



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

## Update raport de analiza 2B Intelligent Soft (BENTO)

### Sumar:

- Desi a trecut putin timp de la raportul de initiere a acoperirii, in acest interval s-au intamplat mai multe lucruri importante, in principal publicarea unor rezultate foarte bune pentru T1 si a Bugetului de Venituri si Cheltuieli pentru anul in curs.
- Rezultatele financiare trimestriale au marcat o crestere consistenta atat pentru venituri, cat si pentru profitul operational si cel net, motivul principal fiind reprezentat de contractele semnate in a doua jumatate a lui 2023 si implementate la inceputul acestui an.
- Rezultatele financiare din T1 au adus imbunatatiri si pentru cei mai importanti indicatori ai companiei. Rentabilitatea capitalului propriu, unul dintre cei mai importanti indicatori din punctul de vedere al actionarilor, a fost dus in sus atat de eficienta operationala mai mare, cat si de cresterea marjei profitului net.
- Ambele metode de evaluare folosite au avut ca rezultat valori in crestere fata de cele din materialul anterior. Valoarea rezultata din comparatia multiplilor de piata ai companiilor similare a avut o crestere mai mare, insa a ramas sub nivelul rezultat prin metoda DCF. Cresterea valorii intrinseci estimate este in principal rezultatul cresterii veniturilor si profitului, in conditiile in care alte companii din sector, inclusiv dintre cele listate la BVB, au avut rezultate stabile sau chiar mai slabe in T1 2024 fata de T1 2023.

Valoare intrinseca  
 estimata  
 (RON/actiune)

**15,5521**

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

### Date bursiere importante

Indicator	Valoare
Pret inchidere 24.05.2024	13,5500
Capitalizare	184.896.525,00
Variatie pret YTD	23,74%
Variatie pret 1 luna	-1,45%
Variatie pret 12 luni*	163,30%
Maxim 52 saptamani*	14,4000
Minim 52 saptamani*	4,7207
Valoare medie tranzactii 60 zile	151.476,93 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.

## Evolutii semnificative de la ultimul raport

Perioada scurta care a trecut de la realizarea raportului de initiere a acoperirii pentru Bento nu a adus evolutii spectaculoase in plan bursier, pretul actiunii avand o tendinta preponderent negativa, insa fiind impulsionat chiar la final de publicarea rezultatelor financiare pentru primul trimestru al anului.

Published on TradingView.com, May 26, 2024 12:25:46 EEST  
BVB:BENTO, D O:14,0000 H:14,1500 L:13,4000 C:13,5500



Sursa: BVB

Cresterea substantiala a veniturilor si profitului comparativ cu perioada similara a anului trecut a facut ca in sedinta de tranzactionare din 24 mai pretul actiunii sa ajunga din nou dincolo de pragul de 13 lei, sub care scazuse in urma cu aproape o luna.

Indice	Pondere
BET AeRO	4,32%

Potrivit conducerii companiei, rezultatele foarte bune din primul trimestru nu determina actualizarea Bugetului de Venituri si Cheltuieli aprobat in AGA din 29 aprilie, ele fiind luate in calcul atunci cand acesta a fost realizat. Poate fi si acesta unul dintre motivele pentru care, dupa un inceput la +11,11% fata de pretul de inchidere din ziua precedenta, cotaia BENTO a mai coborat, incheind ziua de 24 mai la +7,54%.

Prezentare companie	
Adresa	Bd. Primaverii, nr. 51, Bucuresti
Web	<a href="http://www.bento.ro">www.bento.ro</a>
ISIN	ROQKJOLFIS51
Segment bursa	AeRO
Sectiune	Premium
Piata principala	XRS1
Data listarii	16.03.2022
Numar actiuni	13.645.500
Valoare nominala	0,10 RON
CAEN principal	6201

Fiind vorba de o singura zi de tranzactionare care a trecut dupa publicarea rezultatelor financiare, reactia pietei urmeaza sa se clarifice in perioada urmatoare. Anterior, contractele semnificative anuntate si tranzactiile persoanelor din conducere nu au avut un impact important asupra pretului actiunii.

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

Sursa: BVB

In afara de rezultatele financiare, printre evenimentele importante care au avut loc in intervalul analizat se numara:

- Pe 29 aprilie a avut loc Adunarea Generala anuala a Actionarilor, in care a fost aprobat un dividend de 0,3 lei pe actiune, din profitul pe 2023, cu ex-date la data de 9 iulie, si data platii 29 iulie. Fata de pretul de inchidere al actiunii din 24 mai, randamentul brut al dividendului este de 2,21%.

- Tot in AGA din 29 aprilie a fost aprobat Bugetul de Venituri si Cheltuieli pentru anul 2024, care prevede venituri operationale de 78 mil. RON, profit operational de 18,73 mil. RON si profit net de 15,28 mil. RON, cel din urma in crestere cu 17% fata de anul 2023.
- Pe 19 aprilie, cei doi actionari principali, Radu Scarlat si Vlad Bodea, impreuna cu directorii celor doua divizii, Andrei Cupaciu si Dan Giusca, au vandut in cadrul unui plasament privat accelerat un numar total de 512.007 actiuni, echivalent cu 3,75% din numarul total de actiuni al companiei. Acest lucru nu schimba in mod semnificativ pozitia de control a celor doi actionari principali.
- Pe 30 aprilie si 20 mai au fost raportate doua contracte semnificative, primul de 968 mii EUR + TVA, iar al doilea de 1,57 mil. EUR + TVA, cu doi beneficiari din zona de servicii pentru sectorul de energie si utilitati. Cele doua cumuleaza circa 20% din cifra de afaceri pe anul trecut, insa in al doilea caz durata este de 24 de luni, deci nu va fi finalizat in cursul acestui an.

Sursa: Bento

#### 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

## Analiza rezultatelor financiare in T1 2024

Indicator (RON)	T1 2024	T1 2023	Evolutie T1	2023	2022	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	24.186.236	4.354.824	<b>455,39%</b>	43.194.635	28.857.976	49,68%
Venituri din productia de imobilizari necorporale	1.339.810	3.937.913	<b>-65,98%</b>	14.086.809	6.574.538	114,26%
Alte venituri din exploatare	31.147	205.268	<b>-84,83%</b>	875.249	32.496	2593,41%
<b>Total venituri operationale</b>	<b>25.557.193</b>	<b>8.498.005</b>	<b>200,74%</b>	<b>58.156.693</b>	<b>35.465.010</b>	<b>63,98%</b>
Cheltuieli cu materialul, din care:	-5.534.433	-1.047.497	<b>428,35%</b>	-6.709.297	-9.266.323	-27,59%
<i>Cheltuieli cu materiile prime</i>	<i>-46.088</i>	<i>-28.929</i>	<b>59,31%</b>	<i>-271.599</i>	<i>-651.152</i>	-58,29%
<i>Cheltuieli cu energia si apa</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	-	<i>0</i>	<i>-5.209</i>	-100,00%
<i>Alte cheltuieli materiale</i>	<i>-3.038</i>	<i>-5.267</i>	<b>-42,32%</b>	<i>-34.464</i>	<i>-70.402</i>	-51,05%
<i>Cheltuieli privind marfurile</i>	<i>-5.485.307</i>	<i>-1.013.301</i>	<b>441,33%</b>	<i>-6.403.234</i>	<i>-8.539.561</i>	-25,02%
Cheltuieli cu personalul	-4.130.842	-4.548.046	<b>-9,17%</b>	-24.217.965	-9.403.388	157,55%

Cheltuieli cu amortizarea si ajustarile de valoare	-83.824	-60.662	<b>38,18%</b>	-2.018.547	-638.185	216,29%
Alte cheltuieli de exploatare	-7.662.815	-1.741.832	<b>339,93%</b>	-10.912.856	-9.845.202	10,84%
<b>Total cheltuieli operationale</b>	<b>-17.411.915</b>	<b>-7.398.037</b>	<b>135,36%</b>	<b>-43.858.665</b>	<b>-29.153.098</b>	<b>50,44%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>8.145.278</b>	<b>1.099.968</b>	<b>640,50%</b>	<b>14.298.028</b>	<b>6.311.911</b>	<b>126,52%</b>
Rezultat financiar net	-41.147	-84.437	<b>-51,27%</b>	-231.975	67.254	-444,92%
<b>Rezultat inainte de impozitare</b>	<b>8.104.131</b>	<b>1.015.531</b>	<b>698,02%</b>	<b>14.066.053</b>	<b>6.379.165</b>	<b>120,50%</b>
Impozit pe profit	-1.303.782	-180.023	<b>624,23%</b>	-1.056.455	-778.871	35,64%
<b>Rezultat net</b>	<b>6.800.349</b>	<b>835.508</b>	<b>713,92%</b>	<b>13.009.598</b>	<b>5.600.294</b>	<b>132,30%</b>

Anul a inceput foarte bine pentru dezvoltatorul de software, cu o crestere considerabila atat pentru venituri, cat si pentru profit.

Cifra de afaceri a crescut de 5,55 ori, de la 4,35 mil. RON in T1 2023 pana la 24,19 mil. RON in T1 2024, motivul acestei cresteri sustinute fiind, potrivit conducerii companiei, implementarea contractelor semnificative raportate in a doua jumatate a anului 2023.

Veniturile din productia de imobilizari, aferente platformei modulare dezvoltate de companie, au scazut cu 65,98% la nivel trimestrial, de la 3,94 mil. RON in T1 2023 pana la 1,34 mil. RON in T1 2024, ca urmare a finalizarii la 31 decembrie a proiectului european prin care a fost finantata partial dezvoltarea platformei in cursul anului trecut. In prezent aceasta este finantata integral din resursele interne ale companiei, asa ca e de asteptat sa vedem si in restul anului scaderi. Oricum, aceasta categorie de venituri este una care nu aduce intrari de numerar, iar o pondere mare in contul de profit si pierdere poate distorsiona imaginea asupra rezultatelor financiare.

Per total, veniturile operationale au crescut cu 200,74%, de la 8,5 mil. RON la 25,56 mil. RON. Pe segmente, divizia de dezvoltare software a acoperit 39% din venituri, iar cea de IT, Infrastructura si Cloud cu 61%, ponderile fiind apropiate de cele din primul trimestru al anului trecut, 41% si 59%.

Cheltuielile operationale au avut o crestere mai mica atat nominal, cat si procentual comparativ cu cea a veniturilor, de la 7,4 mil. RON la 17,41 mil. RON (+135,36%). Cresterea a venit in principal de la doua categorii de cheltuieli: alte cheltuieli de exploatare, cu un plus de 5,92 mil. RON (+339,93%), aici fiind incluse in principal cheltuielile cu subcontractorii, si cheltuielile cu marfurile, in crestere cu 4,47 mil. RON (+441,33%). Ambele au crescut ca urmare a volumului mai mare de activitate, reprezentand in general cheltuieli directe aferente cifrei de afaceri.

Cheltuielile cu personalul, de regula cele mai mari cheltuieli operationale ale companiei, au mers in directia opusa, inregistrand o scadere de 9,17%, de la 4,55 mil. RON la 4,13 mil. RON, in conditiile incetarii unor contracte de munca pe perioada determinata, si au ajuns sa aiba in T1 2024 doar a treia pondere in totalul cheltuielilor.

Cresterea mare a veniturilor a facut ca profitul operational sa aiba la randul sau o evolutie foarte buna, urcand cu 640,5%, de la 1,1 mil. RON in T1 2023 la 8,15 mil. RON in T1 2024. Marja operationala s-a imbunatatit considerabil, de la 12,94% in T1 2023 la 31,87% in T1 2024, iar pe ultimele 12 luni a ajuns la 28,38%, fata de 24,59% in anul 2023.

Ponderea mica a rezultatului financiar si scaderea de la 17,73% la 16,09% a ratei efective de impozitare la nivel trimestrial au facut ca profitul net sa aiba o crestere procentuala chiar mai mare, de 713,92%, de la 835 mii RON la 6,8 mil. RON, cu o marja neta trimestriala in crestere de la 9,83% la 26,61%. Profitul net TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) a crescut

pana la 18,97 mil. RON, comparativ cu 13,01 mil. RON in anul 2023, iar marja neta TTM a crescut si ea pana la 25,23%, de la 22,37% anul trecut.

Faptul ca in raportarile financiare se precizeaza ca bugetul pe acest an ramane neschimbat, iar rezultatele sunt in linie cu asteptarile, taie un pic din elanul pe care l-am putea avea vazand o crestere atat de mare a profitului. Asa cum am precizat si in raportul de initiere a acoperirii, modelul de business bazat pe contracte putine si mari face ca rezultatele sa aiba o volatilitate mai mare si sa fie mai greu de previzionat, asa ca trebuie luate in considerare mai mult decat la alti emitenti estimarile venite de la companie.

## Indicatori importanti

Indicator (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
<b>Risc financiar</b>						
Datorii financiare nete/EBITDA	0,71	-0,18	-1,14	-0,30	-0,24	-0,17
Numerar/Active	-5,76%	12,16%	36,61%	11,81%	16,27%	16,32%
Datorii totale/Active	47,34%	57,13%	30,71%	45,85%	25,99%	26,39%
<b>Rezultate financiare</b>						
EBITDA (mil. RON)	2,71	2,36	5,29	6,98	16,32	23,39
<b>Lichiditate</b>						
Rata rapida	2,14	1,85	3,08	1,67	3,26	3,24
Rata curenta	2,21	1,87	3,10	1,69	3,62	3,55
Rata numerarului	-0,15	0,25	1,24	0,26	0,95	0,94
Efect de levier	0,90	1,33	0,44	0,85	0,48	0,50
Capital de lucru/Venituri	0,29	0,33	0,38	0,27	0,23	0,18
Durata incasare creante	200,90	219,95	124,32	245,76	182,59	128,05
Rata de rotatie creante	1,82	1,66	2,94	1,49	2,00	2,85
Durata mentinere stocuri	12,30	7,78	2,78	6,35	49,95	38,52
Rata de rotatie stocuri	29,66	46,94	131,24	57,48	7,31	9,48
Durata plata furnizori	90,60	85,49	34,78	206,78	93,38	79,96
Rata de rotatie datorii furnizori	4,03	4,27	10,49	1,77	3,91	4,56
Rata de rotatie numerar	-28,10	10,45	4,32	7,99	4,78	6,93
Ciclu conversie numerar (zile)	122,61	142,24	92,32	45,33	139,16	86,61
<b>Rentabilitate</b>						
Rentabilitatea activelor (ROA)	24,16%	15,43%	26,29%	18,30%	23,44%	34,05%
Rentabilitatea capitalului propriu (ROE)	45,87%	36,00%	37,94%	33,80%	43,72%	63,88%
<b>Eficienta operationala</b>						
Rata de rotatie a activelor	1,62	1,27	1,63	1,16	1,05	1,35
Rata de rotatie capital propriu	3,07	2,97	2,35	2,14	1,95	2,53
<b>Profitabilitate</b>						
Marja bruta	53,67%	49,60%	47,88%	53,99%	57,23%	61,38%
Marja EBITDA	19,00%	15,40%	18,80%	19,67%	28,06%	31,09%
Marja operationala	18,25%	14,74%	18,15%	17,80%	24,59%	28,38%
Marja neta	14,93%	12,11%	16,13%	15,79%	22,37%	25,23%
Rata efectiva de impozitare	16,84%	17,05%	13,14%	12,21%	7,51%	10,31%

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

### **Risc financiar**

Indicatorii de risc financiar au ramas in aceeasi zona ca si la finalul lui 2023, cel mai important dintre ei, raportul intre datoriile financiare nete si EBITDA, fiind in continuare negativ, asa cum a fost in mod constant inca din 2020. In conditiile in care numerarul este mai mare decat datoriile financiare, vorbim practic despre inexistenta unui risc financiar.

### **Lichiditate**

Majoritatea indicatorilor de lichiditate au avut la randul lor variatii foarte mici fata de finalul anului trecut, rata curenta, rata rapida si rata numerarului inregistrand scaderi nesemnificative.

Ciclul de conversie a numerarului a avut o evolutie mai volatila, scazand de la aproape 140 de zile la ceva mai mult de 85, in principal ca urmare a duratei mai mici de incasare a creantelor. Avand in vedere ca veniturile companiei vin de la un numar relativ mic de clienti, cu un venit mediu pe client ridicat, volatilitatea duratei de incasare a creantelor este de asteptat, iar in mod indirect si volatilitatea ciclului de conversie a numerarului. Prin urmare, scaderea acestuia este cel mai probabil una conjuncturala.

### **Rentabilitate**

Cresterea considerabila a profitului a avut, desigur, un impact important asupra ratelor de rentabilitate. Atat rentabilitatea activelor, cat si cea a capitalului propriu au crescut cu circa 45 de procente, prima atingand un maxim al perioadei 2018-2024, pentru care avem date disponibile, iar cea de-a doua un maxim al perioadei 2019-2024. In cazul in care la finalul anului profitul net va fi mai apropiat de cel bugetat de companie decat de cel al perioadei 31 martie 2023 – 31 martie 2024, vom vedea si cei doi indicatori de rentabilitate la un nivel mai mic decat in prezent.

### **Eficienta operationala**

Rata de rotatie a activelor si cea a capitalului propriu au fost, de asemenea, trase in sus de rezultatele financiare trimestriale, dupa ce veniturile au crescut in mod semnificativ. Totusi, in acest caz suntem departe de maximele istorice, cea mai mare rata de rotatie a activelor fiind inregistrata in 2021, iar cea mai mare rata de rotatie a capitalului propriu in 2018 (dintre anii pentru care avem date disponibile).

### **Profitabilitate**

Cresterea profitului a dus toate marjele la maxime ale perioadei 2018 – 2024, maximul anterior fiind atins in toate cele 4 cazuri chiar in anul 2023. Marja neta a depasit pragul de 25%, unul dintre cele mai mari de pe piata AeRO in momentul de fata si destul de mult peste media sectorului de activitate.

### **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)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Marja neta	14,93%	12,11%	16,13%	15,79%	22,37%	25,23%
Rata rotatie active	1,62	1,27	1,63	1,16	1,05	1,35
Multiplicator capital propriu	1,90	2,33	1,44	1,85	1,87	1,88
<b>ROE</b>	<b>45,87%</b>	<b>36,00%</b>	<b>37,94%</b>	<b>33,80%</b>	<b>43,72%</b>	<b>63,88%</b>

Putem observa din primul tabel ca ascensiunea ROE de la 43,72% in anul 2023 pana la 63,88% in ultimele 12 luni

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

incheiate la 31 martie 2024 s-a datorat in primul rand ratei de rotatie a activelor (mai exact veniturilor in crestere), care a crescut cu 28,6%, de la 1,05 la 1,35, iar in al doilea rand marjei nete mai mari, in crestere de la 22,37% la 25,23%. Multiplicatorul capitalului propriu a ramas aproape neschimbat, cresterea procentuala a activelor totale si cea a capitalului propriu fiind apropiate.

Cresterea mare a ratei de rotatie a activelor sugereaza faptul ca, in structura actuala, compania inca dispune de resurse nefolosite, sau cel putin ca dispunea de ele anterior datei de 31 martie. Totusi, dat fiind modelul de business, dependent de frecventa si dimensiunea contractelor, aceste resurse sunt greu de valorificat si nici nu pot fi eliberate atunci cand nu sunt folosite. De exemplu, un echipament care ar putea fi folosit pentru inca 2-3 proiecte mari pe langa cele curente va ramane o resursa utilizata doar partial atata timp cat acele proiecte nu apar, inasa el nici nu va putea fi vandut, fiind necesar in continuare.

Tip cheltuiala (RON)	2019	2020	2021	2022	2023	T1 2024 TTM
Cheltuieli cu personalul	29,38%	30,81%	19,98%	26,51%	41,64%	31,64%
Alte cheltuieli de exploatare	27,32%	26,50%	24,08%	27,69%	18,76%	22,38%
Cheltuieli privind marfurile	23,19%	26,43%	36,51%	24,08%	11,01%	14,46%
Impozit pe profit	3,02%	2,49%	2,44%	2,20%	1,82%	2,90%
Cheltuieli cu amortizarea si ajustarile de valoare	0,75%	0,65%	0,65%	1,87%	3,47%	2,71%
Cheltuieli cu materiile prime	1,10%	0,60%	0,41%	1,84%	0,47%	0,38%
Rezultat financiar net	0,31%	0,14%	-0,42%	-0,19%	0,40%	0,25%
Alte cheltuieli materiale	0,00%	0,22%	0,19%	0,20%	0,06%	0,04%
Cheltuieli cu energia si apa	0,00%	0,05%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%
<b>Cheltuieli totale</b>	<b>85,07%</b>	<b>87,89%</b>	<b>83,87%</b>	<b>84,21%</b>	<b>77,63%</b>	<b>74,77%</b>
<b>Marja neta</b>	<b>14,93%</b>	<b>12,11%</b>	<b>16,13%</b>	<b>15,79%</b>	<b>22,37%</b>	<b>25,23%</b>

Sursa: raportarile companiei, calcule Prime Transaction

Pe ultimele 12 luni cheltuielile cu personalul au ramas cele mai mari ale companiei, ponderea lor scazand, inasa, de la 41,64% din venituri in 2023 pana la 31,64% pe ultimele 12 luni incheiate la 31 martie. Alte cheltuieli de exploatare si cheltuielile cu marfurile, despre care am spus si mai sus ca au avut cele mai mari crestere in primul trimestru al anului, au avut ponderi in crestere pana la 22,38%, respectiv 14,46%.

La fel ca si in anii anteriori, cheltuielile sunt unele foarte concentrate, primele trei categorii avand o pondere cumulata de 68,48% din veniturile operationale si 91,59% din cheltuielile operationale. Avand in vedere ca marfurile si cheltuielile cu subcontractorii sunt costuri legate destul de strans de venituri, iar cheltuielile cu personalul sunt greu de redus in domeniul in care activeaza Bento, singura modalitate de a imbunatati in continuare marja de profit este de a utiliza cat mai aproape de



maxim resursele disponibile, in principal pe cele cu resursa umana, in asa fel incat cu aceleasi costuri sa fie obtinute venituri ceva mai mari.

## Evaluare

### Evaluare pe baza multiplilor de piata

Emitent	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	EV/S
Kapsch Trafficcom AG (Germania)	5,55	1,31	0,23	2,96	0,47
Sirma Group Holding AD (Bulgaria)		0,71	0,68	5,34	0,55
Innofactor PLC (Finlanda)	12,55	1,78	0,58	5,73	0,65
Netum Group OYJ (Finlanda)		2,69	0,95	17,49	1,20
Streamwide (Franta)	16,73	3,04	3,58	6,10	3,38
Audius SE (Germania)	20,58	3,12	0,90	8,56	0,83
Orbis SE (Germania)	21,53	1,91	0,44	5,82	0,48
Real Consulting SA (Grecia)	29,64	4,92	2,81	17,17	2,90
Atende SA (Polonia)	20,96	1,42	0,36	6,71	0,37
APN Promise SA (Polonia)	6,52	1,69	0,08	8,84	0,10
Prevas (Suedia)	15,47	2,67	1,14	8,71	1,12
VBT Yazilim (Turcia)	33,71	6,75	1,59	21,71	1,48
Arobs Transilvania Software (Romania)	30,24	2,78	1,88	13,99	1,90
Bittnet Systems (Romania)		1,73	0,38	34,27	0,53
Life is Hard (Romania)	13,99	1,41	1,85	9,52	1,72
Arctic Stream (Romania)	14,41	5,83	1,02	9,95	0,83
<b>Medie fara extreme</b>	<b>19,55</b>	<b>1,98</b>	<b>1,59</b>	<b>9,73</b>	<b>1,24</b>
2B Intelligent Soft	9,74	6,22	2,46	7,74	2,40
<b>Valoare cu media fara extreme</b>	<b>27,1826</b>	<b>4,2991</b>	<b>8,7508</b>	<b>17,0518</b>	<b>7,0119</b>
Medie			12,8592		
<b>Medie ajustata</b>			<b>14,9992</b>		
Mediana IT Services si Software - Application	23,61	2,86	1,63	11,88	1,77
Valoare cu mediana IT Services si Software - Application	32,8303	6,2254	8,9848	20,8107	9,9728
Medie			15,7648		
Medie ajustata			18,1497		

Sursa: EquityRT, raportari companie, calcule Prime Transaction

Am folosit in materialul curent aceiasi emitenti ca si in raportul de initiere a acoperirii, selectati dintre 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.

Mediile multiplilor emitentilor comparabili au avut evolutii divergente, trei dintre ele fiind mai mici decat in martie, iar doua mai mari. In conditiile in care rezultatele Bento s-au imbunatatit considerabil dupa publicarea raportului pentru primul trimestru al anului, iar pretul actiunii a fost apropiat de cel anterior, valoarea rezultata prin aceasta metoda a avut la randul sau o crestere destul de mare.



La fel ca si in raportul de initiere a acoperirii, am scos din calculul final valoarea rezultata din comparatia multiplului P/BV, multiplu care in cazul Bento are in mod obisnuit o valoare extrema, mult peste intervalul in care se incadreaza majoritatea emitentilor din acest punct de vedere.

Si de data aceasta cea mai mare valoare a rezultat din comparatia multiplului P/E, o alta valoare mare fiind cea de la multiplul EV/EBITDA, in ambele cazuri motivul principal fiind cresterea profitului si a marjelor de profit. Se poate observa ca in cazul multiplilor raportati la venituri (P/S si EV/S) valorile obtinute sunt mult mai mici, fara ca acesti multipli sa fie intr-o zona extrema la Bento, asa cum este cazul multiplului P/BV. Explicatia este data de marjele de profit mult peste media sectorului, care face ca emitentul sa para supraevaluat daca luam in calcul veniturile, dar subevaluat daca luam in calcul profitul net sau EBITDA.

Si in cazul valorii calculate cu mediana multiplilor pentru toti emitentii din cele doua sub-sectoare luate in considerare (IT Services si Software – Application) a existat o crestere destul de mare, generata tot de imbunatatirea rezultatelor financiare ale companiei.

**Valoarea medie rezultata din comparatia multiplilor de piata ai emitentilor pe care ii consideram relevanti este de 14,9992 lei/actiune, cu 10,70% mai mare decat pretul de piata al actiunii la finalul sedintei de tranzactionare din 24 mai si cu 42,25% mai mare decat valoarea rezultata in materialul anterior.**

#### Evaluare pe baza fluxurilor de numerar viitoare (DCF)

##### Proiectia rezultatelor financiare viitoare

Indicator (mil. RON)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Venituri operationale</b>	<b>79,11</b>	<b>90,16</b>	<b>104,43</b>	<b>124,65</b>	<b>155,82</b>	<b>185,58</b>
<i>Evolutie</i>	36,03%	13,96%	15,83%	19,37%	25,00%	19,10%
Cheltuieli operationale	42,64	53,87	59,35	68,11	78,27	94,12
<i>Evolutie</i>	39,19%	14,77%	14,91%	20,25%	23,27%	20,10%
<b>Profit operational</b>	<b>19,76</b>	<b>22,05</b>	<b>26,16</b>	<b>30,53</b>	<b>39,80</b>	<b>46,24</b>
<i>Evolutie</i>	27,36%	11,55%	18,65%	16,73%	30,35%	16,19%
Marja operationala	24,98%	24,45%	25,05%	24,49%	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%
<b>Profit net</b>	<b>16,33</b>	<b>18,22</b>	<b>21,64</b>	<b>25,28</b>	<b>33,03</b>	<b>38,40</b>
<i>Evolutie</i>	24,98%	11,58%	18,79%	16,83%	30,64%	16,27%
Marja neta	20,64%	20,21%	20,72%	20,28%	21,20%	20,69%

Sursa: estimari Prime Transaction

Asa cum am precizat si in raportul anterior, modelul de business al Bento face ca estimarile sa aiba o marja de eroare mai mare decat la alti emitenti, rezultatele fiind dependente de contractele pe care compania reuseste sa le obtina. 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 principalele modificari ale ipotezelor de la care am pornit, comparativ cu materialul anterior:

- Ajustare in sus a veniturilor operationale ca urmare a publicarii Bugetului de Venituri si Cheltuieli pentru 2024 si a rezultatelor financiare pentru T1 2024. Am luat in considerare o valoare putin mai mare decat cea din buget, avand in vedere ca si anul trecut rezultatele au fost peste nivelul estimat initial. Asa cum am spus si mai sus, marja de eroare este una ridicata in privinta veniturilor. In cazul cifrei de afaceri au luat in considerare o valoare mai mare, iar in cazul veniturilor din productia de imobilizari corporale una mai mica.
- Ajustare corespunzatoare a cheltuielilor operationale, pentru a lua in considerare cresterea volumului de activitate.

In afara de acestea, raman de actualitate celelalte ipoteze enuntate in materialul anterior:

- Venituri din productia de imobilizari necorporale care vor ramane in contul de profit si pierdere, avand in vedere 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.
- 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
<b>EBIT*(1-T)</b>	<b>16,60</b>	<b>18,52</b>	<b>21,97</b>	<b>25,65</b>	<b>33,43</b>	<b>38,84</b>
+ Amortizare	2,37	3,61	5,22	6,23	7,79	9,28
- Variatie capital de lucru	4,76	1,64	2,09	3,00	6,23	5,95
- Cheltuieli de capital	7,13	10,98	9,41	5,88	7,35	0,00
<b>FCFF</b>	<b>7,09</b>	<b>9,51</b>	<b>15,69</b>	<b>23,00</b>	<b>27,64</b>	<b>42,17</b>
<b>WACC</b>	<b>15,93%</b>					
Factor actualizare	1,0929	1,2670	1,4689	1,7029	1,9742	2,2887
FCFF actualizat	4,86	7,51	10,68	13,51	14,00	18,43
Terminal Value						335,91
Terminal Value actualizat	146,77					
Enterprise Value	215,75					
+ Numerar	9,09					
- Datorii	5,08					
Equity Value	219,76					
Numar actiuni	13.645.500					
<b>Valoare estimata pe actiune</b>	<b>16,1050</b>					

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 15,93%, influentat de:
  - Costul capitalului propriu, calculat prin metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 18,16%, influentat la randul sau de:

Indicator	Valoare
<b>Costul capitalului propriu (CAPM)</b>	<b>18,16%</b>
➤ Rata fara risc	7,18%
➤ Prima de risc a pietei	11,09%
○ Randamentul pietei (medie BET-TR 5 ani)	18,27%
○ Rata fara risc	7,18%
➤ Beta	0,99
<b>Costul datoriilor</b>	<b>7%</b>
Pondere datorii	20%
Pondere capital propriu	80%
<b>WACC</b>	<b>15,93%</b>

- Rata fara risc de 7,18%, egala media pe ultimii 2 ani a randamentul titlurilor de stat romanesti la 5 ani pe piata secundara. Sursa: estimari Prime Transaction
    - Prima de risc a pietei de 11,09%, 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 0,99, 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. In realitate ponderea datoriilor este ceva mai mica, insa mergem pe ipoteza ca necesitatile investitionale vor modifica mixul de finantare in perioada urmatoare.

Rezultatul final este o valoare intrinseca estimata de 16,1050 lei/actiune obtinuta prin metoda DCF, cu 17,75% mai mare decat cea din materialul anterior si cu 18,86% mai mare decat pretul de inchidere din data de 24 mai. Luand in calcul si valoarea obtinuta din evaluarea pe baza multiplilor de piata, valoarea medie rezultata este de 15,5521 lei/actiune, cu 28,42% mai mare decat cea din materialul anterior si cu 14,78% mai mare decat pretul de inchidere din data de 24 mai.

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.

Pe de o parte, marjele de profit peste media sectorului fac ca evaluarea pe baza multiplilor de piata sa fie compusa din valori cu distanta mare intre ele. Pe de alta parte, estimarea veniturilor pentru metoda DCF are o marja de eroare mai ridicata din cauza modelului de business bazat pe contracte mari cu un numar mic de clienti.

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 Pandeles

*Primești informație optimizată și relevantă pentru tine!  
Cum?*

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursă, ce știri au mișcat prețurile, ce acțiuni au fost cele mai tranzacționate, ce a crescut și ce a scăzut, cum au evoluat acțiunile pe sectoare și nu numai.

### **Editoriale**

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

**Intra în Prime Analyzer apăsând pe „Prime Analyzer” după ce te autentifici și informează-te în fiecare zi!**

Descopera în Prime Analyzer: Graficele pentru toți emitenții, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Calendar Financiar, Stirile sortate pe emitent, Indicatori financiari, Fise de emitent și multe altele...



București, Sector 3, str. Caloian Județul 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.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro), la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. 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 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](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

[WWW.PRIMET.RO](http://WWW.PRIMET.RO)