul sunt mult mai mari decat celelalte, iar cea din comparatia P/BV este mult sub celelalte patru.

Valoarea medie rezultata din comparatia multiplilor de piata ai emitentilor pe care ii consideram relevanti este de 10,5441 lei/actiune, cu 18,89% mai mica decat pretul de piata al actiunii la finalul sedintei de tranzactionare din 15 martie.

Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Venituri operationale	65,70	83,95	105,34	125,74	157,18	187,20
<i>Evolutie</i>	12,97%	27,78%	25,48%	19,37%	25,00%	19,10%
Cheltuieli operationale	42,64	42,64	48,92	63,45	78,95	94,94
<i>Evolutie</i>	14,72%	29,70%	24,44%	20,25%	23,27%	20,10%
Profit operational	16,78	20,50	26,39	30,80	40,15	46,65
<i>Evolutie</i>	8,15%	22,17%	28,70%	16,73%	30,34%	16,19%
Marja operationala	25,55%	24,42%	25,05%	24,50%	25,54%	24,92%
Rezultat financiar net	-0,33	-0,36	-0,39	-0,43	-0,48	-0,52
<i>Evolutie</i>	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Profit net	13,82	16,92	21,84	25,51	33,32	38,75
<i>Evolutie</i>	5,82%	22,41%	29,03%	16,83%	30,63%	16,27%
Marja neta	21,04%	20,16%	20,73%	20,29%	21,20%	20,70%

Sursa: estimari Prime Transaction

In cazul Bento, cea mai mare incertitudine porneste de la modelul de business bazat pe contracte mari cu un numar relativ mic de clienti, numarul si dimensiunea contractelor fiind greu de estimat chiar si din interior, cu atat mai mult din afara companiei. In 2023, bugetul aprobat in AGA din aprilie a fost revizuit in luna octombrie, dupa ce in luna anterioara fusese incheiat un contract semnificativ. In aceste conditii, orice contract in plus poate adauga niste milioane sau chiar zeci de milioane de lei la valoarea companiei, acelasi lucru putandu-se intampla si in sens invers, atunci cand un contract important derulat in anii anteriori nu este inlocuit cu altele noi.

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

Mai jos sunt ipotezele de la care am pornit:

- Crestere a cifrei de afaceri intr-un ritm apropiat de media istorica in primii 3 ani, apoi intr-un ritm ceva mai lent. Ritmul de crestere a fost pana acum unul volatil, depinzand de contractele derulate in fiecare an.
- Venituri din productia de imobilizari necorporale in scadere fata de 2023, dar in continuare prezente in contul de profit si pierdere, acolo unde au ajuns pentru prima data in 2022. Avem in vedere pentru aceasta estimare planurile publice care indica o orientare mai mare spre produsele software proprii.
- Ponderi ale cheltuielilor operationale apropiate de cele din ultimul an, cu un procent mai mare decat media istorica pentru cheltuielile cu personalul si mai mic in cazul celor cu marfurile.
- Crestere a cheltuielilor cu amortizarea atat in valoare nominala, cat si ca procent din cheltuielile totale pe masura ce activele imobilizate noi vor incepe sa fie amortizate.
- Rezultat financiar negativ, dar cu un ordin de marime redus comparativ cu cel operational, la fel ca si in anii anteriori.
- Rata efectiva de impozitare de 16%.

Calculul valorii intrinseci

Indicator (mil. RON)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EBIT*(1-T)	14,10	17,22	22,17	25,87	33,73	39,19
+ Amortizare	1,97	3,36	5,27	6,29	7,86	9,36
- Variatie capital de lucru	1,68	3,36	3,65	3,03	6,29	6,01
- Cheltuieli de capital	8,98	10,22	9,49	5,93	7,41	0,00
FCFF	5,41	7,00	14,29	23,20	27,88	42,54
WACC	17,15%					
Factor actualizare	1,1287	1,3223	1,5491	1,8148	2,1261	2,4908
FCFF actualizat	4,79	5,30	9,23	12,79	13,11	17,08
Terminal Value						309,58
Terminal Value actualizat	124,29					
Enterprise Value	186,58					
+ Numerar	9,03					
- Datorii	8,98					
Equity Value	186,63					
Numar actiuni	13.645.500					
Valoare estimata pe actiune	13,6769					

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

- Capital de lucru proportional cu volumul de activitate.
- Costul mediu ponderat al capitalului (WACC) de 17,15%, influentat de:

Indicator	Valoare
Costul capitalului propriu (CAPM)	19,69%
➤ Rata fara risc	7,21%
➤ Prima de risc a pietei	10,67%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	17,88%
○ Rata fara risc	7,21%
➤ Beta	1,17
Costul datoriilor	7%
Pondere datorii	20%
Pondere capital propriu	80%
WACC	17,15%

Sursa: estimari Prime Transaction

- Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 19,69%, influentat la randul sau de:
 - Rata fara risc de 7,21%, egala cu media pe ultimii 2 ani a randamentului titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara
 - Prima de risc a pietei de 10,67%, calculata ca diferenta intre media pe ultimii 2 ani a randamentului anualizat pe 5 ani al indicelui BET-TR si rata fara risc.
 - Indicatorul Beta, care masoara volatilitatea emitentului raportat la intreaga piata, de 1,17, calculat pentru ultimii 2 ani.
- Costul datoriilor de 7%.
- Pondere de 20% pentru datoriile financiare si 80% pentru capitalul propriu, in apropierea mediei din ultimii ani.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 13,6769 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 5,21% mai mare decat pretul de piata. Luand in calcul si valoarea obtinuta din evaluarea pe baza multiplilor de piata, valoarea medie

rezultata este de 12,1105 lei/actiune, cu 6,84% mai mica decat pretul de inchidere din data de 15 martie. Nu este o recomandare de investitii, ci doar o valoare intrinseca pe care o estimam pentru afacere, dependenta de concretizarea ipotezelor expuse mai sus.

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

In cazul evaluarii pe baza multiplilor de piata, valorile rezultate prin multiplii care au legatura cu profitul sunt mult mai mari decat cei legati de venituri, in timp ce evaluarea DCF este influentata de situatia contractelor companiei cu clientii importanti, dar si de adeverirea sau nu a ipotezelor de la care am pornit.

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

Departament analiza,

Marius Pandele

Primești informație optimizată și relevantă pentru tine! Cum?

Rapoarte zilnice

Dimineata si seara iti trimitem stirile „calde” din piata, ultimele informatii cu impact asupra pietei bursiere. Morning Brief si Raportul Zilnic reprezinta legatura ta directa cu ceea ce este relevant cu mediul bursier.

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au fost cele mai tranzactionate, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai.

Editoriale

Opinii ale specialistilor Prime Transaction privind evenimente bursiere, trenduri economice sau orice alte evolutii cu impact asupra pietelor bursiere.

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent si multe altele...



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114
+4021 321 40 88; +4 0749 044 045
E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90
Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA si autorii acestui material ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma niciun fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Acest raport a fost intocmit in contextul derularii de catre BVB a unui Program de promovare cu scopul imbunatatirii vizibilitatii societatilor listate la bursa si accesul investitorilor la informatii fundamentale de calitate. Prime Transaction declara ca acest raport nu a fost comunicat pentru consultarea emitentului la care se refera in mod direct sau indirect.

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in instrumentele financiare care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport.
2. nici o parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau nu va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul www.primet.ro, la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul delegata (UE) 565/2017 si Directiva 2014/65/UE.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO