

—
Orice vârf poate fi atins, dacă îți dorești cu adevărat ...
—



RAPORT DE EVALUARE ZENTIVA S.A.

Datele, informațiile și conținutul prezentului raport, fiind confidențiale, nu vor putea fi copiate în parte sau în totalitate și nu vor fi transmise unor terți fără acordul scris și prealabil al societății comerciale **DARIAN DRS S.A.**, companie reglementată de **RICS** și al societății comerciale **ZENTIVA S.A.**

REZUMATUL FAPTELOR PRINCIPALE ȘI AL CONCLUZIILOR

Scopul evaluării:	Estimarea valorii echitabile a acțiunilor societății Zentiva S.A, în vederea stabilirii prețului pentru exercitarea dreptului de squeeze out, conform art.44 alin.1, lit. a) din legea Legea 24/2017 coroborat cu art. 80 din Regulamentul ASF nr. 5/2018.
Subiectul evaluării:	Întreg capitalul propriu al companiei Zentiva S.A., având CUI RO 336206 și număr de înregistrare la Registrul Comerțului: J40/363/1991. Societatea ZENTIVA are sediul social pe Bd. Theodor Pallady, nr. 50, Sector 3, București.
Activitatea companiei analizate:	ZENTIVA S.A. are ca și obiect de activitate principal “Fabricarea preparatelor farmaceutice”, conform cod CAEN – 2120.
Instrucțiunile evaluării:	Conform contractului DRS nr. 334 / 03.06.2024.
Premisele evaluării:	Compania a fost evaluată în ipoteza respectării principiului continuității activității.
Tipul valorii utilizate:	Tipul de valoare adecvat ținând cont de reglementările aplicabile (evaluarea se va realiza în conformitate cu prevederile art. 44 alin. 1, lit. a) din Legea nr. 24/2017 coroborat cu art. 80 din Regulamentul ASF nr. 5/2018) este valoarea echitabilă , definit în SEV 104 - Tipuri ale valorii ca fiind: „prețul estimat pentru transferul unui activ sau a unei datorii între părți identificate, aflate în cunoștință de cauză și hotărâte, preț care reflectă interesele acelor părți”
Data evaluării:	30.06.2024
Ipoteze semnificative și ipoteze speciale semnificative:	Principalele ipoteze și ipoteze speciale de care s-a ținut seama în elaborarea prezentului raport de evaluare sunt detaliate în subcapitolul 1.9. – Ipoteze și ipoteze speciale.
Abordări în evaluare:	Abordarea prin venit oferă o indicație asupra valorii prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare curentă a capitalului. Rezultatul abordării prin venit (metoda fluxurilor de numerar actualizate - DCF) este: 3,145,890,900 lei, echivalent a 4.5134 lei/acțiune. Abordarea prin piață oferă o indicație asupra valorii prin compararea activului subiect cu active identice sau similare, ale căror prețuri se cunosc. Abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu întreprinderi, participații la capital și acțiuni similare, care au fost tranzacționate pe piață, precum și cu orice tranzacții relevante cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi. O indicație asupra valorii poate proveni și din tranzacțiile sau ofertele anterioare aferente oricărei componente a întreprinderii.

Rezultatul abordării prin piață (metoda comparației vânzării de pe piața de capital) este: 3,084,540,000 lei, echivalent a 4.4253 lei/acțiune.

Concluziile evaluării:

Opinia noastră cu privire la valoarea echitabilă a capitalurilor proprii ZENTIVA S.A este **3,145,890,900 lei, echivalent a 4.5134 lei/acțiune**, Standardele de Evaluare a Bunurilor, ediția 2022.

Opinia prezentată reprezintă valoarea cumulată a profiturilor actualizate disponibile după ce au fost achitate toate obligațiile non-financiare (cheltuieli operaționale, impozit pe profit, necesarul de capital de lucru, investiții menite să păstreze activele într-o stare adecvată desfășurării activității curente), din care au fost deduse datoriile financiare.

Suplimentar, s-a avut în vedere valoarea activelor în exces (neoperaționale, ce nu contribuie la activitatea de bază a companiei), a disponibilului bănesc și a altor active curente neincluse în capitalul de lucru.

Cererea de delistare este invocată în baza art. 44 alin. 1, lit. a) din Legea 24/2017 coroborat cu art. 80 din Regulamentul ASF nr. 5/2018. Conform acestui text de lege, "În cazul unei oferte publice de cumpărare/preluare voluntare, prețul se determină de un evaluator autorizat, conform legii, potrivit standardelor de evaluare în vigoare, potrivit legii."

Societatea este tranzacționată pe piața de capital, iar în astfel de situații care intră sub incidența reglementărilor ASF, în evaluarea în vederea delistării, nu se aplică discount-uri pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate. O situație particulară de acest gen este prevăzută și în Standardele de evaluare a bunurilor, editia 2022, Ghid de Evaluare – GEV 600 - Evaluarea întreprinderii, art. 64, Particularități: "În cazul evaluării acțiunilor emise de o întreprindere, realizată pentru retragerea de la tranzacționare a acesteia, nu se aplică discounturi pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate."

Concluziile procesului de evaluare

Opinia evaluatorul este prezentată pe larg în cadrul capitolului 3 – Evaluarea Societății, unde am ținut cont de prevederile Standardelor de Evaluare a Bunurilor emise de ANEVAR și de toate informațiile cunoscute de noi la data realizării raportului de evaluare.

Metodele de evaluare recomandate de Standardele de Evaluare (SEV) emise de ANEVAR sunt:

- ✓ *Abordarea prin venit* – reprezintă o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate prin folosirea uneia sau mai multor metode prin care valoarea este estimată prin convertirea beneficiilor anticipate în valoare a capitalului.
- ✓ *Abordarea prin piață* - o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate prin folosirea uneia sau mai multor metode care compară subiectul evaluat cu alte întreprinderi similare, participații sau linii de activitate similare care au fost vândute.
- ✓ *Abordarea bazată pe active* – metodă de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate utilizând metode bazate pe valoarea de piață a activelor individuale ale întreprinderii minus datoriile.

Abordarea prin venit a fost utilizată în vederea estimării valorii echitabile a capitalurilor proprii ZENTIVA SA, fiind cea mai adecvată întrucât surprinde aportul tuturor activelor deținute, corporale și necorporale. În aplicarea acestei abordări am utilizat previziunile managementului pentru a surprinde evoluția viitoare așteptată a societății, dar și o serie de date de piață prin care am verificat rezonabilitatea lor. În consecință, considerăm că rezultatul metodei fluxurilor financiare actualizate este cel mai reprezentativ pentru scopul prezentei evaluări.

Abordarea prin piață a fost aplicată în vederea verificării opiniei emise în baza abordării prin venit. În acest caz, gradul de acuratețe al abordării prin piață este mai mic comparabil cu cel obținut prin abordarea prin venit întrucât pe piețele de capital din Europa, inclusiv România, a fost identificat un număr limitat de companii listate având obiect de activitate comparabil. În cazul prezentei evaluări a fost aplicată metoda comparațiilor cu tranzacții de acțiuni ale unor companii publice tranzacționate pe piețele de capital externe (din Europa), prin prelucrarea multiplilor relevanți.

Dintre cele trei abordări, nu am aplicat abordarea prin cost (abordarea bazată pe active), întrucât SEV emise de ANEVAR recomandă utilizarea acestei abordări doar în cazul start-up-urilor sau unde principiul continuității activității nu este respectat; în cazul prezentului proces de evaluare nici una dintre cele două condiții nu este valabilă, astfel abordarea pe bază de active nu este utilizată.

DARIAN DRS S.A.



CUPRINS

REZUMATUL FAPTELOR PRINCIPALE ȘI AL CONCLUZIILOR	1
1. TERMENII DE REFERINȚĂ AI EVALUĂRII	6
1.1. IDENTIFICAREA EVALUATORULUI	6
1.2. IDENTIFICAREA CLIENTULUI (CLIENTILOR)	6
1.3. IDENTIFICAREA ALTOR UTILIZATORI DESEMNAȚI	6
1.4. ACTIVUL SUPUS EVALUĂRII	6
1.5. MONEDA EVALUĂRII.....	7
1.6. SCOPUL EVALUĂRII.....	7
1.7. TIPUL VALORII UTILIZATE.....	7
1.8. DATA EVALUĂRII.....	7
1.9. NATURA ȘI AMPLAREA ACTIVITĂȚII EVALUATORULUI ȘI ORICARE LIMITĂRI ALE ACESTORA	8
1.10. NATURA ȘI SURSA INFORMAȚIILOR PE CARE SE BAZEAZĂ EVALUATORUL.....	8
1.11. IPOTEZE SEMNIFICATIVE ȘI IPOTEZE SPECIALE SEMNIFICATIVE.....	9
1.12. TIPUL RAPORTULUI.....	10
1.13. RESTRICȚII DE UTILIZARE, DIFUZARE SAU PUBLICARE	10
1.14. EVALUAREA ESTE REALIZATĂ ÎN CONFORMITATE CU SEV	10
2. PREZENTAREA DATELOR – ANALIZA DIAGNOSTIC	12
2.1. PREZENTARE GENERALĂ	12
2.2. DIAGNOSTICUL JURIDIC	13
2.2.1. Surse	13
2.2.2. Forma juridică.....	13
2.2.3. Proprietarii companiei.....	13
2.2.4. Dreptul de proprietate asupra terenului, clădirilor și echipamentelor	14
2.2.5. Contracte de închiriere	14
2.2.6. Participații și alte imobilizări financiare	14
2.3. LICENȚE BREVETE, MĂRCI, PROPRIETĂȚI INTELLECTUALE.....	14
2.4. SITUAȚIA PROVIZIOANELOR.....	14
2.5. SITUAȚIA ANALITICĂ A CREAȚELOR.....	14
2.6. SITUAȚIA ANALITICĂ A STOCURILOR.....	15
2.7. LITIGII.....	15
2.8. ASIGURĂRI.....	15
2.9. CONTRACTE DE ÎMPRUMUT. GARANȚII. ALTE DATORII.....	16
2.10. DIAGNOSTICUL OPERAȚIONAL	16
2.10.1. Activitatea de aprovizionare	16
2.10.2. Structura clienților.....	16
2.10.3. Situația autorizațiilor de funcționare	16
2.10.4. Investițiile realizate	17
2.10.5. Investiții în curs la 30.06.2024	17
2.11. ASPECTE COMERCIALE	17
2.11.1. Analiza pieței	17
2.12. RESURSE UMANE	23
1.1.1 Managementul societății.....	23
2.1.1 Personalul.....	24
Diagnosticul financiar.....	24
3.1.1 Analiza poziției financiare	24
4.1.1 Indicatorii de structură	26
5.1.1 Analiza lichidității, a echilibrului financiar și a indicatorilor de gestiune.....	26
6.1.1 Analiza performanțelor financiare.....	28
7.1.1 Indicatori de profitabilitate și rentabilitate	30
ANALIZA SWOT	31
3. EVALUAREA SOCIETĂȚII	33
ABORDAREA PRIN VENIT	33
3.1.1. Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor	34
3.1.2. Estimarea ratei de actualizare	39
3.1.3. Estimarea fluxurilor financiare la dispoziția investitorilor	40

3.1.4.	<i>Estimarea valorii terminale</i>	42
3.1.5.	<i>Estimarea valorii echitabile a capitalului propriu</i>	42
3.2.	ABORDAREA PRIN PIAȚĂ	44
3.2.1.	Prelucrarea și ajustarea multiplicatorilor.....	46
3.2.2.	Stabilirea valorii capitalului propriu	50
4.	ANALIZA REZULTATELOR ȘI CONCLUZIA ASUPRA VALORII	51
5.	ANEXE	52
5.1.	ANEXA NR. 1 BUGETUL DE VENITURI ȘI CHELTUIELI	52

1. TERMENII DE REFERINȚĂ AI EVALUĂRII

1.1. Identificarea evaluatorului

Procesul de evaluare regăsit în prezentul raport a fost realizat de către DARIAN DRS S.A.¹, și nu s-a primit asistență semnificativă din partea niciunei alte persoane, în afara celor identificate mai jos:

- etapele procesului de evaluare au fost conduse de către Mihaela Luția, cu legitimația ANEVAR nr. 17944 și de către Adeline Bontaș, cu legitimația ANEVAR nr. 19493;
- respectarea procedurilor interne de calitate ale companiei DARIAN DRS SA, a fost verificată de către Mihaela Luția.

Evaluatorul deține calificarea și competența de a realiza prezenta evaluare, aspect care poate fi verificat de părțile interesate în Tabloul Asociației (<http://nou.anevar.ro/pagini/tabloul-asociatiei>).

Afirmațiile prezentate și susținute în acest raport sunt adevărate și corecte; analizele, opiniile și concluziile prezentate sunt limitate numai de ipotezele (inclusiv cele speciale) considerate și sunt analizele, opiniile și concluziile personale ale Evaluatorului, fiind nepărtinitoare din punct de vedere profesional. În derularea întregului proces al evaluării care a dus la opinia raportată, evaluatorul nu a fost constrâns sau influențat în niciun fel, acționând cu scepticism profesional. Suma reprezentând plata pentru realizarea prezentului raport nu are nicio legătură cu declararea în raport a unei anumite valori (din evaluare) sau interval de valori care să favorizeze vreuna din părțile interesate și nu este influențată de apariția unui eveniment ulterior.

Evaluatorul nu are niciun interes prezent sau de perspectivă în proprietatea care face obiectul prezentului raport de evaluare și niciun interes sau influență legată de părțile implicate. Astfel evaluatorul a putut oferi o valoare obiectivă și imparțială.

Din perspectiva cerințelor RICS Valuation – Global Standards, respectiv PS 2 para 8, raportul de evaluare a fost întocmit pentru și în numele DARIAN DRS SA sub supravegherea și cu supervizarea evaluatorului autorizat Mihaela Luția, legitimația ANEVAR nr. 17944.

Supravegherea și supervizarea a presupus:

- Coordonarea și supravegherea activității tuturor evaluatorilor nominalizați mai sus;
- Participarea activă la etapele realizării raportului de evaluare;
- Supervizarea și verificarea culegerii datelor, analizelor, estimărilor și calculelor realizate de echipa de evaluatori;
- Verificarea conformității raportului cu cerințele obligatorii ale RICS Valuation – Global Standards;

1.2. Identificarea clientului (clienților)

În conformitate cu contractul și datele înregistrate în baza de date proprie a Evaluatorului, prezentul raport de evaluare se poate utiliza exclusiv de către ZENTIVA S.A. în calitate de Client și Destinatar, și conține informații adecvate doar necesităților lui.

1.3. Identificarea altor utilizatori desemnați

Nu sunt alți utilizatori desemnați ai prezentului raport, pe lângă cel menționat în subcapitolul anterior.

1.4. Activul supus evaluării

Societatea ZENTIVA S.A. este o societate pe acțiuni (S.A), având capitalul social de 69,701,704 lei, subscris și vărsat integral de către acționarii săi. Obiectul evaluării se referă la determinarea valorii echitabile a

¹ DARIAN DRS SA, împreună cu evaluatorii identificați, sunt denumiți generic în cadrul raportului „Evaluatorul”.

întregului capital propriu al Societății și a valorii echitabile a unei acțiuni. A fost evaluat întregul drept de proprietate asupra capitalurilor proprii al ZENTIVA S.A..

1.5. Moneda evaluării

Conform nivelului de încredere al evaluatorului în precizia rezultatelor, expresia numerică a indicației finale asupra valorii echitabile au fost rotunjite la mii de lei întregi. Suplimentar, s-a făcut și conversia valorii în euro, la un curs de 4.9771 lei pentru un euro, valabil pentru data de 30.06.2024, rezultatul fiind rotunjit. Valabilitatea exprimării valorii în cele două monede, precum și echilibrul între acestea, sunt valabile la momentul exprimării opiniei, evoluția ulterioară a valorii putând fi diferită în cele două monede.

1.6. Scopul evaluării

Prezentul raport de evaluare va fi utilizat exclusiv în vederea respectării prevederilor contractuale, așa cum sunt ele stipulate în cadrul contractului de prestări servicii nr. 333 / 03.06.2024.

Scopul evaluării reprezintă estimarea valorii echitabile a acțiunilor Societății ZENTIVA S.A, în vederea stabilirii prețului pentru exercitarea dreptului de squeeze out, conform art. 44 alin. 1, lit. a) din Legea nr. 24/2017 coroborat cu art. 80 din Regulamentul ASF nr. 5/2018.

În acest sens s-a realizat estimarea valorii echitabile a capitalului propriu aparținând ZENTIVA S.A cu sediul social pe Bd. Theodor Pallady, nr. 50, Sector 3, București, România, înregistrată la Oficiul Registrului Comertului sub nr. J40/363/1991, având CUI RO 336206.

Raportul de evaluare nu va putea fi utilizat pentru niciun alt scop decât cel declarat; evaluatorul nu își asumă responsabilitatea niciodată și în nicio altă circumstanță sau context în care raportul de evaluare ar putea fi utilizat.

1.7. Tipul valorii utilizate

Este esențial ca tipul (sau tipurile) valorii să fie adecvat termenilor de referință și scopului evaluării, deoarece tipul valorii poate influența sau dicta selectarea metodelor de evaluare, a datelor de intrare și a ipotezelor și în final concluzia evaluatorului asupra valorii.

Cererea de delistare este invocată în baza art. 44 alin. 1, lit. a) din Legea 24/2017 coroborat cu art. 80 din Regulamentul ASF nr. 5/2018. Conform acestui text de lege, "În cazul unei oferte publice de cumpărare/preluare voluntare, prețul se determină de un evaluator autorizat, conform legii, potrivit standardelor de evaluare în vigoare, potrivit legii."

În acest context, tipul valorii adecvat termenilor de referință și scopului evaluării, este valoarea echitabilă. Conform Standardelor de evaluare a bunurilor, editia 2022, SEV 104 - Tipuri ale valorii (paragraful 50), definita și în IVS2 – Valoarea echitabilă: „**prețul estimat pentru transferul unui activ sau a unei datorii între părți identificate, aflate în cunoștință de cauză și hotărâte, preț care reflectă interesele acelor părți.**”.

Această valoare, de regulă, datorită volatilității condițiilor de piață, are valabilitate limitată la data evaluării și nu va putea fi atinsă în cazul unei eventuale incapacități de plată viitoare când, atât condițiile pieței cât și situațiile de vânzare pot diferi față de acest moment.

Raportul de evaluare este valabil în condițiile economice, fiscale, juridice și politice de la data întocmirii sale. Dacă aceste condiții se vor modifica concluziile acestui raport își pot pierde valabilitatea.

1.8. Data evaluării

Data evaluării este 30.06.2024. Concluzia asupra valorii a fost determinată în contextul condițiilor pieței specifice de la această dată. Data raportului este 03.09.2024.

1.9. Natura și amploarea activității evaluatorului și oricare limitări ale acestora

Cu ocazia demarării procesului de evaluare, ce este sinonim cu discuțiile preliminare purtate cu managementul companiei, evaluatorul a avut asigurat accesul la situațiile financiare ale companiei și la alte elemente de natură să influențeze procesul de evaluare.

Specificație	Acțiuni preconizate	Limitări
Primirea și asumarea temei	Au fost primite toate datele și documentele necesare.	Nu este cazul
Inspecția proprietății	Nu este cazul	Nu este cazul
Repere inspectate în proiecte anterioare	Nu este cazul	
Colectarea datelor despre localitate, zonă, vecinătate	Am avut acces la toate datele relevante.	
Analize judecătorești și calcule	Am avut acces la toate datele relevante.	
Dreptul de proprietate	Ne vom baza pe informațiile despre dreptul de proprietate furnizate de consilierul dumneavoastră juridic. Vom presupune că informațiile furnizate sunt corecte.	Nu vom examina elementele referitoare la dreptul de proprietate. Vom presupune că dreptul de proprietate este valabil, fără acorduri oneroase sau restrictive, drepturi de trecere, servituți etc. care ar putea afecta negativ valoarea.
Starea cladirilor	Nu este cazul	Nu este cazul
Instalații	Nu este cazul	Nu este cazul
Planuri urbanistice	Nu este cazul	Nu este cazul
Reglementari de construire	Nu este cazul	Nu este cazul
Infrastructura rutiera	Nu este cazul	Nu este cazul
Contaminare și materiale periculoase sau dăunătoare	Nu este cazul	Nu este cazul
Probleme de mediu	Nu este cazul	Nu este cazul
Inundații	Nu este cazul	Nu este cazul
Gaz radon	Nu este cazul	Nu este cazul
Eficiența energetică	Nu este cazul	Nu este cazul
Factori ESG	Nu este cazul	Nu este cazul

1.10. Natura și sursa informațiilor pe care se bazează evaluatorul

A. Informații primite de la client

- Informații certe
 - situațiile financiare ale companiei pentru intervalul 31.12.2017 – 31.12.2023;
 - balanța de verificare la 30.06.2024;
 - registrul mijloacelor fixe la 30.06.2024;
 - bugetul total investiții pentru perioada 2025-2028
 - bugetul de investiții detaliat aferent anului 2024;
 - bugetul de venituri și cheltuieli previzionat de client pentru 2024-2028;

Responsabilitatea pentru aceste informații revine integral Clientului.

- Informații pe care se bazează concluzia asupra valorii:
 - Elemente de venituri și cheltuieli previzionate aferente companiei analizate, pornind de la datele furnizate de către managementul companiei.
 - Orice date relevante a căror considerare poate influența rezultatul metodelor aplicate.

Aceste informații au fost asumate de Evaluator în urma comparării cu cele rezultate din cercetarea pieței; pentru diferențe semnificative au fost aplicate ajustări.

B. Informații colectate de evaluator:

- Date cu privire la evoluția jucătorilor din sectorul în care își desfășoară activitatea compania evaluată; coroborat cu evoluția pieței în ansamblu ei;
- Date cu privire la situația jucătorilor din piață (marje EBITDA, Cifra de Afaceri, Capital de lucru, Cheltuiala cu amortizarea etc.);
- Date necesare pentru estimarea ratei de actualizare - preluate din studiul Kroll, respectiv din studiile profesorului A. Damodaran;
- Indicatori economico-financiar ai unor companii comparabile din piata specifică – informații preluate din baza de date TP Catalyst;
- Bibliografia de specialitate privind metodologia de evaluare aplicată;
- Legislația aplicabilă ținând cont de scopul evaluării;
- Standardele de Evaluare a Bunurilor 2022;

Evaluatorul a utilizat în estimarea valorii numai informațiile și documentele pe care le-a avut la dispoziție, fiind posibilă existența și a altor informații sau documente de care evaluatorul nu avea cunoștință.

Evaluatorul a obținut informații, opinii, estimări din surse considerate a fi corecte și de încredere, dar nu se asumă nicio responsabilitate în cazul în care acestea s-ar dovedi a fi incorecte.

1.11. Ipoteze semnificative și ipoteze speciale semnificative

Valoarea opinată în raportul de evaluare este estimată în condițiile realizării ipotezelor care urmează și în mod special în ipoteza în care situațiile la care se face referire mai jos nu generează niciun fel de restricții în afara celor arătate expres pe parcursul raportului și a căror impact este expres scris că a fost luat în considerare. Dacă se va demonstra că cel puțin una din ipotezele sub care este realizat raportul și care sunt detaliate în cele ce urmează nu este valabilă, valoarea estimată este invalidată.

Principalele ipoteze de care s-a ținut seama în elaborarea prezentului raport de evaluare sunt următoarele:

Ipoteze semnificative

- ✓ Aspectele juridice se bazează exclusiv pe informațiile și documentele furnizate de reprezentanții societății; aceste documente au fost prezentate fără a se întreprinde verificări sau investigații suplimentare. Dreptul de proprietate asupra părților sociale este considerat valabil și marketabil.
- ✓ Informațiile furnizate de terțe părți sunt considerate de încredere, dar nu li se acordă garanții pentru acuratețe.
- ✓ Evaluatorul nu a realizat o inspecție a imobilizărilor corporale aflate în exploatare.
- ✓ Din informațiile deținute de către evaluator, nu există niciun indiciu privind existența unor contaminări naturale sau chimice la data evaluării care afectează valoarea proprietăților analizate sau proprietăților vecine. Evaluatorul nu are cunoștință de efectuarea unor inspecții sau a unor rapoarte care să indice prezența contaminanților sau materialelor periculoase. Valorile sunt estimate în ipoteza că nu există așa ceva. Dacă se va stabili ulterior că există contaminări pe orice proprietate sau pe oricare alt teren vecin sau că au fost sau sunt puse în funcțiune mijloace care ar putea să contamineze, aceasta ar putea duce la diminuarea valorii raportate.
- ✓ Nu am realizat niciun fel de investigație pentru stabilirea existenței contaminanților. Se presupune că nu există condiții ascunse sau neaparente ale proprietății imobiliare și a utilajelor, solului, sau structurii care să influențeze valoarea. Evaluatorul nu-și asumă nicio responsabilitate pentru asemenea condiții sau pentru obținerea studiilor necesare pentru a le descoperi.
- ✓ Situația actuală a companiei evaluate și scopul prezentei evaluări au stat la baza selectării metodelor de evaluare pentru estimarea valorii echitabile.
- ✓ Analiza situațiilor financiare ale societății comerciale supuse evaluării în cadrul prezentului raport, nu presupune că noi am efectuat un audit, revizie limitată sau due-diligence pentru această societate. Nu ne asumăm nicio responsabilitate cu privire la integralitatea, corectitudinea sau exactitatea oricărei informații financiare primite de la societate sau în numele acesteia.
- ✓ Valoarea echitabilă estimată este valabilă la data evaluării. Întrucât piața, condițiile de piață se pot

- schimba, valoarea estimată poate fi incorectă sau necorespunzătoare la un alt moment.
- ✓ S-a presupus că legislația în vigoare se va menține și nu au fost luate în calcul eventuale modificări care pot să apară în perioada următoare.
 - ✓ Intrarea în posesia unei copii a acestui raport nu implică dreptul de publicare a acestuia.
 - ✓ Evaluatorul, prin natura muncii sale, nu este obligat să ofere în continuare consultanță sau să depună mărturie în instanță relativ la societatea în chestiune.
 - ✓ Nici prezentul raport, nici părți ale sale (în special concluzii referitoare la valori, identitatea evaluatorului) nu trebuie publicate sau mediatizate fără acordul prealabil al părților amintite în anexă.
 - ✓ Orice valori estimate în raport se aplică întregii societăți și orice divizare sau distribuire a valorii pe interese fracționate va invalida valoarea estimată, în afara cazului în care o astfel de distribuire a fost prevăzută în raport.
 - ✓ Raportul de evaluare este valabil în condițiile economice, fiscale, juridice și politice de la data întocmirii sale. Dacă aceste condiții se vor modifica, concluziile acestui raport își pot pierde valabilitatea.
 - ✓ Prezentul raport de evaluare nu reprezintă inventarierea bunurilor mobile, evaluarea a fost realizată exclusiv pe baza listei și a informațiilor primite de la reprezentanții clientului/propietarului.
 - ✓ Evaluatorul a utilizat în estimarea valorii numai informațiile pe care le-a avut la dispoziție, fiind posibilă existența și a altor informații de care evaluatorul nu avea cunoștință. Orice neconcordanțe apărute, din acest motiv sau din neîndeplinirea ipotezelor luate în calcul, impun reanalizarea evaluării și, dacă este cazul, a cuantificării valorice a diferențelor.

Ipoteze speciale semnificative:

- ✓ Nu este cazul

1.12. Tipul raportului

Raportul de evaluare este unul narativ, detaliat, întocmit în conformitate cu SEV 103 și VPS 3 și cuprinde, pe lângă termenii de referință, descrierea tuturor datelor, faptelor, analizelor, calculelor și judecăților relevante pe care s-a bazat opinia privitoare la indicația asupra valorii raportate, nefiind necesară nicio excludere sau abatere de la respectivele Standarde.

1.13. Restricții de utilizare, difuzare sau publicare

Raportul de evaluare, în totalitate sau pe părți, sau oricare altă referire la acesta, nu poate fi publicat, nici inclus într-un document destinat publicității fără acordul scris și prealabil al evaluatorului cu specificarea formei și contextului în care urmează să apară. Publicarea, parțială sau integrală, precum și utilizarea lui de către alte persoane decât cele la care s-au făcut referiri anterior, atrage după sine încetarea obligațiilor contractuale. De asemenea, intrarea în posesia unui terț a unei copii a acestui raport nu implică dreptul de publicare a acestuia.

1.14. Evaluarea este realizată în conformitate cu SEV

Standardele generale:

- Definițiile și conceptele pe care se bazează această evaluare sunt:

SEV	IVS	RICS
SEV 100 - Cadrul general	IVS Framework	PS 2 – Ethics, competency, objectivity, and disclosures
SEV 104 - Tipuri ale valorii	IVS 104 – Bases of Value	VPS 4 – Bases of value, assumptions, and special assumptions

- Misiunea de evaluare a fost definită în conformitate cu prevederile:

SEV	IVS	RICS
SEV 101 - Termenii de referință ai evaluării	IVS 101- Scope of work	VPS 1 – Terms of engagement
SEV 102 - Documentare și conformare	IVS 102 – Investigations and compliance	PS 1 – Compliance with standards where a written valuation is provided VPS 2 – Inspections, investigations, and records
SEV 105 - Abordări și metode de evaluare	IVS 105 – Valuation Approaches and Methods	VPS 5 – Valuation approaches and methods

- Prezenta evaluare este întocmită cu respectarea cerințelor:

SEV	IVS	RICS
SEV 103 - Raportare	IVS 103 - Reporting	VPS 3 – Valuation reports

- Obiectul evaluării fiind reprezentat de o companie (capitalurile proprii ale ZENTIVA S.A.), procesul de evaluare a ținut cont și de prevederile:

SEV	IVS	RICS
SEV 200 Întreprinderi și participatii la întreprinderi	IVS 200 Businesses and Business Interests	VPGA 3 – Valuation of businesses and business interests
GEV 600 Evaluarea întreprinderii		

Conform prevederilor contractuale și a instrucțiunilor evaluării, nu a fost necesară abaterea de la niciunul din standardele respective.

2. PREZENTAREA DATELOR – ANALIZA DIAGNOSTIC

2.1. Prezentare generală

Denumirea societății: ZENTIVA S.A.;

Sediul societății: Bd. Theodor Pallady, nr. 50, Sector 3, București;

Număr de înregistrare la Registrul Comerțului: J40/363/1991;

Cod unic de înregistrare: RO 336206;

Telefon: (+40) 21 304 72 00;

Email: office.ro@zentiva.com

Pagina web: <https://www.zentiva.ro>

Obiectul principal de activitate al companiei îl reprezintă "Fabricarea preparatelor farmaceutice" conform codului CAEN 2120.

Zentiva S.A. a fost înființată în anul 1962 ca și Înprepiderea de Medicamente București ("IMB"), în anul 1990 a fost înființată Zentiva preluând întregul patrimoniu al fostei IMB în acord cu Decizia Guvernului. În prezent ZENTIVA S.A. se tranzacționează pe Bursa de Valori București pe piața principală/reglementată, sub tickerul de tranzacționare SCD, fiind una dintre companiile importante din sectorul farmaceutic românesc

Zentiva SA este o companie farmaceutică românească, specializată în producția de medicamente generice.

Portofoliul este complex și extins, acoperind arii terapeutice precum cardiologie, gastroenterologie, hematologie, oncologie, urologie, pneumologie, reumatologie și tratamentul durerii.

Zentiva este unul dintre cei mai mari producători de medicamente generice din România, oferind o gamă variată de produse farmaceutice destinate diferitelor afecțiuni. Compania are un număr de 1,035 de angajați la sfârșitul semestrului I.

Grupul de companii Zentiva a intrat în topul primelor 3 companii farmaceutice (în valoare) din România și este liderul în volume al pieței farmaceutice totale, 1 din 10 medicamente vandute în farmacii aparține companiilor din grupul Zentiva în România, conform (IQVIA, sell-in data, all market -RX + OTC, Originals + Generics, decembrie 2020).

Prin cele două fabrici din București (fabrica Zentiva și fabrica Labormed), societatea și-a consolidat impactul și contribuția în piața farmaceutică locală. Fabrica Zentiva funcționează neîntrerupt de la inaugurarea sa din 1962, iar fabrica Labormed este una dintre cele mai moderne unități de producție a medicamentelor solide orale din România, rezultatul primei investiții greenfield din industria farmaceutică din țara noastră.

În prezent, Zentiva este cel mai mare producător de generice de pe plan local, în volume vândute.

Grupul Zentiva este un producător de medicamente generice și OTC cu patru unități de producție în Cehia, România și India. Aceste unități de producție produc peste 70% din portofoliul de produse Zentiva. Grupul este prezent în 35 de țări printr-o rețea de 31 de filiale și 7 sucursale.

Istoric privind principalele tranzacții realizate de grupul Zentiva:

- În 12 octombrie 2005 a avut loc achiziția acțiunilor Venoma de către Zentiva N.V., o companie olandeză cu sediul în Amsterdam, Olanda, având sucursale în mai multe țări europene.
- În octombrie 2005, Zentiva NV a făcut o ofertă publică de cumpărare a acțiunilor emitentului Sicomed SA, denumit ulterior Zentiva SA.
- În martie 2009, Sanofi - Aventis Europe a anunțat faptul că a devenit acționar al Zentiva N.V. cu o deținere de aproximativ 96.8% din acțiuni.

- În august 2009, Sanofi - Aventis Europe a făcut o ofertă publică de cumparare a acțiunilor emitentului Zentiva SA. În perioada 20 februarie 2018 și 5 aprilie 2018, Sanofi - Aventis Europe, prin Zentiva N.V., a desfășurat o ofertă publică de cumparare, în urma căreia a dobândit 48,216,352 acțiuni, ajungând astfel la o deținere de 93.2295% din capitalul social al Societății.
- La 31 august 2018, s-a înregistrat transferul acțiunilor de la Venoma Holdings Limited, ZENTIVA NV și Sanofi Aventis Europe către Zentiva Group a.s. ca urmare, Zentiva Group a.s. a devenit actionar al Zentiva SA (deținând 93.2295% din capitalul social).
- La data de 30.09.2018 a avut loc finalizarea transferului de acțiuni între Zentiva N.V. (100% deținută și controlată de Sanofi Aventis Europe), în calitate de vânzător, și Al Sirona BidCo s.r.o. (100% deținută și controlată de Al Sirona (Luxembourg) Acquisition S. à r.l., o societate care este la rândul său deținută în întregime de către Al Sirona (Luxembourg) Subco S. à r.l. și în cele din urmă controlată de Advent Funds GPE VIII, un fond administrat de către Advent International Corporation), în calitate de cumpărător, prin intermediul căruia a fost transferat controlul asupra Zentiva Group a.s. La 31.12.2018, Zentiva Group a.s. deținea, 93.2295% din capitalul social al Societății.
- În perioada 18.12.2018 – 11.01.2019, Zentiva Group a.s. a desfășurat o ofertă publică obligatorie de cumpărare, în urma căreia a ajuns la o deținere de 93.2776% din capitalul social al Societății.
- În perioada 05.07.2019 – 05.08.2019 (perioada de subscriere), Societatea a desfășurat operațiunea de majorare a capitalului social cu acordarea de drepturi de preferință, prin emisiunea unui număr de 300,000,000 acțiuni noi, care au fost oferite spre subscriere către acționarii înregistrați în registrul acționarilor Societății ținut de Depozitarul Central SA.

2.2. Diagnosticul juridic

2.2.1. Surse

Prezentarea aspectelor juridice și a tuturor aspectelor menționate în întregul raport au la bază documentele și informațiile puse la dispoziție de către ZENTIVA S.A. prin conducerea societății, directorii de funcțiuni și persoane autorizate din compartimentele de specialitate ale societății.

2.2.2. Forma juridică

ZENTIVA S.A. este o societate comercială care funcționează conform legislației aplicabile pe teritoriul României și anume Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, fiind organizată ca societate pe acțiuni.

2.2.3. Proprietarii companiei

Capitalul social, la 30.06.2024 conform informațiilor regăsite pe Bursa de Valori București conform Depozitarului Central este deținut de către următorii acționari:

Nr. crt.	Denumire asociat	Numar de acțiuni	Valoare nominală (lei)	Capital social (lei)	Cota din capitalul social (%)
1	Zentiva Group a.s.*	668,778,101	0.1	66,877,810	95.9486%
2	Per. Fizice	27,918,979	0.1	2,791,898	4.0055%
3	Per. Juridice	319,960	0.1	31,996	0.0459%
TOTAL		697,017,040		69,701,704	100%

Sursa: Zentiva, BVB, Darian DRS

*În data de 31 decembrie 2019, Societatea Zentiva Group a.s. a fuzionat cu Societatea Al Sirona Bidco s.r.o., aceasta din urmă fiind acționarul unic al societății Zentiva Group a.s. În urma fuziunii, Societatea Zentiva Group a.s. a încetat să mai existe, întregul patrimoniu al acesteia fiind transferat către Societatea Al Sirona Bidco s.r.o., care, tot la data de 31 decembrie 2019, și-a schimbat atât forma juridică din societate cu răspundere limitată („s.r.o.”) în societate pe acțiuni („a.s.”), cât și denumirea din Al Sirona Bidco s.r.o. în Zentiva Group a.s.

La data evaluării capitalul social subscris și vărsat este **69,701,704 lei** alocat unui număr de **697,017,040 acțiuni** cu o valoare nominală de **0.1 lei**.

2.2.4. Dreptul de proprietate asupra terenului, clădirilor și echipamentelor

Activitatea operațională a Zentiva S.A. se desfășoară în Bd. Theodor Pallady nr.50, pe platforma industrială Dudești, în zona de sud-est a municipiului București. Societatea are în proprietate terenuri, cu o suprafață totală cumulată de 77,877 mp.

O descriere schematică cu privire la **amplasamentul în care societatea își desfășoară activitatea** este surprinsă în tabelul de mai jos:

Nr. crt	Denumire	Adresa	Nr. CF	Suprafață (mp)	Utilizare
1	Teren Intravilan	Loc. București Sectorul 3, Str Th. Pallady, Nr. 50, Jud. București	200173	2,193	Drum acces
2	Teren Intravilan cu construcții		235755	58,146	Construcții C1-C21
3	Teren Intravilan cu construcții		222183	1,209	Construcții C1- atelier și birouri
4	Teren Intravilan		214519	98	Drum acces
5	Teren Intravilan cu construcții		200333	4,674	Construcții C1-C4
6	Teren Intravilan cu construcții		200334	11,103	Construcție C12-post trafo
7	Teren Intravilan		200331	455	
	TOTAL			77,878	

Sursa: Zentiva, Darian DRS

2.2.5. Contracte de închiriere

Conform informațiilor regăsite pe site-ul Societății la data de 30.06.2024, are următoarele contracte de închiriere, recunoscute în categoria de "Active aferente dreptului de utilizare":

- Contracte de leasing pentru mașini pentru personalul companiei;
- Închiriere linie de ambalare;
- Contractul de închiriere a spațiului de depozitare detinut de FM Logistic;
- Contract de închiriere pentru echipament IT.

Zentiva are un contract de închiriere a unei clădiri pentru depozitarea medicamentelor.

2.2.6. Participații și alte imobilizări financiare

Compania nu deține participații sau alte elemente de tipul imobilizărilor financiare la data evaluării.

2.3. Licențe brevete, mărci, proprietăți intelectuale

ZENTIVA S.A. deține în patrimoniu, la data evaluării, imobilizări necorporale în valoare de 29,723,050 lei. Acestea sunt alcătuite preponderent din relații cu clienții, fond comercial și alte imobilizări necorporale. În cea din urmă categorie sunt recunoscute imobilizările necorporale de tipul, programelor informatice, cheltuieli de cercetare-dezvoltare, brevete, licențe și mărci comerciale.

2.4. Situația provizioanelor

La data de 30.06.2024, întreprinderea subiect avea constituite provizioane în valoare totală de 12.9 mil lei. Acestea includ provizioane pentru taxe în sumă de 3.5 mil lei, destinate acoperirii obligațiilor către bugetul de stat, provizioane pentru mediu în valoare de 1.26 mil lei, și provizioane pentru pensii și alte obligații similare, în valoare de 8.06 mil lei.

2.5. Situația analitică a creanțelor

La 30.06.2024 creanțele comerciale ale societății erau în valoare de 1.12 mld lei. Soldul depozitului de cash pooling este 623.839.110 lei.

O situație defalcată a creanțelor este prezentată în tabelul de mai jos:

² Contractele de leasing ale vehiculelor au durată de 48 de luni. Obligațiile Societății în baza contractelor de leasing sunt asigurate de titlul de proprietate al locatarului.

Nr. crt.		Sold la 30.06.2024
1	Creanțe comerciale	499,292,805
2	Sume de încasat de la entități afiliate (451 - 495)	623,839,110
3	Alte creanțe	605,330
	Total creanțe	1,123,737,245

2.6. Situația analitică a stocurilor

Prezentăm în următorul tabel situația analitică a stocurilor la 30.06.2024:

Stocuri	30.06.2024
Marfuri	54,611,641
Produse finite si semifabricate	67,004,512
Materii prime si materiale	67,124,488
Ambalaje	21,291,383
Minus:	
Deprecierea stocurilor	(14,105,719)
TOTAL	195,926,305

2.7. Litigii

Conform informațiilor regăsite în raportul semestrial, Societatea este implicată în mai multe litigii, dintre care cele mai semnificative sunt prezentate succint mai jos:

- În decembrie 2020, Societatea a introdus o cerere de chemare în judecată împotriva Casei Naționale de Asigurări de Sănătate („CNAS”) prin care a solicitat TVA platită, aferenta taxei clawback pentru trimestrul I al anului 2020. În cadrul acestui litigiu, respectiv în dosarul nr. 7592/2/2020, a fost suspendată judecata ca urmare a sesizării Curții Constituționale a României cu excepția de neconstituționalitate a prevederilor sintagmei *”incepand cu trimestrul I al anului 2020”* din cuprinsul alin. 1 al art. 37 din OUG nr. 77/2011. La data de 30.06.2024, dosarul inregistrat la Curtea Constitutională a României sub nr. 665D/2022 este încă în faza de raport.
- În data de 25.04.2024, Societății i-a fost comunicată o cerere de chemare în judecată de către Tribunalul București, Secția a III-a civilă, alături de Zentiva k.s., o societate care face parte din același grup ca Societatea, în calitate de pârâte, în proces cu Bayer HealthCare LLC, Bayer AG și Bayer SRL, în calitate de reclamante. Cauza face obiectul dosarului nr. 5615/3/2024, are drept obiect obligarea pârâtelor, în solidar, la plata sumei stabilite în mod provizoriu de 100,000 Euro și se află în faza procesuală a fondului. Primul termen în acest dosar a fost stabilit pentru data de 6 noiembrie 2024.

Conducerea Societății consideră ca aceste litigii nu vor avea un impact semnificativ asupra operațiunilor respectiv poziției financiare a companiei.

În raportul semestrial se menționează ca nu există litigii sau proceduri administrative în care să fie implicați membrii Consiliului de Administrație sau cei ai conducerii executive.

2.8. Asigurări

Situația actualizată a asigurărilor valabile la data de 30.06.2024, conform informațiilor furnizate de client, este următoarea:

Tip de asigurare	Suma asigurată*	Franșiză deductibilă**	Data expirare
Răspundere generală & Răspundere pentru produse	50 mil Eur total / 10 mil Eur per reclamare	20 mii Eur - Răspundere pentru produse 2 mii Eur – Răspundere generală	29.09.2025

Tip de asigurare	Suma asigurată*	Franșiză deductibilă**	Data expirare
Retragere produs & Răspundere extinsă pentru produse	10 mil Eur Product Recall 10 mil Eur Extinsă pentru produse	100 mii Eur Retragere produs 10 mii Eur Răspundere produs	29.09.2025
Daune materiale & Întreruperea business-ului	Limită anuală a poliței - 340 mil Eur Suma asigurată - (variază sub limita anuală asigurată în funcție de risc)	Flexa perils - 25 mii Eur (franșiza variază în funcție de risc)	29.09.2024
CYBER	20 mil Eur	1 mil Eur	01.08.2025
CARGO (2)	1 mil Eur per claim&conveyance (fără limită a poliței)	General deductible: 30 mii Eur	29.09.2024

Sursa: Zentiva,

* Main Limit (eng);** Main Deductible (eng).

2.9. Contracte de împrumut. Garanții. Alte datorii

Conform informațiilor valabile la 30.06.2024, societatea nu are contractate datorii financiare, însă Societatea are o facilitate de credit neutilizată de 10 mil lei la BNP Paribas.

2.10. Diagnosticul operațional

2.10.1. Activitatea de aprovizionare

Din informațiile primite, furnizorii sunt plățiți în general între 60 și 90 de zile. Cei mai importanți furnizori ai companiei ZENTIVA S.A. din primele șase luni ale anului 2024 sunt:

Nr.crt	Denumire societate
1.	Zentiva, k.s.
2.	ZENTIVA GROUP A.S.
3.	Shandong Xinhua Pharmaceutical /Eur
4.	BUSINESS TRAVEL TURISM SRL
5.	UHLMANN PAC SYSTEME GMBH
6.	LABORMED PHARMA TRADING SRL
7.	GERRESHEIMER BOLESZLAWIEC S.A.
8.	Mega Fine Pharma (P) ltd.
9.	MSN LABORATORIES PRIVATE LTD
10.	TINMAR ENERGY S.A
11.	UP ROMANIA SRL
12.	EVONIK OPERATIONS GmbH
	Total (lei)

2.10.2. Structura clienților

Tot din informațiile primite, prezentăm principalii clienți din primele șase luni ale anului 2024: Ropharma SA, Zentiva, k.s., Ropharma Logistic SA, DR. Max SRL, Farmexim SA, Labormed Pharma SA, Bio Eel SRL, Alliance Healthcare Romania SRL, Biotehnos SA., Fildas Trading SRL, Labormed Pharma Trading SRL and Dona. Logistica SA.

Din informațiile primite din partea conducerii, creanțele comerciale se încasează între 60 și 120 de zile.

2.10.3. Situația autorizațiilor de funcționare

În ceea ce privește autorizațiile de funcționare, au fost menționate următoarele documente care atestă dreptul de funcționare al societății subiect:

- Acordul de preluare a apelor uzate 1521/31.08.2012 valabil pe perioada nedeterminată;
- Autorizația de Gospodărire a Apelor nr. 205 - B din 5 mai 2022, valabilă până la 30 aprilie 2026;
- Autorizația de mediu 234/7.05.2012 revizuită la data de 22 iunie 2021;
- Autorizația de Distribuție Anglo de Produse Farmaceutice eliberată de Agenția Națională a Medicamentului și a Dispozitivelor Medicale;
- Sistemele de management de mediu implementat conform EN ISO 14001:2015;

2.10.4. Investițiile realizate

În cele ce urmează prezentăm dinamica investițiilor în perioada 2018 – 2024 bugetat:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 bugetat
Valoarea investițiilor (mil euro)	3.6	4.5	4.7	3.8	4.3	4.1	7.15
Lista cu principalele active achiziționate	Mașină de umplere capsule; Linie de peletizare;	Control optic al fiolelor; Mașină de etichetat;	Linie de granulare fluidă; Linie de ambalare UHL1; Compactator cu role;	Granulator cu pat fluidizat; Umplere aseptică; Linie de ambalare UHL1;	Linie de ambalare UHL2; Optimizare buclă chillere; Clădire și utilități aseptice;	Clădire și utilități aseptice (cont.); Linie de ambalare UHL2 (cont.); Unitate de amestecare;	Linie nouă de împachetare; Extindere pentru injectabile; Sistem de pregătire pentru linia aseptică; și altele.

2.10.5. Investiții în curs la 30.06.2024

Societatea are evidențiate imobilizări corporale în curs de execuție la data evaluării în sumă de 47,7 mil lei.

2.11. Aspecte comerciale

2.11.1. Analiza pieței

Scurtă incursiune în macroeconomia țării în perioada 2020-2023

Perioada 2020 - 2024 a fost caracterizată de un grad ridicat de incertitudine și de instabilitate în economia globală, ca urmare a pandemiei de COVID-19 și a conflictelor militare care au izbucnit în această perioadă. În România, economia a suferit o contracție puternică în 2020, în special în trimestrul al doilea, când s-au impus restricții pentru a combate răspândirea virusului. Cu toate acestea, în a doua jumătate a anului 2020, economia a început să se stabilizeze și să se recupereze treptat.

În anul 2021, economia României a înregistrat o creștere semnificativă, mai ales în primele două trimestre, ca urmare a revenirii activității economice. Creșterea economică a fost susținută în principal de consumul intern, investiții și exporturi.

În primul trimestru al anului 2022 a izbucnit războiul dintre Rusia și Ucraina cu un impact semnificativ asupra economiei naționale, în special în contextul tensiunilor geopolitice și a schimbărilor în comerțul și relațiile internaționale. Printre aceste efecte negative enumerăm: impact nefavorabil pe piețele financiare, schimburi comerciale afectate, impact negativ asupra turismului și creșterea prețurilor la energie.

În cursul anului 2023 multe dintre efectele negative evidențiate mai sus au fost gestionate, cu toate acestea, economia României se confruntă în continuare cu provocări majore. În primul rând, sectorul serviciilor, în special turismul, a fost puternic afectat de pandemie și de război și va avea nevoie de timp pentru a se recupera complet. În plus, există o presiune inflaționistă semnificativă, în special ca urmare a creșterii prețurilor la energie și alimente, dar cu un nivel al inflației în descreștere raportat în 2023 față de 2022.

Analiza macroeconomică asupra anului 2024

În anul 2024, România se confruntă cu o creștere economică moderată, estimată la 2.8% pe întreg anul, sub potențialul său maxim. Deși veniturile reale mai mari susțin consumul privat, crearea lentă de locuri de muncă menține rata șomajului peste nivelurile de dinainte de pandemie. În plus, rata inflației ridicată, se așteaptă să revină în intervalul țintă până la sfârșitul anului 2025, cu condiția ca Banca Națională să mențină dobânzile ridicate.

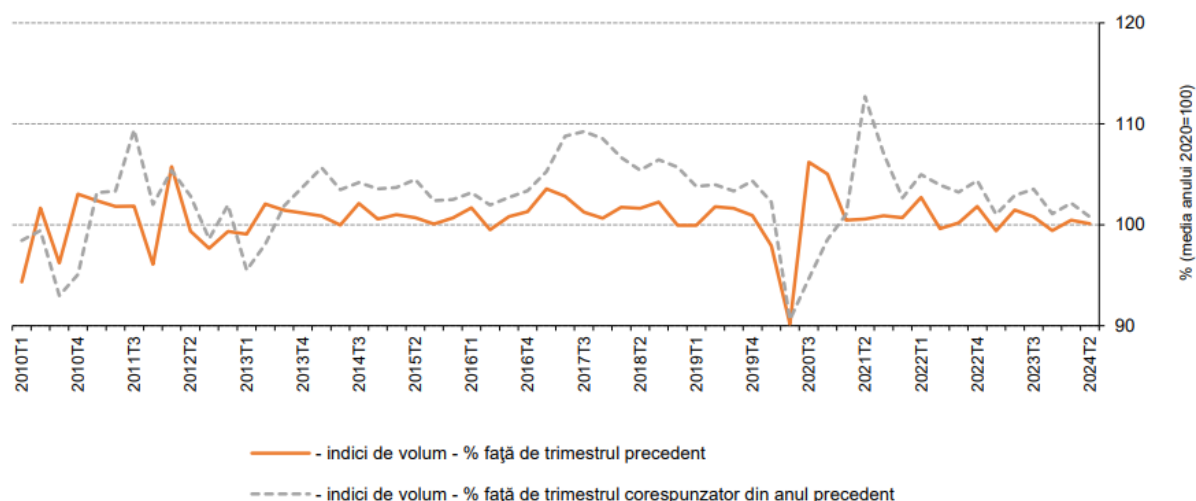
Anul 2024 fiind unul electoral, ar putea aduce incertitudini suplimentare în economie. Guvernul este posibil să adopte măsuri populiste, precum creșterea cheltuielilor publice, pentru a câștiga voturi, ceea ce ar putea pune presiune pe stabilitatea fiscală. Acest context ar putea încetini ritmul reformelor economice necesare și ar putea influența negativ percepția investitorilor, afectând potențialul de creștere pe termen lung.

Obiectivele țării pe termen mediu și lung sunt: îmbunătățirea infrastructurii, atragerea de investiții străine, redresarea volumelor din export, creșterea veniturilor fiscale din colectarea TVA și îmbunătățirea mediului de afaceri în vederea unei creșteri economice sustenabile în viitor.

În România, conform datelor Institutului Național de Statistică, evoluția produsului intern brut (PIB) în perioada 2018-Q1 2024 a fost următoarea:

- În 2018, PIB-ul a înregistrat o creștere reală de 6% față de anul anterior.
- În 2019, PIB-ul a continuat să crească, cu o rată de 3.9%.
- În 2020, din cauza pandemiei de COVID-19, economia românească a suferit o contracție semnificativă, iar PIB-ul a înregistrat o scădere de 3.7%.
- În 2021, economia României a înregistrat o creștere de 5.8%.
- În 2022, produsul intern brut a fost, în termeni reali, mai mare cu 4.8% comparativ cu 2021.
- În 2023, creșterea economică a încetinit la 1.8% în 2023, o revizuire descendentă de 0.4 puncte procentuale față de previziunile din toamnă.
- În Q1 2024, PIB-ul a crescut cu 0.7% față de anul semestrului I al anului anterior.

Figura 1: Produsul intern brut trimestrial al României, în perioada 2010 - Q1 2024 (date ajustate sezonier)



Sursa: INSE

Previziuni macroeconomice

Conform previziunilor economice din primăvara anului 2024 ale Comisiei Europene pentru România economia României ar urma să crească cu 3.3 puncte procentuale (p.p) față de anul 2023 și cu 3.1 p.p în 2025.

Figura 2: Previziuni macroeconomice pentru România

Indicators	2023	2024	2025
GDP growth (% , yoy)	2.1	3.3	3.1
Inflation (% , yoy)	9.7	5.9	4.0
Unemployment (%)	5.6	5.5	5.5
General government balance (% of GDP)	-6.6	-6.9	-7.0
Gross public debt (% of GDP)	48.8	50.9	53.9
Current account balance (% of GDP)	-6.7	-7.0	-6.6

Sursa: Comisia Europeană³,

³ https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/romania/economic-forecast-romania_en?

Rata șomajului ar urma să se mențină pe perioada anului 2024, respectiv 2025. Potrivit celor mai recente estimări execuția bugetară pe primele șase luni ale anului 2024 confirmă evaluarea Consiliului Fiscal⁴, care anticipa un deficit bugetar de aproximativ 6.4% din PIB, semnificativ peste ținta asumată de 5% din PIB. Fără măsuri de consolidare fiscal-bugetară, deficitul ar putea depăși 7% din PIB, cu un risc de a ajunge chiar la 8% din PIB.

Previziuni macroeconomice la nivelul Uniunii Europene și a zonei Euro

Conform Prognozei de Primăvară, creșterea PIB-ului în 2024 este estimată la 1.0% în UE și 0.8% în zona euro. Aceasta reprezintă o ușoară creștere față de Prognoza interimară de iarnă pentru UE, dar rămâne neschimbată pentru zona euro. Creșterea PIB-ului în UE este prognozată să ajungă la 1.6% în 2025, o revizuire în scădere cu 0.1 p.p. față de iarnă. În zona euro, creșterea PIB-ului în 2025 este proiectată să fie puțin mai mică, la 1.4%, de asemenea revizuită ușor în jos.

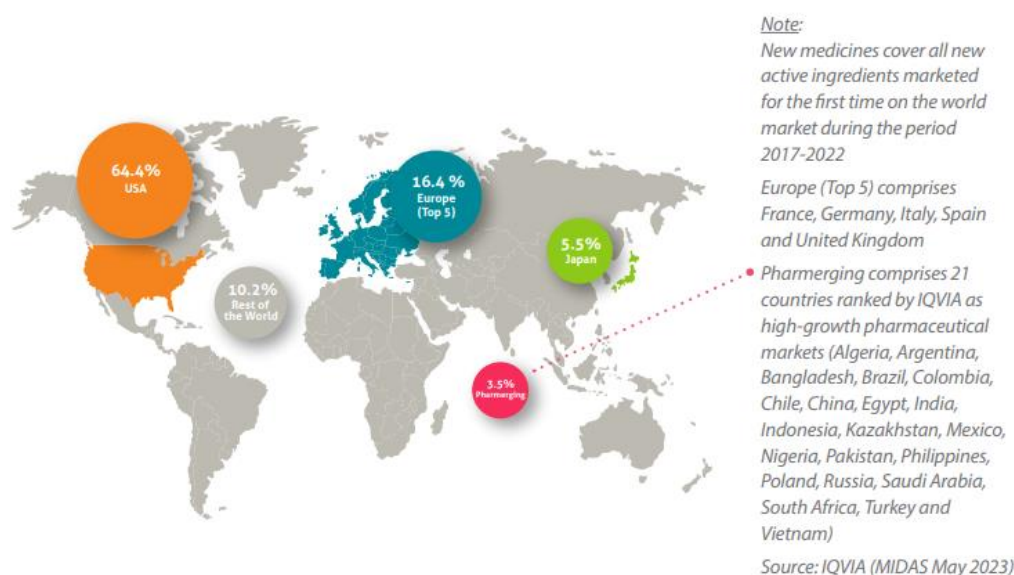
Un aspect important este că aproape toate statele membre sunt așteptate să revină la creștere economică în 2024. Creșterea economică în sudul UE continuă să depășească ritmul din nordul și vestul Europei, contribuind astfel la accelerarea convergenței economice în cadrul Uniunii Europene.

Analiza pieței specifice

Piața specifică în care operează compania Zentiva este industria farmaceutică, mai exact industria care se ocupă cu fabricarea produselor farmaceutice atât a celor pe bază de rețetă medicală cât și a celor generice. La nivel global, piața farmaceutică este estimată să ajungă la 1,600 mld dolari în 2023, față de 1,400 mld dolari la care piața din Europa Centrală și de Est a contribuit cu 2% din total.

Figura 3: Distribuția geografică (pe piețele principale) a vânzărilor de medicamente noi lansate în perioada 2017-2022

GEOGRAPHICAL BREAKDOWN (BY MAIN MARKETS) OF SALES OF NEW MEDICINES LAUNCHED DURING THE PERIOD 2017-2022



Sursa: European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations,

5

Industria farmaceutică din Europa Centrală și de Est este previzionată să crească în continuare, în perioada 2022-2026, înregistrând o creștere de 8% în 2026. Și la nivel European, anul 2023 a reprezentat un an bun pentru piața farmaceutică, estimându-se că România a contribuit cu aproximativ 16% la piața ECE, contribuție care este previzionată să crească până la 17% în 2026, devenind în această perioadă una dintre piețele principale de creștere ale regiunii.

⁴ <https://www.consiliulfiscal.ro/CF%20RA%202023.pdf>

⁵ <https://www.efpia.eu/media/rm4kzdlx/the-pharmaceutical-industry-in-figures-2023.pdf>

Piața farmaceutică în România

Industria farmaceutică din România, arată că în primele cinci luni ale anului 2024, fabricarea produselor farmaceutice de bază și a preparatelor farmaceutice a scăzut cu 11.5% față de aceeași perioadă din anul anterior, conform 360medical.ro. Declinul producției din primele cinci luni din 2024 are loc după o scădere de 1.5% a producției farmaceutice din România în 2023 față de anul precedent.

Ultimele statistici oficiale arată că, în 2023, importurile de produse farmaceutice a ajuns la un nivel-record, de peste 5 miliarde de euro, în timp ce exporturile au fost de peste 4 ori mai mici.

Conform rezultatelor studiului Pharma & Hospital Report, Cegedim Customer Information (CCI) estimează că în perioada iulie 2023 – iunie 2024, volumul medicamentelor eliberate către pacienții din România a fost de 711.3 milioane cutii, în scădere cu 1.1% față de iulie 2022 – iunie 2023 (*perioada de referință*). Numărul de zile de tratament a crescut cu 2.5% în aceeași perioadă, iar pentru medicamentele pe bază de prescripție din retail și spitale, numărul a crescut cu 2%.

Figura 4: Previțiuni aferente industriei producătoare de prod. farmaceutice 2024 - 2027

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fabricarea produselor farmaceutice	7.9	-1.6	1.7	2.4	3	3.6

Sursa: Comisia Națională de Prognoză, Estimarea Evoluției industriei în aprilie 2024 pe baza analizei de conjunctură

Conform Comisiei Naționale de Prognoză, industria care se ocupă cu fabricarea produselor farmaceutice așteaptă o creștere de 1.7% în 2024, urmată de o perioadă cu creșteri cuprinsă în intervalul de 2.4-3.6% între 2025-2027. Prețurile aferente fabricării produselor farmaceutice de bază și a preparatelor farmaceutice au înregistrat o creștere cu 1.06% în luna martie 2024 față de luna anterioară, iar față de aceeași lună a anului anterior o creștere cu 18.9%.

Volumul total al medicamentelor eliberate

În trimestrul II 2024, volumul total al medicamentelor eliberate a fost de 170.3 mil. cutii, cu 3.5% mai puțin comparativ cu trimestrul II 2023, fapt datorat scăderii canalului de retail și de creșterea modestă a medicamentelor din spitale. În același timp, volumul medicamentelor pe bază de rețetă (Rx) din farmacii s-a ridicat la 417.7 mil. cutii, observându-se o creștere de 0.4% comparativ cu anul anterior, iar volumul medicamentelor din spitale a crescut cu 0.9%.

Figura 5: Istoric privind evoluția pieței în volum și valoare în perioada 2018-2024

An	Piața în volume în Q2 (mil. Cutii)	Evoluție volum	Piața în valoare în Q2 (mld. Lei)	Evoluție valoare
2018	146.8	-	3.8	-
2019	151.0	2.9%	4.4	15.7%
2020	132.4	-12.3%	3.9	-11.8%
2021	154.1	16.4%	5.1	29.4%
2022	169.8	10.2%	6.2	23.7%
2023	176.4	3.9%	7.3	16.3%
2024	170.3	-3.5%	8.2	12.9%

Sursa: Pharma & Hospital Report, Cegedim Customer Information, Darian DRS

Valoarea pieței

În perioada analizată (iulie 2023 – iunie 2024), valoarea totală a pieței a fost de aproximativ 6.3 mld. euro (31.9 mld. lei), cu aproximativ 15% mai mult față de aceeași perioadă a anului anterior. Medicamentele Rx din farmacia au atins valoarea de 19.5 mld. lei, cu o creștere de 18.2% comparativ cu perioada de referință, iar produsele fără prescripție medicală au însumat 7.6 mld. lei, majorându-se cu 6.6%. Segmentul medicamentelor din spitale a însumat 4.7 mld. lei, consemnând o creștere de 16.7% comparativ cu aceeași perioadă din 2022-2023.

În al doilea trimestru al anului 2024, valoarea totală a medicamentelor eliberate pacienților a atins 8.20 mld. lei, reprezentând o creștere de 12.8% comparativ cu aceeași perioadă a anului trecut. Această creștere a fost susținută de o majorare de 10.4% în sectorul de retail și de o creștere semnificativă de 27.2% în eliberările de medicamente din spitale. În cadrul canalului de retail, valoarea medicamentelor eliberate pe bază de rețetă (Rx) a crescut cu 13.5%, în timp ce produsele eliberate fără prescripție medicală (OTC) au înregistrat o creștere de 2.8%. Este de menționat faptul că medicamentele Rx din retail incluse în contractele cost-volum au crescut cu 18.2%, în timp ce cele incluse în contractele cost-volum-rezultat au scăzut cu 65.5%. Alte medicamente Rx din retail au avansat cu 15.9% față de al doilea trimestru al anului 2023.

Pentru trimestrul II 2024, a fost realizat un top al producătorilor de medicamente, în funcție de volumele realizate, prezentat mai jos:

Figura 6: Principalele zece companii din industria farmaceutică după volum

Nr. crt	Denumire	Q2 2024 (mil. unități)	MAT (2024 Q2) (mil. unități)	Cota de piață (%)
1	Sun Pharma	17.3	72.7	10.2%
2	Zentiva	15.9	65.0	9.1%
3	Servier	10.9	42.7	6.0%
4	Krka D.D.	8.4	35.1	4.9%
5	Viatris	8.1	32.9	4.6%
6	Sanofi	7.3	30.7	4.3%
7	Antibiotice	5.6	25.3	3.6%
8	Menarini	5.5	22.5	3.2%
9	Biofarm	4.8	22.3	3.1%
10	Gedeon Richter	5.0	20.7	2.9%
Top 10		88.8	369.9	52.0%
Total Piață		170.3	711.3	100%

Sursa: Pharma & Hospital Report, Cegedim Cutormer Information

Pentru semestrul I 2024, a fost realizat un top al producătorilor de medicamente, în funcție de vânzările realizate, prezentat mai jos:

Figura 7: Principalele zece companii din industria farmaceutică după vânzări

Nr. crt	Denumire	Q2 2024 (mil. lei)	MAT (2024 Q2) (mil. lei)	Cota de piață (%)
1	ASTRAZENECA	424.4	1,529.7	4.8%
2	SANOFI	375.2	1,481.9	4.6%
3	SUN PHARMA	365.1	1,476.8	4.6%
4	Zentiva	362.2	1,405.5	4.4%
5	JOHNSON & JOHNSON	311.3	1,181.8	3.7%
6	Servier	301.6	1,169.4	3.7%
7	PFIZER	288.0	1,110.7	3.5%
8	NOVARTIS	250.7	928.8	2.9%
9	HOFFMANN LA ROCHE	248.3	904.8	2.8%
10	NOVO NORDISK	247.6	897.1	2.8%
Top 10		3,174.4	12,086.5	37.8%
Total Piață		8,195.6	31,986.4	100%

Sursa: Pharma & Hospital Report, Cegedim Cutormer Information

În semestrul I al anului 2024, primele trei companii după valoare și-au menținut pozițiile. AstraZeneca a ocupat primul loc cu 424.4 mil. lei, urmată de Sanofi și Sun Pharma (inclusiv Terapia) cu 365.1 mil lei, iar după acestea se află compania Subiect, Zentiva.

Compania Subiect, face parte din top 10 al companiilor de profil din România, cu o cotă de piață de 4.4% după vânzări și cu o cotă de 9.1% din piață după volumul de produse farmaceutice în trimestrul II al anului 2024.

Tendențe și reglementări ale pieței

Piața de medicamente este o piață reglementată atât la nivelul producției cât și la nivelul distribuției. Calitatea materiilor prime, a produsului finit, procesele de fabricație a materiilor prime, metodele de analiză și control, procesele de distribuție și de supravegherea produselor post-vânzare, sunt reglementate prin legislație. La fel este reglementat și prețul pentru mare parte a medicamentelor de uz uman. Funcționarea producătorilor de medicamente, a distribuitorilor și a farmaciilor este strict legată de existența unor autorizări specifice industriei, ce se acordă în baza inspecțiilor din partea ANMMDMR (Agenția Națională a Medicamentului și Dispozitivelor Medicale din România).

Piața de medicamente are o tendință de creștere continuă, datorită nevoii mai mari a populației aflată într-un proces de îmbătrânire și respectiv în mod special datorită efectelor post pandemice, și anume datorită neglijării stării de sănătate. Pe parcursul unui an există și fenomenul de sezonabilitate mai ales pe segmentele de piață cu medicamente ce tratează afecțiuni ce apar cu regularitate (alergii, răceala și gripă, afecțiuni dermatologice).

Produsele comercializate și politica de produs

Portofoliul de produse al Zentiva SA include o varietate de produse de uz uman, în forme solide (comprimate, capsule, peleti) și soluții injectabile. Produsele comercializate sunt cele OTC (medicamente vândute fără prescripție) cu o pondere de 4.7% în anul 2023 cu circa 0.1 p.p. mai mic față de anul anterior și produse Etice (Rx) în ponderea cea mai mare de circa 95.3% cu 0.1 p.p. mai mare față de anul anterior.

Prețul mediu de vânzare al produselor Zentiva (produse finite și mărfuri) pe unitatea farmaceutică vândută a fost de 5.99 lei în 2023 mai mare cu 20% față de anul anterior. Creșterea de preț înregistrată se datorează modificării mixului de produse și actualizării prețurilor în concordanță cu creșterea costurilor materiilor prime și a costurilor de fabricație.

Piața de desfacere

Activitatea de distribuție pe piața locală, până la 27.09.2018, a fost asigurată de Sanofi Romania SRL, unic distribuitor pe piața din România din Grupul Sanofi. După ieșirea Zentiva din grupul Sanofi, distribuția pe piața locală a fost asigurată de distribuitorii români de produse farmaceutice.

Societatea este parte a grupului Zentiva, care are unități de producție în Cehia, România și India. Activitatea de vânzare a Zentiva SA pe piața din Uniunea Europeană a fost asigurată printr-o societate din cadrul Grupului Sanofi (Sanofi Winthrop) până la 30.09.2018, respectiv printr-o societate din cadrul Grupului Zentiva (Zentiva k.s.) după 01.10.2018.

Politica de preț

Produsele din portofoliul Zentiva vândute în România pe bază de prescripție medicală au prețurile reglementate de Ministerul Sănătății, acestea reprezentând peste 95% din cifra de afaceri pe piața locală. În schimb, prețul produselor vândute fără prescripție medicală este determinat de cererea și oferta de pe piață.

Politica de vânzări

Politica de vânzări a companiei Zentiva se concentrează pe asigurarea accesului la medicamente de înaltă calitate și la prețuri accesibile în întreaga Europă, cu un accent deosebit pe rolul său în furnizarea de medicamente pe bază de prescripție medicală.

Printre prioritățile esențiale ale societății pentru anul 2024, așa cum sunt prezentate în Raportul Anual 2023, se numără creșterea vânzărilor de produse pe piața locală și consolidarea portofoliului de produse prin lansarea de noi articole.

Concurenții

Din informațiile regăsite în raportul anual al companiei Zentiva, principalii concurenți de pe piața locală a medicamentelor sunt: Terapia Cluj, Antibiotice Iași și Biofarm.

Principali producători de produse farmaceutice la nivel internațional sunt: Novartis, Sanofi, AstraZeneca, Merck Sharp Dohme și Johnson&Johnson.

În ceea ce privește competitivitatea la nivelul pieței au fost selectați următorii competitori, care au fost incluși în abordarea prin piață, astfel competitorii identificați sunt:

- Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.Supercom SA;
- Biofarm S.A.;
- GSK plc;
- Bayer Aktiengesellschaft;
- Alliance Pharma plc;
- Krka, d. d.;
- Hikma Pharmaceuticals PLC;
- Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.;
- Antibiotice S.A.;
- Lavipharm S.A.;
- Laboratorio Reig Jofre, S.A.;
- Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.;
- Sopharma AD;
- AstraZeneca PLC
- Novartis AG

2.12. Resurse umane

1.1.1 Managementul societății

La data evaluării, conducerea executivă este asigurată de o echipă managerială compusă din:

Nr. crt.	Nume	Funcție	Vechimea în muncă (ani)	Vechimea în funcția prezentă (ani)
1	Simona Cocos	Director General, Membru și Președinte al CA	-	2 ani și 10 luni în fct. de Președinte CA

Componența Consiliului de Administrație

Nr. crt.	Nume	Funcție	Vechimea în funcția prezentă
1	Simona Cocos	Președinte al Consiliului de Administrație	2 ani și 10 luni
2	Margareta Tanase	Membru al Consiliului de Administrație	14 ani și 2 luni
3	Kenneth Lynard	Membru al Consiliului de Administrație	4 ani și 8 luni
4	Alin Briciu	Membru al Consiliului de Administrație	1 ani și 4 luni
5	Francois Noel Marchand	Membru Independent al Consiliului de Administrație	7 ani și 4 luni

2.1.1 Personalul

Conform datelor furnizate de către reprezentanții companiei numărul personalului angajat la 31 decembrie 2023 este de 956 de angajați, iar în anul anterior a fost de 884 angajați.

Drepturile angajaților și alte raporturi de muncă sunt reglementate prin Contractul Colectiv de Muncă. Pentru 40% din angajați aceste drepturi sunt susținute de către Sindicatul Zentiva SA.

Evoluția personalului în ultimii 5 ani este redată în tabelul de mai jos:

	2019	2020	2021	2022	2023	H1 2024
Numărul mediu de angajați	620	722	825	884	956	1013
Număr de angajați la sfârșitul anului	727	746	830	903	979	1035

Diagnosticul financiar

Analiza economico – financiară a societății ZENTIVA S.A. reprezintă un studiu metodologic al situației și evoluției societății comerciale, sub aspectul structurii financiare și a rentabilității, plecând de la bilanț, contul de rezultate, anexele la acestea, corespunzătoare perioadei 2018 – 30.06.2024, puse la dispoziție de conducerea societății.

La efectuarea analizei s-au avut în vedere exclusiv documentele de evidență contabilă ale ZENTIVA S.A. În acest context prezenta analiză își propune să surprindă principalele aspecte ale afacerii ZENTIVA S.A. din punct de vedere economico-financiar, să interpreteze evoluția acestora și să sesizeze tendințele pe care se poate încadra evoluția viitoare. Analiza răspunde unor cerințe generale reclamate de contextul în care este elaborată.

Un instrument important al analizei financiare îl constituie analiza indicatorilor care reprezintă raportul dintre două posturi sau grupe fie din bilanț, fie din contul de profit și pierdere, fie unul din bilanț și altul din contul de profit și pierdere.

3.1.1 Analiza poziției financiare

În continuare sunt prezentate sintetic situațiile financiare aferente perioadei 2018 – 31.12.2023:

Bilanț Patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
ACTIV							
IMOBILIZĂRI							
Imobilizări necorporale	50,031,622	43,862,385	40,067,338	40,125,749	35,137,857	31,522,711	29,723,050
Imobilizări corporale	144,239,495	166,113,683	198,395,841	203,740,535	218,502,390	229,157,771	232,553,749
Imobilizări financiare	0	0	0	0	0	0	0
Drepturi de utilizare a activelor luate in leasing					18,681,888	21,092,139	20,517,825
TOTAL IMOBILIZĂRI	194,271,117	209,976,068	238,463,179	243,866,284	272,322,135	281,772,620	282,794,624
ACTIVE CIRCULANTE							
Stocuri	98,982,129	123,824,560	137,798,353	124,563,136	173,060,231	191,883,609	195,926,305
Creanțe, din care :	199,832,571	309,246,664	250,288,953	616,357,319	747,822,920	995,768,425	1,123,737,245
- Creanțe din exploatare	199,832,571	309,246,664	250,288,953	102,653,285	164,311,733	411,947,928	499,898,135
- Creanțe din afara exploatării	0	0	0	513,704,034	583,511,187	583,820,497	623,839,110
Lichidități și asimilate	405,115,315	383,269,031	406,713,534	62,597,628	11,190,679	27,302,728	34,884,600
TOTAL ACTIVE CIRCULANTE	703,930,015	816,340,255	794,800,840	803,518,083	932,073,830	1,214,954,761	1,354,548,150
CONTURI DE REGULARIZARE							
	-15,502	1,370,642	0	1,478,387	777,405	2,775,805	3,878,884
TOTAL ACTIV	898,185,630	1,027,686,965	1,033,264,019	1,048,862,754	1,205,173,370	1,499,503,186	1,641,221,658

Bilanț Patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
PASIV							
CAPITALURI PROPRII							
Capital social	40,944,420	69,570,009	69,569,799	69,488,361	69,462,324	68,754,399	68,313,244
Rezerve	177,908,250	181,530,583	201,238,084	204,635,414	238,433,573	247,995,907	247,727,543
Rezultat reportat	149,219,019	407,148,446	448,920,749	510,903,264	616,648,818	691,458,662	876,948,084
Rezultat curent	262,620,976	43,750,880	65,635,440	105,745,554	99,465,204	192,615,832	143,024,953
Rezultatul reportat provenit din adoptarea pentru prima data a IAS 29	0	0	0	0	0	0	0
Profit repartizat	0	0	0	0	24,655,360	9,562,335	2,167,561
Actiuni proprii	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL CAPITALURI PROPRII	630,692,665	701,999,918	785,364,072	890,772,593	999,354,559	1,191,262,465	1,333,846,263
PATRIMONIUL PUBLIC	0	0	0	0	0	0	0
PATRIMONIUL PRIVAT	0	0	0	0	0	0	0
PROVIZIOANE	20,083,729	17,688,212	17,197,603	8,384,870	11,799,004	12,022,943	12,914,946
DATORII							
DATORII PE TERMEN LUNG	5,033,947	0	0	12,459,734	24,420,302	19,450,830	17,469,695
Datorii financiare TL	0	0	0	0	0	0	0
Alte datorii TL	5,033,947	0	0	12,459,734	24,420,302	19,450,830	17,469,695
DATORII PE TERMEN SCURT	242,375,289	307,998,835	230,702,344	137,245,557	169,599,505	276,766,949	276,990,754
Datorii financiare TS	0	0	0	0	0	0	0
Datorii din exploatare TS	242,375,289	307,998,835	230,702,344	137,245,557	169,599,505	276,766,949	276,990,754
Datorii din afara exploatarii TS	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL PASIV	898,185,630	1,027,686,965	1,033,264,019	1,048,862,754	1,205,173,370	1,499,503,187	1,641,221,658

Sursa: Analiza Darian DRS

Analizând posturile bilanțiere pentru perioada 2018 – 2023, se observă o ușoară scădere a ponderii imobilizărilor în totalul activelor, de la 22% în 2018 la 19% în 2023. Această tendință de scădere a continuat, ajungând la 17% la data evaluării.

- În ceea ce privește imobilizările necorporale, în perioada 2018 - 2023 acestea au avut o scădere graduală de la 5.6% la 2.1% pondere din total activ. Imobilizările necorporale de la data evaluării sunt alcătuite din relații cu clienții 15.2 mil lei, fond comercial 11.6 mil lei și alte imobilizări necorporale 2.8 mil lei.
- În ceea ce privește imobilizările corporale, acestea prezintă cea mai mare pondere în total active imobilizate fiind alcătuite din terenuri, construcții, instalații tehnice, echipamente și imobilizări în curs de la data evaluării.
- Societatea nu are înregistrate în evidențele contabile imobilizări financiare.
- Activele circulante sunt formate preponderent din creanțe. Stocurile nu au înregistrat variații semnificative pe perioada de analiză, iar din totalul stocurilor, ponderea cea mai mare este deținută de produse finite și mărfuri urmată de materii prime și materiale consumabile. Ponderea medie a creanțelor în total active a fost pe perioada analizată de circa 44%, aceasta oscilând între 22% în 2018 și 66% în 2023.
- Disponibilitățile bănești ale Societății la sfârșitul semestrului I 2024 sunt formate în principal din numerar la bancă în sumă de 34.9 mil lei.

În ceea ce privește structura de finanțare se constată următoarele:

- Compania se finanțează majoritar din capitalurile proprii, și într-o proporție mai mică prin datoriile pe termen scurt. Ponderea capitalurilor proprii în total pasiv la data evaluării a fost de 81%, iar cea a datoriilor pe termen scurt de 17%.
- Capitalurile proprii ale firmei nu au înregistrat fluctuații semnificative în perioada analizată, fiind format preponderent din rezultatul reportat, urmat de rezerve și de rezultatul curent.

Capitalul propriu a crescut cu 142.6 mil lei (+12%) față de anul anterior, reprezentând profitul semestrului I al anului 2024. Capitalul de la data evaluării include acțiuni și capitaluri proprii atribuibile acționarilor.

- Datoriile comerciale au variat din punct de vedere a ponderii în total pasiv în intervalul 13% - 30%, iar la data evaluării mai apropiat de limita inferioară a intervalului istoric, respectiv 17%. Datoriile comerciale față de anul 2023, în sumă absolută sunt aproape la același nivel. În categoria de alte datorii curente sunt incluse: salarii și datorii salariale, contribuții și taxe salariale, contribuții și asigurări sociale și alte taxe.
- Societatea nu are datorii pe termen lung atrase nici de la parteneri comerciali și nici datorii la instituțiile financiare. Datoriile Societății cu scadența mai mare de un an, sunt reprezentate de datoriile aferente contractelor de leasing.

4.1.1 Indicatorii de structură

Structura patrimonială	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Cpr / Total Activ	70%	68%	76%	85%	83%	79%	81%
Datorii totale / Cpr	39%	44%	29%	17%	19%	25%	22%
(Cpr+DTL) / Total Activ	71%	68%	76%	86%	85%	81%	82%

Sursa: Analiza Darian DRS

În tabelul anterior sunt prezentate ca structură elementele componente ale bilanțului societății. Analiza ponderii și evoluției celor două grupe mari de active, activele imobilizate și activele circulante precum și structura de finanțare reflectă situația actuală din societate. Prezentăm în continuare analiza pe fiecare indicator:

- ✓ **Capitaluri Proprii / Total Activ:** Raportul evaluează poziția capitalurilor proprii ale unei companii în raport cu cea a activelor sale. Reprezintă un indicator de solvabilitate, întrucât indică de câte capitaluri proprii pot fi activele susținute. La nivelul companiei analizate acest indicator prezintă valori în creștere, marcând o apreciere de la 70% în anul 2018 până la 81% la data evaluării.
- ✓ **Total Datorii / Capitaluri Proprii** este un indicator al levierului financiar și indică gradul de autonomie financiară de care se bucură compania analizată. Se poate observa că la nivelul companiei, valorile înregistrate au fost descrescătoare, de la 39% în anul 2018 până la 22%, la data evaluării exercitând un impact pozitiv asupra stabilității financiare a societății.
- ✓ **Rata stabilității financiare** reflectă ponderea capitalului permanent în pasivul total al întreprinderii. O valoare scăzută a acestui indicator afectează stabilitatea financiară a întreprinderii. Capitalul permanent este destinat acoperirii activelor imobilizate și fondului de rulment, astfel că se poate face o corelație cu aceste elemente ale activului pentru a stabili dacă nivelul acestei rate este satisfăcător.⁶ Pe perioada de analiză, valorile acestui indicator prezintă un trend de ușoară creștere de la an la an.

5.1.1 Analiza lichidității, a echilibrului financiar și a indicatorilor de gestiune

Utilizarea activului patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Lichiditatea rapidă	250%	225%	285%	495%	448%	370%	418%
Lichiditatea imediată	167%	124%	176%	46%	7%	10%	13%
Lichiditatea curentă	290%	265%	345%	585%	550%	439%	489%

⁶ Stan, S., Anghel, I. – Evaluarea Întreprinderii, Ediția a – VIII – a revizuită, IROVAL București, 2016, pag. 69

Utilizarea activului patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Durata de rotație a stocurilor	77	82	88	66	82	72	64
Durata de rotație a creanțelor	156	206	159	54	78	156	163
Durata de rotație a datoriilor către furnizori	189	205	147	72	80	104	90
Capital de lucru net / Cifra de afaceri	12%	23%	28%	13%	22%	34%	76%

Sursa: Analiza Darian DRS

Viteza de rotație a activelor circulante reprezintă un indicator de eficiență care reflectă schimbările intervenite în activitatea întreprinderii (în special în activitatea de exploatare: modificarea procesului de aprovizionare și producție, reducerea costurilor, scurtarea ciclului de producție și a perioadei de desfacere și încasare a producției etc.). Volumul activelor circulante depinde de doi factori, și anume: cifra de afaceri și viteza de rotație a activelor circulante. Cu cât activele circulante vor parcurge mai repede fiecare stadiu al rotației capitalului, cu atât viteza de rotație va fi mai mare, iar nevoia de fond de rulment mai mică pentru un volum dat al activității, respectiv al cifrei de afaceri.

Indicatorii ce reflectă lichiditatea companiei oferă informații despre bunurile la care întreprinderea poate să facă apel pentru a plăti datoriile pe termen scurt.

Din analiza gradului de utilizare al elementelor patrimoniale se pot trage următoarele concluzii:

- ✓ **Lichiditatea rapidă:** acest indicator ia în considerare doar acele elemente de activ disponibile imediat, ce pot fi utilizate pentru a îndeplini obligațiile pe termen scurt. Se elimina din calcul activele mai puțin lichide, cum ar fi elementele de stocuri sau cheltuielile plătite în avans, în consecință în cazul în care indicatorul are o valoare scăzută arată o dependență crescută a activelor curente față de stocuri. Lichiditatea rapidă a companiei a înregistrat valori ridicate pe perioada analizată iar aceste valori crescute se datorează nivelului ridicat al lichidităților și al creanțelor comerciale.
- ✓ **Lichiditatea imediată:** determină capacitatea companiei de a-și onora obligațiile imediate. Se consideră că nivelul acestei rate este normal între 0,2 și 0,3. În primii patru ani din perioada analizată, acest indicator se situa peste nivelurile considerate ca fiind optime în piață. În schimb în ultimii trei ani acestea au scăzut semnificativ, și tind către nivelurile optime identificate în piață. Scăderea semnificativă a indicatorului provine din diminuarea disponibilităților bănești.
- ✓ **Lichiditatea curentă:** este cel mai utilizat indicator de măsurare a solvabilității pe termen scurt a companiei: cu cât acest indicator este mai mare cu atât compania este mai lichidă. Cu toate acestea, un exces de active circulante peste datoriile curente nu înseamnă neapărat că datoriile pot fi plătite cu promptitudine. În cazul în care activele circulante conțin o proporție mare a stocurilor sau a unor creanțe incerte greu colectabile, sau stocuri nevandabile, va avea loc o încetinire a fluxurilor de numerar. Ca urmare, lichiditatea curentă ar trebui să fie analizată împreună cu natura și proporția diferitelor tipuri de active circulante, natura datoriilor curente, natura fluxurilor de numerar, cu așteptările viitoare și natura activității în sine. Echilibrul între datoriile pe termen scurt și cele pe termen lung ar trebui, de asemenea, luat în considerare: unele companii preferă să finanțeze datoria pe termen scurt, în timp ce alții preferă să se finanțeze pe termen lung. Un mix între datoriile pe termen scurt și lung va afecta lichiditatea curentă. Lichiditatea curentă și alți indicatori similari de solvabilitate sunt indicatori-cheie pentru multe companii. Concomitent cu îmbunătățirea stocului și managementul inventarului (aprovizionări "just in time", pe baza de organizare CRM, etc.), companiile tind să dezvolte politici de management financiar agresive care conduc la un nivel mai ridicat al creditorilor comerciali și un control mai redus asupra debitorilor comerciali. Între 2018 și data evaluării, se observă o variație semnificativă în capacitatea companiei de a-și acoperi obligațiile pe termen scurt din activele sale curente, iar ultimele valori se înscriu pe un trend ascendent către consolidarea poziției financiare a Societății.

- ✓ **Durata de rotație a stocurilor:** această rată reflectă perioada de timp necesară bunului produs sau serviciului prestat să treacă de la element de inventar la cifră de afaceri, în consecință evaluează eficiența managementului operațional. Gestiunea stocurilor nu a suferit variații semnificative, pe perioada analizată, doar ușoare oscilații cuprinse în intervalul de 64-88 zile.
- ✓ **Durata de rotație a creanțelor:** reflectă intervalul de timp în care facturile emise de către companie sunt achitate de clienți. Cu cât facturile sunt achitate mai repede, cu atât necesarul de capital de lucru este mai mic. Astfel, se poate observa o diminuare a duratei de încasare a creanțelor de la 206 zile în 2019 la 54 de zile în anul 2021, iar din anul 2022 durata de rotație crește semnificativ către nivelurile din perioada 2018 – 2020.
- ✓ **Durata de rotație a furnizorilor:** reflectă numărul mediu de zile în care se onorează obligațiile de plată către furnizori și alți creditori comerciali. Interesul companiei ar fi ca rotația furnizorilor să fie cât mai lungă, cu condiția de a nu presupune costuri prea mari. Valorile extreme ale acestui indicator exprimă un semnal pentru neplata furnizorilor, ceea ce reprezintă un risc de alterare a relațiilor cu aceștia, dar și implicit un risc de faliment. O creștere a nivelului acestui indicator de la o perioadă la alta, reprezintă o diminuare a capitalului de lucru și a free cash flow-ului disponibil, compania dispunând de mai puține resurse financiare pentru acoperirea nevoilor curente. La nivelul companiei, durata de rotație a datoriilor către furnizori a avut o evoluție descrescătoare, de la 189 de zile în anul 2018 până la nivelul de 72 de zile în anul 2021, urmată de o creștere până la 104 de zile în 2023.
- ✓ **Capital de lucru net / Cifra de afaceri:** acest indicator reflectă consumul de capital de lucru utilizat în cadrul activității de exploatare pentru operațiuni și achiziții, ce ajută la formarea cifrei de afaceri. Acest indicator este utilizat pentru a arăta relația dintre resursele ce finanțează activitatea operațională și cifra de afaceri generată de aceste operațiuni. Valorile scăzute ale acestui indicator exprimă eficiența în utilizarea activelor curente și a datoriilor curente pentru a genera cifra de afaceri. În sens invers, o valoare mare a acestui indicator exprimă faptul că societatea are un nivel crescut al creanțelor și investește prea mult în stocuri, acest lucru ducând la o creștere a datoriilor neperformante și la învechirea stocurilor. Capitalul de lucru în cifra de afaceri a variat pe perioada analizată în intervalul 12% - 34%, iar acest necesar de capital de lucru se înscrie în intervalul determinat în piață de pe platforma S&P Capital IQ, cu o medie de 20.4% dar și în cel din baza de date Damodaran, de 22.2%.

6.1.1 Analiza performanțelor financiare

În tabelul următor sunt reliefate evoluțiile principalelor categorii de venituri și cheltuieli:

Structura cheltuielilor din exploatare în venituri	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Venituri din vânzarea mărfurilor	120,995,336	333,946,862	134,867,902	329,200,195	112,140,202	159,136,369	86,874,995
Producția vândută	340,409,895	207,493,491	423,093,038	354,665,069	647,490,668	794,496,716	464,383,069
Venituri din subvenții de exploatare (aferele CA nete)	0	0	6,962,670	0	0	0	0
Venituri din dobanzi înregistrate de entitățile radiate din Reg. General și care mai au în derulare contracte de leasing	0	0	0	0	0	0	0
Reduceri comerciale acordate	0	0	0	0	0	0	0
Cifra de afaceri (netă)	461,405,231	541,440,353	564,923,610	683,865,264	759,630,870	953,633,084	551,258,064
Venituri aferente costului producției în curs de execuție	22,087,218	10,660,835	0	14,624,923	9,170,800	18,373,825	13,876,802
Venituri din producția de imobilizări	0	0	0	0	0	0	0
Venituri din reevaluarea imobilizărilor corporale	0	0	0	0	1,305,483	0	0
Venituri din producția de investiții imobiliare	0	0	0	0	0	0	0
Venituri din subvenții de exploatare	0	0	0	0	0	0	0
Alte venituri ale exploatarei	275,847,408	19,335,422	13,783,653	35,013,083	14,808,174	417,514	1,031,549

Structura cheltuielilor din exploatare în venituri	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Venituri din Exploatare - Total	759,339,857	571,436,610	578,707,263	733,503,270	784,915,327	972,424,424	566,166,415
Cheltuieli privind mărfurile	28,133,164	80,762,968	82,326,771	77,080,113	78,835,616	114,212,299	59,179,595
Cheltuieli materiale	190,807,825	193,769,764	191,727,194	242,195,384	267,241,994	315,715,933	165,358,822
Cheltuieli cu utilitățile	9,008,388	9,888,204	10,404,755	12,034,010	24,655,006	21,693,081	8,656,706
Cheltuieli cu lucrări și servicii executate de terți (prestații externe)	124,403,019	118,512,095	91,974,127	131,965,908	136,409,347	119,040,481	61,155,214
Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate	5,583,915	5,967,062	6,169,052	5,465,211	4,836,905	4,160,001	1,929,469
Cheltuieli cu personalul	62,840,943	82,265,589	97,732,814	111,744,541	134,216,100	161,188,996	98,788,818
Alte cheltuieli de exploatare	4,341,704	10,044,865	3,768,231	19,199,297	18,243,146	26,194,413	11,792,465
Reduceri comerciale primite	0	0	0	0	0	259,327	17,695
EBITDA	334,220,899	70,226,063	94,604,319	133,818,806	120,477,213	210,478,546	159,323,021
Amortiz. și proviz. (imob. corp. și necorp.)	12,140,958	19,758,433	17,289,894	25,449,842	30,893,504	31,701,874	14,023,862
Ajustarea valorii activelor circulante	9,269,210	6,792,426	4,459,964	5,502,272	3,258,800	-4,483,619	555,248
Ajustări privind proviz. pentru riscuri și cheltuieli	2,530,960	-3,030,307	-490,817	-13,179,888	-5,435	-1,254,642	174,512
Cheltuieli pentru Exploatare - Total	449,060,086	524,731,099	505,361,985	617,456,690	698,584,983	787,909,491	421,597,016
Rezultatul din Exploatare (EBIT)	310,279,771	46,705,511	73,345,278	116,046,580	86,330,344	184,514,933	144,569,399
Venituri Financiare Total	23,377,817	11,658,688	11,247,342	7,147,694	35,258,118	41,829,109	19,999,909
Alte cheltuieli financiare	18,256,427	3,535,913	3,440,531	3,738,169	6,419,023	4,059,632	1,349,079
Cheltuieli privind dobânzile	0	734,682	603,070	245,739	184,521	459,129	124,449
- din care în cadrul grupului	0	0	0	0	0	0	0
Cheltuieli Financiare Total	18,256,427	4,270,595	4,043,601	3,983,908	6,603,544	4,518,761	1,473,528
Rezultatul Financiar	5,121,390	7,388,093	7,203,741	3,163,786	28,654,574	37,310,348	18,526,381
Rezultatul Extraordinar	0	0	0	0	0	0	0
Rezultatul Brut al Exercițiului	315,401,161	54,093,604	80,549,019	119,210,366	114,984,918	221,825,281	163,095,780
Impozit pe profit	54,240,644	10,493,826	15,668,045	14,007,295	17,288,731	30,616,907	19,979,978
Impozitul pe profit amanat (692)	0	0	0	0	-1,769,017	-1,407,458	90,849
Alte impozite nereprezentate la elementele de mai sus (698)	0	0	0	0	0	0	0
Venituri din impozitul pe profit amanat (792)	1,460,459	151,102	754,466	542,483	0	0	0
Rezultatul Net al Exercițiului	262,620,976	43,750,880	65,635,440	105,745,554	99,465,204	192,615,832	143,024,953

Sursa: Analiza Darian DRS

În urma analizei posturilor de venituri și cheltuieli cu precădere pentru ultima perioadă analizată, am extras următoarele concluzii:

- ✓ Cifra de afaceri netă a companiei este generată de vânzările pe piața internă și externă de medicamente Etice (Rx), 95.8% din totalul tipurilor de produse și OTC, 4.2% din totalul tipurilor de produse. Vânzările externe au reprezentat în semestrul I 2024, 40% din total cifra de afaceri (220.38 mil lei), față de 51.7% în semestrul I 2023 (232.76 mil lei). Vânzările externe de medicamente au fost realizate printr-o societate din cadrul Grupului Zentiva (Zentiva k.s.) și au fost destinate în principal piețelor din Uniunea Europeană. Rata de creștere medie pe perioada istorică surprinsă în tabelul de mai sus este de 15.6% YoY.
- ✓ Principalele cheltuieli de exploatare, enumerate în ordine descrescătoare a ponderii lor în cifra de afaceri, sunt: cheltuielile cu materialele, care au avut o pondere medie de 39% pe perioada analizată, urmate de cheltuielile cu personalul și cheltuielile cu lucrări și servicii executate de terți, fiecare având o pondere medie de 19%. Cheltuielile cu mărfurile au înregistrat o pondere medie de 13%. Restul cheltuielilor de exploatare care cuprind cheltuieli cu utilitățile, taxe și impozite și alte cheltuieli de exploatare au ponderi cumulate de sub 6% în cifra de afaceri.

Printre cele mai semnificative modificări ale cheltuielilor în semestrul I 2024 comparativ cu semestrul I 2023 se numără creșterea cu 26% a cheltuielilor cu beneficiile angajaților, determinată în principal de majorarea numărului de angajați, care a ajuns la 1035 la sfârșitul semestrului I 2024, față de 952 angajați la sfârșitul semestrului I 2023, precum și de indexarea salariilor. Creșterea numărului de angajați este rezultatul internalizării personalului anterior angajat prin contracte de muncă cu furnizori de servicii de închiriere de personal și a adăugării de personal nou.

Alte cheltuieli de exploatare au crescut, de asemenea, din cauza majorării cheltuielilor cu reparațiile și a celor pentru serviciile suport primite din cadrul grupului.

7.1.1 Indicators de profitabilitate și rentabilitate

Indicatori profitabilitate	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Rentabilitatea activelor	29%	4%	6%	10%	8%	13%	9%
Rentabilitatea capitalurilor proprii	42%	6%	8%	12%	10%	16%	11%
Rentabilitatea capitalurilor angajate	124%	14%	19%	35%	20%	31%	21%
EBITDA / CA	72%	13%	17%	20%	16%	22%	29%
EBIT / CA	67%	9%	13%	17%	11%	19%	26%
Rezultat net / CA	57%	8%	12%	15%	13%	20%	26%

Sursa: Analiza Darian DRS

În ceea ce privește capacitatea companiei de a produce profit menționăm următoarele:

- ✓ Indicatorii de rentabilitate reflectă următoarele:
 - **Rentabilitatea activelor:** reprezintă eficacitatea utilizării activelor companiei și este un indicator relevant al competitivității. În cazul sectoarelor cu ciclul operațional mare, randamentul activelor este atribuit cu marje de profit mai mari. Valori mici ale acestui indicator sugerează în general investiții neproductive sau supradimensionate, ce nu lucrează la capacitate maximă și nu pot produce suficient profit. Rentabilitatea activelor companiei a înregistrat valori pozitive pe toată perioada de analiză istorică, ceea ce înseamnă că activele companii generează un profit ridicat.
 - **Rentabilitatea capitalurilor proprii:** arată profitul net generat de fiecare unitate monetară investită de către acționari sub forma de capitaluri. Valorile mari ale acestui indicator arată o profitabilitate crescută ce maximizează rezultatele resimțite de acționari ca urmare a investiției realizate. Creșterea acestui indicator în condițiile de menținere ale aceluiași capital reprezintă un semn pozitiv pentru investitori. Companiile cu un grad mare de îndatorare tind să obțină o rentabilitate mai mare a capitalurilor proprii, însă dezavantajul constă în riscul mare pe care îl dă dependența ridicată față de creditorii. În ceea ce privește rentabilitatea financiară, ca și în cazul rentabilității prezentate anterior sunt înregistrate rentabilități pozitive pe toată perioada analizată și se înscriu pe un trend de cvasi menținere în ultimii ani.
- ✓ Indicatorii de profitabilitate prezintă următoarele concluzii:
 - **Marja EBITDA:** reflectă cel mai bine rentabilitatea activității operaționale. Se poate observa că la nivelul companiei, marja EBITDA medie realizată în perioada de analiză este 27%. Se observă un trend de îmbunătățire a rentabilității, de la un nivel de 72% în anul 2018 la o marjă EBITDA de 22% în anul 2023. În anul 2019 a fost înregistrată cea mai mică marjă de profitabilitate din toată perioada istorică analizată 13%, scădere pusă pe seama încetării / limitării activității impuse de pandemia de Covid-19.
 - **Marja EBIT:** reprezintă ponderea profitului operațional în cifra de afaceri, acest indicator exprimă capacitatea companiei de a genera valoare adăugată pentru acționarii sai. Acestă marjă arată

profitabilitatea afacerii în sine, fără a lua în calcul cheltuielile ce nu țin de aceasta. Marja EBIT de la data evaluării este de 26%.

- **Marja rezultatului net:** reflectă cât profit generează fiecare leu de vânzări, acesta marja ține cont pe lângă activitatea operațională și de politica de investiții, finanțare și de politica fiscală a companiei. La nivelul companiei marja profitului net a înregistrat valori similare cu marja EBIT.

ANALIZA SWOT

Scopul analizei SWOT este să evidențieze concluziile, analizele mediului intern din care rezultă punctele tari (Strengths) și punctele slabe (Weaknesses) și concluziile analizei mediului extern concretizate în expunerea oportunităților (Opportunities) și a riscurilor (Threats).

Punctele tari ale unei firme sunt acele avantaje pe care aceasta le deține comparativ cu alte firme din ramură sau cu alte firme din localitate. Punctele slabe reprezintă acele părți nesatisfăcătoare ale activității societății, în comparație cu firme similare din ramură sau firme din regiune.

Oportunitățile pe care mediul extern le prezintă pentru o anumită companie sunt acele date ale mediului care pot contribui la dezvoltarea activității firmei și pot avea influențe pozitive asupra acesteia. Riscurile sau pericolele mediului extern sunt acele aspecte ale mediului în care evoluează firma care pot influența negativ activitatea acesteia.

ANALIZA MEDIULUI INTERN

PUNCTE TARI:

- + Vechimea societății pe piața specifică;
- + Portofoliu diversificat de produse atât medicamente OTC cât și cele pe bază de rețetă;
- + Personal specializat și calificat;
- + Prezență ridicată a produselor pe piață;
- + Capacitate ridicată de producție, Zentiva dispunând de unități moderne de producție care permit eficiență în fabricarea de produse farmaceutice la standarde ridicate.

PUNCTE SLABE:

- Costuri crescute cu angajații, ceea ce generează diminuarea marjelor de profit;
- Lipsa de produse inovatoare – fiind concentrată pe producția de generice, poate fi considerat un punct slab față de competitorii direcți care investesc în medicamente originale, în cercetarea și dezvoltarea de noi produse;
- Ponderea ridicată în cifra de afaceri a medicamentelor pe bază de prescripție medicală.

ANALIZA MEDIULUI EXTERN

OPORTUNITĂȚI:

- ✓ Extinderea și pe alte piețe;
- ✓ Creșterea investițiilor în cercetare și inovare care ar putea genera noi produse farmaceutice pentru a profita de creșterea crescută a vânzărilor pentru medicamentele OTC;
- ✓ Realizarea unor parteneriate strategice, colaborări cu alte companii farmaceutice în vederea creării de noi oportunități;
- ✓ Dezvoltarea unei platforme interne proprii de vânzare a medicamentelor direct către consumatorii finali (B2C).

RISCURI:

- ❖ Reglementările stricte ale legislației farmaceutice privind prețurile medicamentelor;
- ❖ Presiuni asupra prețurilor din partea statului în următoarea perioadă dar și din partea competitorilor deja existenți;
- ❖ Intensificarea concurenței duce la diminuarea marjelor de profitabilitate, ceea ce ar putea afecta potențialul de dezvoltare al companiei;
- ❖ Climatul politic instabil ce are repercursiuni asupra cursului, ratelor de dobânda și indirect asupra performanței companiei;
- ❖ Climatul geopolitic instabil – războiul între Rusia și Ucraina.

3. EVALUAREA SOCIETĂȚII

Abordările recomandate de către Standardele de Evaluare a Bunurilor - ediția 2022, ce sunt în acord cu IVS (International Valuation Standards) – ediția 2022, pentru evaluarea capitalului propriu al unei entități sunt:

- ✓ *Abordarea prin venit* – reprezintă o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate prin folosirea uneia sau mai multor metode prin care valoarea este estimată prin convertirea beneficiilor anticipate în valoare a capitalului.
- ✓ *Abordarea prin piață* - o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate prin folosirea uneia sau mai multor metode care compară subiectul evaluat cu alte întreprinderi similare, participații sau linii de activitate similare care au fost vândute.
- ✓ *Abordarea bazată pe active* – metodă de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau linii de activitate utilizând metode bazate pe valoarea de piață a activelor individuale ale întreprinderii minus datoriile.

Abordarea prin venit a fost utilizată în vederea estimării valorii echitabile a capitalurilor proprii ZENTIVA SA, fiind cea mai adecvată întrucât surprinde aportul tuturor activelor deținute, corporale și necorporale. În aplicarea acestei abordări am utilizat previziunile managementului pentru a surprinde evoluția viitoare așteptată a societății, dar și o serie de date de piață prin care am verificat rezonabilitatea lor. În consecință, considerăm că rezultatul metodei fluxurilor financiare actualizate este cel mai reprezentativ pentru scopul prezentei evaluări.

Abordarea prin piață a fost aplicată în vederea verificării opiniei emise în baza abordării prin venit. În acest caz, gradul de acuratețe al abordării prin piață este mai mic comparabil cu cel obținut prin abordarea prin venit întrucât pe piețele de capital din Europa, inclusiv România, a fost identificat un număr limitat de companii listate având obiect de activitate comparabil. În cazul prezentei evaluări a fost aplicată metoda comparațiilor cu tranzacții de acțiuni ale unor companii publice tranzacționate pe piețele de capital externe (din Europa), prin prelucrarea multiplilor relevanți.

Dintre cele trei abordări, nu am aplicat abordarea prin cost (abordarea bazată pe active), întrucât SEV emise de ANEVAR recomandă utilizarea acestei abordări doar în cazul start-up-urilor sau unde principiul continuității activității nu este respectat; în cazul prezentului proces de evaluare nici una dintre cele două condiții nu este valabilă, astfel abordarea pe bază de active nu este utilizată.

ABORDAREA PRIN VENIT

Presupune estimarea valorii companiei pe baza câștigurilor viitoare (free cash flow) de care ar putea dispune acționarii actuali în ipoteza continuității activității. Metoda se bazează ca și concept pe însumarea câștigurilor actualizate aferente atât perioadei de previziune explicite cât și a celei non-explicite, valori care sunt obținute prin previzionarea rezultatelor financiare având în vedere toate informațiile de care dispune managementul și acționarul majoritar al companiei la data evaluării. Prin această abordare va fi recunoscută și valoarea aportului elementelor necorporale neidentificabile distinct (brand, goodwill sau badwill).

Cele două metode înscrise în această abordare sunt:

- Metoda cash flow-ului net actualizat
- Metoda capitalizării venitului.

S-a aplicat metoda cash flow-ului net actualizat, pentru a surprinde atât impactul evoluției pieței specifice, cât și alinierea activității companiei pe un trend de stabilitate în ceea ce privește evoluția Cifrei de Afaceri.

Metoda de evaluare prin actualizarea fluxurilor financiare de disponibilități libere de obligații (discounted cash-flow - DCF) se bazează pe capacitatea activității de a genera fluxuri pozitive de disponibilități care în final rămân la dispoziția investitorilor.

Pașii principali ai aplicării metodei sunt următorii:

- ✓ Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor;
- ✓ Estimarea ratei de actualizare;
- ✓ Estimarea fluxurilor financiare la dispoziția investitorilor pe o perioadă explicită;
- ✓ Estimarea valorii reziduale;
- ✓ Actualizarea fluxurilor financiare și a valorii reziduale;
- ✓ Adăugarea activelor neoperaționale (în afara exploatarei);
- ✓ Obținerea valorii capitalului acționarilor după deducerea valorii datoriilor financiare nete.

Input-urile societății în ceea ce privește bugetul de venituri și cheltuieli implementat au vizat:

- Bugetul de venituri și cheltuieli pentru perioada 2024-2028;
- Bugetul de investiții detaliat aferent anului 2024;
- Nivelul Capex așteptat pentru perioada 2025-2028;

Input-urile evaluatorului au vizat:

- Analiza istorică a veniturilor și cheltuielilor realizate de societate.
- Analiza pieței pe care își desfășoară activitatea compania, cu accent pe determinarea nivelurilor medii din piață a marjelor de profit, a necesarului de capital de lucru, a marjei EBITDA, a ponderii cheltuielii cu amortizarea în total venituri și altele.
- Analiza previziunilor primite de la client.
- Analiza datelor macroeconomice și estimarea inflației pe termen lung.

Premisele aplicării metodei sunt:

- Elementele de venituri și cheltuieli au fost reflectate în monedă nominală.
- Durata previziunii explicite de 4.5 ani a presupus că după această perioadă evoluția afacerii se va încadra pe o tendință de cvasi menținere, cu o creștere anuală perpetuă de 3% (echivalent cu nivelul așteptat al inflației la lei pe termen lung).
- Rezultatele acestei abordări sunt valabile sub rezerva, specifică, de neîndeplinire ale unor elemente luate în calcul, din motive imposibile a fi avute în vedere la momentul evaluării.

În cele ce urmează vom prezenta detalierea pașilor enumerați anterior.

3.1.1. Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor

Bugetul de venituri și cheltuieli

Bugetul de venituri și cheltuieli pentru perioada 2024-2028 a fost estimat pe baza așteptărilor managementului privind evoluția viitoare a activității entității analizate. Având în vedere specificul activității companiei, se anticipează o creștere a cifrei de afaceri, susținută de impactul pozitiv al pandemiei de Covid-19 asupra conștientizării importanței sănătății de către populație. Acest context a condus la o creștere semnificativă a vânzărilor de medicamente generice. De asemenea, modificările recente ale legislației privind acordarea medicamentelor pe bază de prescripție medicală pe baza prezentării stricte a uneia, coroborat cu argumentele prezentate anterior, contribuie la îmbunătățirea marjelor de profitabilitate ale companiei, aducându-le mai aproape de media pieței.

Analizând istoricul cifrei de afaceri nete a companiei, aceasta a fost generată preponderent de veniturile din producția vândută urmate de cele din vânzarea mărfurilor. Se observă o creștere accelerată a cifrei de afaceri în perioada 2021-2023. Rata de creștere medie pe perioada istorică surprinsă în tabelul de mai jos este de 15.6% YoY. În anul 2023 a fost înregistrată cea mai mare creștere a cifrei de afaceri din ultimii 6 ani generată de creșterea producției cu 5.5 milioane de unități comerciale față de anul anterior și de vânzarea de bunuri și servicii în creștere față de anul anterior.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30.06.2024
Cifra de afaceri (netă) (lei)	461,405,231	541,440,353	564,923,610	683,865,264	759,630,870	953,633,084	551,258,064
Rate anuale de creștere a cifrei de afaceri (%)	1%	17%	4%	21%	11%	26%	-

Sursa: Analiza Darian DRS

Pe termen mediu și lung este previzionată o creștere normalizată a cifrei de afaceri similar cu ritmul de creștere a inflației pentru primii ani din bugetul previzionat de client, iar în anul 2027 se așteaptă o rată de creștere de circa 6% ca răspuns pozitiv la rentabilizarea investițiilor semnificative bugetate de client.

Previziunea veniturilor

Având în vedere aspectele prezentate anterior, cifra de afaceri a fost estimată luând în calcul următoarele:

- Cifra de afaceri pentru perioada explicită de previziune a fost preluată din bugetul de venituri și cheltuieli întocmit de client. La baza întocmirii bugetului au stat următoarele asumții: creșterea cererii pentru produsele farmaceutice pornind de la situația demografică la nivel național, creșterea vânzărilor externe, capitalizarea veniturilor din finalizarea transferului a 6 produse noi pentru export și rentabilizarea investițiilor semnificative în echipamente de producție, laboratoare și modernizarea celor deja existente. Media ratelor de creștere anuale a cifrei de afaceri este de 4.5% în perioada 2024-2028.
- Pentru perioada de previziune non-explicită, cifra de afaceri a fost indexată cu rata inflației așteptată pe termen lung de 3%.

Tendența marjei EBITDA este previzionată a fi una de normalizare graduală, pe perioada de previziune explicită, datorată în principal reducerii anumitor tipuri de tipuri de cheltuieli, cum ar fi costurile cu energia electrică. Pentru perioada de perpetuitate, evaluatorul a avut în vedere alinierea marjei EBITDA la nivelul observat pe piața locală. Această marjă a fost determinată pe baza unui peer group comparativ de companii locale precum Terapia, Sandoz, Antibiotice, Gedeon Richter România și altele, iar media EBITDA pe ultimii 5 ani este de 23.5%.

Pe baza previziunilor realizate de evaluator coroborat cu datele primite de la client, mai jos prezentăm evoluția cifrei de afaceri, a EBITDA și a marjei EBITDA, atât în ultimii doi ani și jumătate din perioada istorică, cât și în cei 4.5 ani de previziune explicită.

mii lei	2022	2023	30.06.2024	Jul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	TV
Total revenues	759,631	953,633	551,258	588,226	1,182,078	1,225,300	1,301,905	1,360,214	1,401,021
% nominal growth	11%	26%			4%	4%	6%	4%	3%
Total operating revenues	784,915	972,424	566,166	588,226	1,182,078	1,225,300	1,301,905	1,360,214	1,401,021
EBITDA	120,477	210,479	159,323	103,029	297,099	304,324	330,713	346,633	328,741
% Sales	15.9%	22.1%	28.9%	17.5%	25.1%	24.8%	25.4%	25.5%	23.5%

Sursa: Analiza Darian DRS

Previziunea cheltuielilor

Cheltuielile operaționale sunt estimate pe baza bugetului de venituri și cheltuieli primit de la client. Pentru perioada de previziune non-explicită a fost aplicată marja EBITDA extrasă din baza de date TP Catalyst

folosind un eșantion de companii din România care desfășoară aceeași activitate precum compania analizată. Media marjelor EBITDA pe ultimii 5 ani la companiile din peer group-ul constituit este de 23.5%.

În bugetul primit, ponderea cea mai mare în totalul cheltuielilor o au cheltuielile de producție a produselor farmaceutice, urmate de cheltuielile legate de vânzarea produselor, taxa claw – back⁷ și alte cheltuieli. Printre cheltuielile cu o pondere mai mică în cifra de afaceri se numără cheltuielile administrative, cheltuielile de cercetare și dezvoltare, cheltuieli între companii afiliate și cheltuieli cu distribuția.

Mai jos sunt prezentați indicatorii din piață și companiile incluse în peer group-ul constituit pe piața locală în perioada (2018-2022):

Nr. Crt	CUI	Nr. inregistrare	Numele companiei	Tara	Oraș
1	RO15357398	J12/2038/2004	TERAPIA SA	Romania	CLUJ-NAPOCA
2	RO7608294	J26/376/1995	SANDOZ SRL	Romania	TIRGU MURES
3	RO1973096	J22/285/1991	ANTIBIOTICE SA	Romania	IASI
4	RO341563	J40/199/1991	BIOFARM SA	Romania	BUCURESTI SECTORUL 3
5	RO14399646	J23/1321/2004	ROMPHARM COMPANY SRL	Romania	OTOPENI
6	RO6787981	J22/2863/1994	FITERMAN PHARMA SRL	Romania	IASI
7	RO1200929	J26/15/1991	GEDEON RICHTER ROMANIA SA	Romania	TIRGU MURES
8	RO22718452	J40/21114/2007	LABORMED-PHARMA SA	Romania	BUCURESTI SECTORUL 3
9	RO14099517	J23/566/2001	LAROPHARM SRL	Romania	BRAGADIRU

Sursa: Analiza Darian DRS

	Ch. cu angajații/Cifra de afaceri (%)					Ch. cu materialele/Cifra de afaceri (%)				
	2022	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019	2018
TERAPIA SA	11.0	11.5	12.2	12.2	11.4	35.6	37.7	33.9	34.8	35.8
SANDOZ SRL	13.4	14.7	9.3	8.2	9.0	67.7	76.8	64.7	71.0	73.6
ANTIBIOTICE SA	25.4	30.1	30.5	24.5	23.5	36.6	40.1	38.7	37.4	38.0
BIOFARM SA	16.7	17.1	18.0	16.2	15.8	18.5	16.5	18.4	19.5	22.0
ROMPHARM COMPANY SRL	17.6	20.1	20.5	14.0	13.2	47.7	44.6	47.7	45.8	50.7
FITERMAN PHARMA SRL	7.1	5.7	5.6	7.2	8.2	29.7	22.7	25.9	24.9	17.4
GEDEON RICHTER ROMANIA SA	26.4	29.0	25.8	24.7	25.7	40.9	34.2	38.5	37.0	35.9
LABORMED-PHARMA SA	11.9	16.4	20.1	18.3	19.6	38.6	35.6	34.7	32.5	29.1
LAROPHARM SRL	24.7	26.1	23.9	23.9	23.1	28.6	25.5	27.3	25.9	26.5
Q1	11.5	13.1	10.8	10.2	10.2	29.2	24.1	26.6	25.4	24.3
Medie	17.1	19.0	18.5	16.6	16.6	38.2	37.1	36.6	36.5	36.6
Mediană	16.7	17.1	20.1	16.2	15.8	36.6	35.6	34.7	34.8	35.8
Q3	25.0	27.5	24.9	24.2	23.3	44.3	42.3	43.2	41.6	44.3

Sursa: Analiza Darian DRS, Tp Catalyst

	EBITDA Margin (%)				
	2022	2021	2020	2019	2018
TERAPIA SA	30.34	25.37	32.81	26.20	27.45
SANDOZ SRL	8.61	5.76	18.37	10.70	14.22
ANTIBIOTICE SA	18.28	12.72	15.41	16.67	16.71
BIOFARM SA	32.78	34.42	33.91	32.18	33.42

⁷ Taxa de clawback impune producătorilor de medicamente - nu distribuitorilor și nici farmaciilor - să returneze statului român o parte din profitul realizat în urma vânzării de medicamente compensate care depășesc suma alocată acestora de la Fondul Național de Asigurări. Incepand cu anul 2020, in urma mai multor modificari legislative aduse de Legea 53/2020 pentru aprobarea Ordonantei nr. 85/2019, a fost introdusa contributia diferentiata de claw-back pe tipuri de medicamente.

EBITDA Margin (%)						
ROMPHARM COMPANY SRL	25.57	15.14	23.32	33.36	29.85	
FITERMAN PHARMA SRL	23.51	6.75	14.88	11.50	7.63	
GEDEON RICHTER ROMANIA SA	17.33	16.44	20.33	19.57	15.74	
LABORMED-PHARMA SA	27.82	24.78	23.18	24.68	36.59	
LAROPHARM SRL	33.33	32.69	38.75	39.17	39.17	
Q1	17.80	9.74	16.89	14.08	14.98	
Medie	24.17	19.34	24.55	23.78	24.53	
Mediană	25.57	16.44	23.18	24.68	27.45	
Q3	31.56	29.03	33.36	32.77	35.00	

Sursa: Analiza Darian DRS, Tp Catalyst

Prin estimările realizate am urmărit încadrarea performanțelor companiei în intervalele cuartilare regăsite în piață pentru companii similare din punct de vedere al obiectului de activitate. Astfel, din analiza efectuată în intervalul 2018-2022 cu ajutorul bazei de date TP Catalyst am obținut următoarele informații relevante:

- Marja operațională EBITDA variază pe perioada analizată între 14.7% - 32.3%, interval marcat de cuartila întâi și cuartila a treia, cu un nivel mediu de 23.5%.
- Cheltuielile cu angajații sunt în medie 17.2% în total cifră de afaceri;
- Media ponderii cheltuielilor cu materialele în cifra de afaceri a fost de 35.5%.

În continuare prezentăm bugetul de venituri și cheltuieli previzionat:

Buget de Venituri și Cheltuieli (lei)	Iul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	TV
Cifra de afaceri	588,226,065	1,182,078,190	1,225,299,974	1,301,905,344	1,360,214,423	1,401,020,856
Cheltuieli privind mărfurile	74,252,170	145,590,884	147,158,169	152,367,486	155,021,933	155,377,789
%CA	12.6%	12.3%	12.0%	11.7%	11.4%	11.1%
Cheltuieli materiale	194,741,924	397,007,069	417,390,926	449,720,514	476,376,033	497,376,387
%CA	33.1%	33.6%	34.1%	34.5%	35.0%	35.5%
Cheltuieli cu utilitățile	13,380,865	25,866,069	25,750,771	26,233,292	26,230,313	25,803,982
%CA	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
Cheltuieli cu personalul	117,178,231	210,098,499	215,979,927	227,569,684	235,763,031	240,777,026
%CA	19.9%	17.8%	17.6%	17.5%	17.3%	17.2%
Cheltuieli cu lucrări și servicii executate de terți (prestații externe)	70,160,857	75,303,107	82,676,600	81,676,630	85,343,047	117,242,797
%CA	11.9%	6.4%	6.7%	6.3%	6.3%	8.4%
Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate	3,155,747	6,341,676	6,341,676	6,341,676	6,341,676	6,341,676
%CA	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Alte cheltuieli de exploatare	12,326,978	24,771,857	25,677,621	27,282,978	28,504,914	29,360,061
%CA	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Reduceri comerciale primite	-	-	-	-	-	-
Total cheltuieli operaționale	485,196,771	884,979,160	920,975,690	971,192,260	1,013,580,947	1,072,279,718
EBITDA	103,029,294	297,099,030	304,324,284	330,713,083	346,633,476	328,741,138
Rată EBITDA - % in CA	17.5%	25.1%	24.8%	25.4%	25.5%	23.5%
Amortiz. și proviz. (imob. corp. si necorp.)	19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488
Ajustarea valorii activelor circulante						
Ajustări privind proviz. pentru riscuri si cheltuieli						
EBIT	83,943,772	261,858,604	268,662,190	294,891,254	309,919,409	290,925,649
Rată EBIT - % in CA	14.3%	22.2%	21.9%	22.7%	22.8%	20.8%

Sursa: Analiza Darian DRS

Ipotezele pe care se bazează bugetul de venituri și cheltuieli sunt detaliate mai jos, pornind de la bugetul primit de la client pentru perioada 2024-2028:

- Cheltuielile cu materialele, care reprezintă cea mai mare pondere în cifra de afaceri, au fost estimate pe baza ponderilor observate în piață, mai exact în cadrul peer group-ului prezentat anterior. Ponderea medie a cheltuielilor cu materialele în rândul acestor companii în ultimii 5 ani a fost de

35.5%. În consecință, s-a urmărit o creștere treptată a ponderii acestor cheltuieli până la nivelul mediu observat pe piață, pornind de la ponderea înregistrată de societate în 2023, respectiv 33.1%. Ponderii apropiate de cele observate în piață au fost înregistrate și de companie în anii 2019, 2021 și 2022.

- În ceea ce privește cheltuielile cu personalul, acestea sunt așteptate să aibă o pondere de 19.9% în semestrul II din 2024, în creștere de la 17.9% în prima jumătate a anului, reflectând angajarea de personal nou și internalizarea personalului subcontractat prin furnizori de servicii de închiriere de personal, proces început pe parcursul primului semestru. Este important de precizat faptul că în primul semestru a avut loc și o indexare a salariilor cu rata inflației. Pe parcursul perioadei 2025-2028, ne așteptăm ca ponderea acestei cheltuieli să tindă spre nivelul mediu observat în piață, de 17.2%, un nivel pe care îl considerăm sustenabil pe termen lung.
- Ponderea cheltuielii cu mărfurile este prevăzută să scadă de la un nivel apropiat de cel mediu din perioada 2019-2023, de 12.6%, spre media din perioada ianuarie 2021 - iunie 2024, de 11.1%.
- Ponderea cheltuielilor cu serviciile executate de terți a variat semnificativ între 2019 și 2023, dar tendința a fost una de scădere, care a continuat și în prima parte a anului 2024. Ne așteptăm ca ponderea să fie 11.5% în 2024, după care aceasta să scadă și să se mențină în intervalul 6.3%-6.7% în 2025-2028, scăderea reflectând angajarea pe parcursul anului 2024 a unui număr de angajați anterior subcontractați prin furnizori de închiriere de personal. În perpetuitate, estimăm că această pondere ar putea să crească și să se stabilizeze la 8.4%.
- Pentru celelalte tipuri de cheltuieli, care au ponderi reduse în cifra de afaceri, s-a optat pentru estimarea acestora la niveluri constante pe toată perioada de previziune, la nivelul mediu din perioada istorică recentă. Pentru cheltuielile cu taxele și impozitele, s-a utilizat ponderea dată de cuartila 1 a perioadei 2019-2023 (0.5%), iar pentru alte cheltuieli de exploatare s-a folosit media aceleiași perioade, de 2.10%.
- În ceea ce privește cheltuielile cu utilitățile, s-a avut în vedere scăderea de la o pondere de 2.3% (egală cu cea înregistrată în 2023) în a doua jumătate a anului 2024, spre nivelul median înregistrat de companie în perioada 2019-2023, de 1.8%.
- Estimarea cheltuielilor cu amortizarea a fost realizată pe baza datelor din bugetul de venituri și cheltuieli primit, luându-se în considerare atât amortizarea noilor echipamente achiziționate, cât și amortizarea Capex-ului previzionat. Durata medie de amortizare a investițiilor de 4 milioane euro/an pentru perioada 2025 – 2028 este de 10 ani.

Alte premise specifice

- Perioada de previziune explicită este de 4.5 ani. S-a presupus că, după această perioadă, afacerea va urma o tendință de stabilizare, cu o creștere anuală perpetuă de 3%. De asemenea, considerăm că acest interval de timp este cel în care acuratețea previziunilor rămâne în limite acceptabile în ceea ce privește evoluția viitoare a întreprinderii.

Activitatea investițională

Pentru necesarul de investit au fost luate în calcul informațiile primite din partea clientului, respectiv un buget de investiții de 7.15 mil euro pentru anul 2024. Pentru toată perioada de previziune explicită și non-explicită, investițiile necesare au fost estimate la nivelul cheltuielilor de amortizare, care asigură menținerea activelor existente la un nivel optim pentru atingerea indicatorilor financiari estimați (cifră de afaceri, marja de profitabilitate operațională).

Variația capitalului de lucru

Ponderea capitalului de lucru în cifra de afaceri pe perioada 2019-2023 a fost de 24.3%. Pentru perioada de previziune, s-a urmărit ajustarea graduală a acestui indicator, pornind de la nivelul din 2023 și tinzând treptat către media înregistrată de companie în ultimii 5 ani.

Nivelul înregistrat de companie a fost verificat și confirmat de piață, cu datele disponibile pe platforma S&P Capital IQ. Pe baza peer group-ului constituit, această pondere se ridică la 20.2% iar în baza de date Damodaran ponderea este de 22.2%.

În cele ce urmează prezentăm sintetic capitalul de lucru estimat pentru fiecare an de previziune:

Capital de lucru (lei)	Iul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	VT
Capital de lucru	191,318,530	360,079,380	347,966,158	342,861,194	330,154,410	340,059,043
% CA	32.5%	30.5%	28.4%	26.3%	24.3%	24.3%

Sursa: Analiza Darian DRS

3.1.2. Estimarea ratei de actualizare

Estimarea ratei de actualizare (WACC - Weighted Average Cost of Capital) este realizată pe baza costului capitalului propriu și al capitalului împrumutat (datoriile financiare), ca o medie ponderată a acestora. Ponderile sunt cele reprezentate de fiecare sursă de finanțare în total capital investit.

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d * D/(D+E) * (1-\tau)$$

K_e – costul capitalului propriu

K_d – costul datoriei (rata nominală a dobânzii)

E – valoarea de piață a capitalului propriu

D – valoarea de piață a datoriei

τ – cota de impozitare

Estimarea Costului Capitalului Propriu (Cost of Equity)

Costul capitalului propriu este estimat cu ajutorul modelului modelului CAPM (Capital Asset Pricing Model), care face o corelație între riscul activului evaluat și riscul pieței de capital în ansamblu.

Relația de calcul pentru estimarea costului capitalului propriu prin modelul CAPM este:

$$K_e = R_f + ERP \times \text{Beta} + CRP + SP + \alpha$$

K_e – costul capitalului propriu (cost of equity)

R_f – rata fără risc (risk free rate)

ERP – prima de risc a pieței de capital dezvoltate (equity risk premium)

β – riscul sistematic al întreprinderii sau întreprinderilor comparabile

CRP – prima de risc de țară (country risk premium)

SP – prima de risc de dimensiune (size premium)

α – riscul nesistematic.

Fluxurile de numerar disponibile au fost întocmite în prețuri curente astfel că rata de actualizare estimată este una nominală (include inflația așteptată).

Valoarea rezultată este:

Parametru	Definiție		Monedă	Sursa
Rfr+CRP	Rata fără risc + risc de țară România	6.8%	RON	Trading Economics, randamentul la scadență mediu al obligațiilor suverane românești, cu maturitate la 10 ani, pret de închidere 28 iunie 2024
ERP	Prima de risc a pieței de capital dezvoltate	6.0%		Kroll Cost of Capital, 30.06.2024
β_u	Risc sistematic pentru companie neîndatorată	0.82		Kroll, European Union, Pharmaceuticals
β_l	Risc sistematic pentru companie îndatorată	0.85		
SP	Prima de risc de dimensiune	0.0%		Estimare evaluator
α	Prima de risc nesistematic (specific)	0.0%		Estimare evaluator
Ke	Costul capitalului propriu	11.9%	RON	
D/E	Levier financiar	4.7%		Kroll, European Union, Pharmaceuticals
E/(D+E)		95.5%		
D/(D+E)		4.5%		
Kd	Rata nominală a dobânzii	7.7%	RON	National Bank of Romania, estimare evaluator
t	Cota de impozitare (nominală)	16.0%		Romanian government
Kd*(1-t)	Rata efectivă a dobânzii	6.5%	RON	
WACC net	Costul mediu ponderat al capitalului net	11.6%	RON	

Sursa: Darian DRS

3.1.3. Estimarea fluxurilor financiare la dispoziția investitorilor

Fluxurile financiare la dispoziția investitorilor (CFI) sunt compuse ca și părți principale din Fluxurile din exploatare și Fluxurile din investiții. În cadrul CFI (Cash-flow la dispoziția investitorilor) nu se ține seama de fluxurile aferente activității de finanțare.

Fluxul din activitatea curentă are ca și intrare profitul brut al activității curente și ca ieșire, impozitul pe profit și modificările în structura capitalului de lucru (variația necesarului de fond de rulment). Profitul brut și impozitul pe profit au fost preluate din bugetul previzionat. Modificările în structura capitalului de lucru au fost estimate conform prevederilor din subcapitolele precedente.

Fluxurile din investiții - Acestea au fost explicate în cadrul "3.1.1 - Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor", respectiv a subcapitolului Activitatea investițională.

CAPEX-ul aferent fiecărui an de previziune este surprins în tabelul de mai jos:

CAPEX	Jul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuitate
Lei	19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488

Sursa: Analiza Darian DRS

Amortizarea: Explicată, de asemenea, în cadrul subcapitolului 3.1.1 - Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor". Valoarea acesteia este sumarizată în următorul tabel:

Ch. cu amortizarea	Jul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuitate
Lei	19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488

Sursa: Analiza Darian DRS

Variația capitalului de lucru net: Capitalul de lucru net a fost estimat plecând de la cel înregistrat de companie în anul 2023 către media pe ultimii 5 ani înregistrată de aceasta.

Variația capitalului de lucru	Jul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuitate
Lei	-213,924,345	168,760,850	-12,113,222	-5,104,964	-12,706,784	9,904,632

Sursa: Analiza Darian DRS

În cele ce urmează prezentăm fluxurile financiare la dispoziția investitorilor actualizate, respectiv valoarea terminală:

(lei)	DCF										
	Istoric					Previzuni					
	2020	2021	2022	2023	30.06.2024	Iul-Dec 2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuitate
Cifra de afaceri (netă)	564,923,610	683,865,264	759,630,870	953,633,084	551,258,064	588,226,065	1,182,078,190	1,225,299,974	1,301,905,344	1,360,214,423	1,401,020,856
(%) rate anuale de creștere a cifrei de afaceri	4%	21%	11%	26%			4%	4%	6%	4%	3%
Venituri din Exploatare - Total	578,707,263	733,503,270	784,915,327	972,424,424	566,166,415	588,226,065	1,182,078,190	1,225,299,974	1,301,905,344	1,360,214,423	1,401,020,856
Cheltuieli operaționale	484,102,944	599,684,464	664,438,114	761,945,878	406,843,394	485,196,771	884,979,160	920,975,690	971,192,260	1,013,580,947	1,072,279,718
(%) în cifra de afaceri	83.7%	81.8%	84.7%	78.4%	71.9%	82.5%	74.9%	75.2%	74.6%	74.5%	76.5%
EBITDA	94,604,319	133,818,806	120,477,213	210,478,546	159,323,021	103,029,294	297,099,030	304,324,284	330,713,083	346,633,476	328,741,138
(%) în cifra de afaceri	16.7%	19.6%	15.9%	22.1%	28.9%	17.5%	25.1%	24.8%	25.4%	25.5%	23.5%
Minus: Ajustări de valoare privind imobilizările corporale și necorporale	17,289,894	25,449,842	30,893,504	31,701,874	14,023,862	19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488
Minus: Ajustări de valoare privind activele curente	4,459,964	5,502,272	3,258,800	-4,483,619	555,248	0	0	0	0	0	0
Minus: Ajustări privind proviz. pentru riscuri și cheltuieli	-490,817	-13,179,888	-5,435	-1,254,642	174,512	0	0	0	0	0	0
(%) în cifra de afaceri	4%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Rezultatul din Exploatare (EBIT)	73,345,278	116,046,580	86,330,344	184,514,933	144,569,399	83,943,772	261,858,604	268,662,190	294,891,254	309,919,409	290,925,649
Minus: Impozit pe profit	15,668,045	14,007,295	17,288,731	30,616,907	19,979,978	13,431,003	41,897,377	42,985,950	47,182,601	49,587,106	46,548,104
Profit operational net după impozit (EBIT - Impozit pe profit)	57,677,233	102,039,285	69,041,613	153,898,026	124,589,421	70,512,768	219,961,227	225,676,239	247,708,654	260,332,304	244,377,545
Plus: Ajustări de valoare privind imobilizările corporale și necorporale						19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488
Minus: Investiții în imobilizări						19,085,522	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066	37,815,488
Minus: Variație capital de lucru net						-213,924,345	168,760,850	-12,113,222	-5,104,964	-12,706,784	9,904,632
Fluxuri de numerar la dispoziția investitorilor (CFNI)						284,437,113	51,200,377	237,789,461	252,813,618	273,039,088	234,472,913
Rata de actualizare - WACC	11.6%										
Perioada de actualizare						0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
Factorul de actualizare						0.95	0.85	0.76	0.68	0.61	
Fluxuri de numerar actualizate						269,210,540	43,410,076	180,601,598	172,004,988	166,409,071	

Sursa: Analiza Darian DRS

3.1.4. Estimarea valorii terminale

Valoarea terminală (reziduală) este o componentă importantă a estimării valorii prin metoda DCF, ce reprezintă valoarea afacerii aferentă perioadei de previziune non-explicite. Având în vedere continuitatea activității, am estimat valoarea reziduală prin capitalizarea cash flow-ului la dispoziția investitorilor aferent primului an al perioadei de previziune non-explicite, ținând seama și de nivelul estimat al creșterii anuale aferente acestei perioade – 3% (asimilabil țintei ratei inflației pe termen lung pentru moneda națională).

Valoarea terminală s-a estimat pe baza modelului Gordon – Shapiro:

$$V_T = \frac{CFN_{t+1}}{k-g}$$

În care:

CFN_{t+1} = cash-flow-ul net din primul an care urmează după perioada de previziune explicită

k = rata de actualizare

g = rata anuală constantă previzionată pentru creșterea perpetuă a CF

Estimarea ratei de creștere constantă (g)

Rata de creștere constantă de 3% a fost estimată pe baza țintei ratei inflației la lei pe termen lung aferentă României (sursa: Banca Națională a României).

Având în vedere rata de actualizare estimată la 11.6%, respectiv creșterea așteptată în perpetuitate de 3%, rata de capitalizare utilizată în vederea estimării valorii terminale este de **8.6%**.

În cele ce urmează prezentăm sintetic valoarea terminală actualizată:

Valoare terminală (lei)	
Fluxuri de numerar - an terminal	234,472,913
Rata de actualizare - perpetuitate	11.6%
Rata de creștere perpetuă - g	3.0%
EBITDA - an terminal	328,741,138
Valoarea terminala	2,716,346,209
Perioada de actualizare	4.5
Factorul de actualizare	0.61
Valoarea terminala actualizata	1,655,530,912

Sursa: Analiza Darian DRS

3.1.5. Estimarea valorii echitabile a capitalului propriu

Prin însumarea cash flow-ului actualizat cu valoarea terminală actualizată rezultă EV (Enterprise Value).

La valoarea EV au fost adăugate sumele de încasat de la entitățile afiliate și disponibilitățile bănești:

În cele ce urmează prezentăm estimarea valorii capitalului acționarilor pe baza datelor sintetizate anterior:

Output		U.M.
Valoarea Intreprinderii		
Fluxuri de numerar acualizate	831,636,274	lei
Valoarea terminala	2,716,346,209	lei
Factorul de actualizare	0.60	
Valoarea terminala actualizata	1,655,530,912	lei
<i>% valoarea intreprinderii</i>	<i>67%</i>	
Valoarea întreprinderii		
Plus: Sume de încasat de la entități afiliate	623,839,110	lei
Minus: Total Datorii Financiare	0	lei
Plus: Lichiditati	34,884,600	lei
Valoarea capitalului propriu	3,145,890,900	lei
	632,073,075	euro
Cota din capitalul social evaluat	100%	
Numar de actiuni	697,017,040	acțiuni
Valoarea a 100% din capitalul social ZENTIVA SA	4.5134	lei

În concordanță cu tipul valorii estimate (valoare echitabilă), conform SEV – Standarde de Evaluare, respectiv GEV 600 – Evaluarea întreprinderii la paragraful 59 este stipulată o particularitate prin care se restricționează aplicarea de discounturi pentru lipsă de control sau vandabilitate în situația retragerii de la tranzacționare a unei societăți.

Astfel, valoarea echitabilă a întregului capital propriu al ZENTIVA SA la 30.06.2024 prin această abordare este:

V100% capital propriu prin abordarea prin venit = **3,145,890,900 lei, echivalent a 4.5134 lei/acțiune**

3.2. ABORDAREA PRIN PIAȚĂ

Abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu întreprinderi, participații la capital și acțiuni similare, care au fost tranzacționate pe piață, precum și cu orice tranzacții relevante cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi. O indicație asupra valorii poate proveni și din tranzacțiile sau ofertele anterioare aferente oricărei componente a întreprinderii.

Cele trei metode înscrise în această abordare sunt:

- Metoda comparației cu tranzacții de acțiuni ale unor societăți listate – presupune folosirea ca sursă de informații, piața de capital pe care se tranzacționează titlurile societăților comparabile;
- Metoda comparației cu tranzacții de companii necotate - presupune folosirea ca sursă de informații, piața fuziunilor și achizițiilor de întreprinderi în ansamblul lor;
- Metoda comparației cu tranzacții anterioare de acțiuni proprii – presupune folosirea ca sursă de informații, istoricul tranzacționărilor de acțiuni proprii (volum, preț de închidere etc) dacă societatea este listată și prețul de vânzare din cadrul unei fuziuni sau preluări a întreprinderii subiect, dacă este cazul.

Conform SEV 200 – Întreprinderi și participații la întreprinderi, "prețurile de piață ale acțiunilor cotate tranzacționate sau ale părților sociale, prețurile de achiziție ale participațiilor la capitalul întreprinderii sau ale întreprinderilor din același domeniu de afaceri se utilizează deseori ca o verificare rezonabilă a concluziei privind valoarea rezultată dintr-o altă abordare".

A fost aplicată metoda comparației cu tranzacții de acțiuni ale unor societăți listate, datorită faptului că informațiile privind societățile comparabile listate sunt mai transparente decât în cazul preluărilor și combinărilor de întreprinderi și conduc la rezultate mai relevante ale abordării prin comparații de piață.

De asemenea, prețurile cotate ale companiilor sunt recente, în vreme ce eventualele tranzacții comparabile disponibile ar putea fi realizate în condiții economice diferite.

Etapile de aplicare a metodei sunt:

- Selectarea companiilor pe criteriile de similaritate: același obiect de activitate și indicatori financiari asemănători;
- Ajustarea elementelor de bilanț și cont de profit și pierdere pentru diferențe de reglementări contabile sau elemente cu caracter excepțional (normalizare);
- Preluarea sau calcularea ratelor de evaluare (multiplii);
- Selectarea tipului de multiplu relevant (EV/EBITDA, EV/EBIT, PER etc.);
- Ajustarea multiplului relevant, pentru fiecare companie, pentru a reflecta diferențele dintre aceasta și întreprinderea subiect;
- Calcularea multiplului sintetic, ce va fi aplicat companiei subiect;
- Stabilirea valorii capitalului investit sau capitalului propriu;
- Aplicarea de prime de control sau discounturi la valoarea finală estimată - nu este cazul, având în vedere tipul valorii estimate, conform scopului evaluării.

Au fost identificate 15 societăți comparabile în baza de date financiare **Capital IQ** și sunt prezentate în tabelul de mai jos:

Nr.	Denumire companie	Simbol bursier	Țara	Capitalizare bursieră (\$M)	Valoarea întreprinderii (\$M)	Venituri totale LTM (\$M)
1	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	BIT:REC	Italy	10,719	12,272	2,405
2	Biofarm S.A.	BVB:BIO	Romania	169	146	56
3	GSK plc	LSE:GSK	United Kingdom	78,828	95,340	39,602
4	Bayer Aktiengesellschaft	DB:BAYN	Germany	27,769	67,952	50,961
5	Alliance Pharma plc	AIM:APH	United Kingdom	266	386	225
6	Krka, d. d.	LJSE:KRKG	Slovenia	4,558	3,988	2,024
7	Hikma Pharmaceuticals PLC	LSE:HIK	United Kingdom	5,303	6,268	3,017
8	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Mukódo Rt. Antibiotice S.A.	BUSE:RICHTER	Hungary	4,751	4,705	2,272
9	Lavipharm S.A.	BVB:ATB	Romania	426	443	135
10	Laboratorio Reig Jofre, S.A.	ATSE:LAVI	Greece	152	178	57
11	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	BME:RJF	Spain	230	285	361
12	Sopharma AD	BME:ROVI	Spain	4,861	4,939	842
13	AstraZeneca PLC	BUL:SFA	Bulgaria	583	786	1,071
14	Novartis AG	LSE:AZN	United Kingdom	242,079	268,825	49,133
15		SWX:NOVN	Switzerland	218,368	236,098	48,860

Sursa: Date prelucrate din baza de date S&P Capital IQ

Ajustarea elementelor de bilanț și cont de profit și pierdere

Nu a fost necesară ajustarea elementelor din bilanț sau cont de profit și pierdere, întrucât variabilele financiare sunt preluate din baza de date Capital IQ și sunt aferente unor companii ce aplică standardele IFRS în raportarea financiară, astfel că există o bază comună de comparație.

Identificarea multiplilor de piață

Multiplii de piață reprezintă raportul dintre prețul curent de piață al acțiunii și diverse variabile financiare. Multiplii se calculează pe baza tranzacțiilor realizate pe piață și se aplică asupra aceluiași variabile financiare care au stat la baza determinării lor, pentru a realiza evaluarea companiei.

Cei mai utilizați multiplii ai valorii întreprinderii (EV), construiți pe baza variabilelor financiare sunt:

- EV/Revenues
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

Variabilele financiare sunt valabile pentru ultimele 12 luni.

Valoarea obținută prin utilizarea acestei metode nu include activele redundante. Dintre acești multiplii, au fost aleși multiplii EV/EBITDA și EV/Sales.

Ceilalți multiplii nu au fost considerați relevanți întrucât nu surprind în mod adecvat elemente unice precum activitatea operațională, politica de amortizare, de reevaluare, etc.

Prezentăm mai jos multiplii de piață identificați:

Nr.	Denumire companie	TEV/Total Revenue LTM	TEV/EBITDA LTM	TEV/EBITDA 2024	TEV/EBIT LTM
1	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	5.35	14.56	13.56	17.87
2	Biofarm S.A.	2.65	8.97	0.00	11.55
3	GSK plc	2.45	7.04	7.10	8.65
4	Bayer Aktiengesellschaft	1.35	5.41	6.16	8.15
5	Alliance Pharma plc	1.69	5.99	7.07	7.17
6	Krka, d. d.	2.03	7.53	7.28	9.50
7	Hikma Pharmaceuticals PLC	2.20	7.81	7.86	10.21
8	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.	2.17	6.09	5.20	7.39
9	Antibiotice S.A.	3.32	14.51	0.00	18.63
10	Lavipharm S.A.	3.19	17.61	0.00	37.26
11	Laboratorio Reig Jofre, S.A.	0.82	8.03	7.26	21.28
12	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	5.92	22.69	18.69	25.90
13	Sopharma AD	0.74	8.57	10.06	12.50
14	AstraZeneca PLC	5.64	16.74	15.11	24.03
15	Novartis AG	4.93	12.27	12.27	16.51
	Minim	0.7	5.4	0.0	7.2
	Cuartila 1	1.9	7.3	5.7	9.1
	Media	3.0	10.9	7.8	15.8
	Mediana	2.5	8.6	7.3	12.5
	Cuartila 3	4.1	14.5	11.2	20.0
	Maxim	5.9	22.7	18.7	37.3
	Abaterea standard	1.7	5.2	5.5	8.6
	Coefficient de variatie	0.6	0.5	0.7	0.5

Sursa: Date prelucrate din baza de date S&P Capital IQ

3.2.1. Prelucrarea și ajustarea multiplicatorilor

Atunci când valorile multiplicatorilor de piață calculați pentru firme care acționează în aceeași ramură industrială sunt foarte apropiate, aceasta înseamnă că acei multiplicatori sunt cei mai frecvent folosiți și cei mai apreciați în evaluarea firmelor din sectorul respectiv. Altfel spus, numitorul multiplicatorului îl constituie o variabilă financiară care joacă un rol esențial sau este un determinant în formarea valorii de piață.

Sorin Stan și Anghel Ion⁸ consideră că lipsa informațiilor și a tranzacțiilor de piață, determină utilizarea unor variabile de referință (în acest caz, a unor multiplicatori și a unor întreprinderi comparabile) din țări dezvoltate. În acest caz, aceste variabile ar trebui ajustate cel puțin pentru riscul de țară, în caz contrar, utilizarea lor fiind irelevantă. Aceeași părere este împărtășită și de Luis Pereiro. Acesta consideră că ajustările multiplilor sunt obligatorii, întrucât companii similare pot fi evaluate diferit în funcție de zona geografică în care activează. Diferențele se manifestă între politicile de raportare financiară din diferite țări și totodată între piețele de capital din acestea, mediul economic și politic etc. Aceste piețe de capital diferă din cauza diferențialului de risc de țară perceput pe diferite piețe economice sau datorită faptului că piețele pot valorifica diferit aceleași caracteristici ale unei companii⁹.

Ajustarea multiplicatorilor a fost realizată prin transformarea acestora în rate de capitalizare și adăugarea de prime de risc. Acest proces implică o serie de pași precum:

Ajustarea multiplicatorilor pentru risc de țară (CRP)

La nivelul piețelor de capital naționale se poate vedea o diferență între valorile medii ale multiplilor pentru diferite industrii. Aceste diferențe sunt cauzate de mediul economic general din țara respectivă și de percepția investitorilor față de riscul asociat investițiilor în acele țări.

⁸ Stan, S. A. (2013). Evaluarea întreprinderii - Ediția a cincea revizuită. București: Iroval

⁹ Pereiro, L. E. (2006, April). The Practice of Investment Valuation in Emerging Markets : Evidence from Argentina. Journal of Multination Financial Management, 16(2), 160-183

Riscul de țară a fost preluat din baza de date Damodaran. Prima de risc de țară a fost determinată ca diferență între CRP al României și CRP al țării din care este întreprinderea comparabilă.

Ajustarea multiplicatorilor pentru dimensiune (size premium)

S-a constatat că modelul CAPM (Capital Assets Pricing Model) nu estimează cu precizie rentabilitatea companiilor de dimensiuni mai mici și acestea oferă rentabilități efective mai ridicate. Astfel, de multe ori, companiile mici au multiplii mai mici deoarece rentabilitatea așteptată de la acestea este mai mare (și riscul asociat).

Primele de risc de dimensiune au fost preluate din studiul Kroll:

CRSP Deciles Size Premium		Market Capitalization of Smallest Company (in USD millions)	Market Capitalization of Largest Company (in USD millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Decile				
Mid Cap (3–5)		3,011.224	14,820.048	0.66%
Low Cap (6–8)		555.880	3,010.806	1.24%
Micro Cap (9–10)		1.576	554.523	2.91%
Breakdown of CRSP Deciles 1 - 10				
	1	36,942.976	2,662,326.048	-0.06%
	2	14,910.719	36,391.113	0.46%
	3	7,493.607	14,820.048	0.61%
	4	4,622.261	7,461.284	0.64%
	5	3,011.224	4,621.785	0.95%
	6	1,864.293	3,010.806	1.21%
	7	1,050.083	1,862.491	1.39%
	8	555.880	1,046.037	1.14%
	9	213.039	554.523	1.99%
	10	1.576	212.644	4.70%
Breakdown of CRSP 10th Decile				
10A		97.464	212.644	3.29%
10W		153.796	212.644	2.38%
10X		97.464	153.670	4.43%
10B		1.576	97.398	7.64%
10Y		57.815	97.398	6.22%
10Z		1.576	57.448	10.73%

Sursa: Kroll Cost of Capital Navigator, CRSP Deciles Size Premium, 31 December 2023

Mai jos prezentăm sintetic primele estimate pentru fiecare dintre companiile din eșantion:

Întrucât aceste prime de risc cumulate se aplică la costul capitalului propriu și afectează costul capitalului investit în funcție de structura de finanțare, ajustarea multiplicatorilor s-a realizat prin transformarea acestora în rată de capitalizare, adăugarea primelor de risc și realizarea procesului invers:

Nr.	Denumire companie	Țara	Capitalizare bursieră (\$M)	Risc de țară (CRP) din perspectiva USA	CRP Romania - CRP țara companiei comparabile	Prima de risc de dimensiune (SP)	SP companie evaluată - SP companie comparabilă	Prime de risc cumulate
1	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	Italy	10,719	2.7%	0.0%	0.66%	2.25%	2.25%
2	Biofarm S.A.	Romania	169	2.7%	0.0%	2.91%	0.00%	0.00%
3	GSK plc	United Kingdom	78,828	0.7%	2.0%	0.00%	2.91%	4.86%
4	Bayer Aktiengesellschaft	Germany	27,769	0.0%	2.7%	0.00%	2.91%	5.59%
5	Alliance Pharma plc	United Kingdom	266	0.7%	2.0%	2.91%	0.00%	1.95%
6	Krka, d. d.	Slovenia	4,558	1.5%	1.2%	0.66%	2.25%	3.47%
7	Hikma Pharmaceuticals PLC	United Kingdom	5,303	0.7%	2.0%	0.66%	2.25%	4.20%
8	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.	Hungary	4,751	2.3%	0.4%	0.66%	2.25%	2.61%
9	Antibiotice S.A.	Romania	426	2.7%	0.0%	2.91%	0.00%	0.00%
10	Lavipharm S.A.	Greece	152	3.1%	-0.4%	2.91%	0.00%	-0.37%
11	Laboratorio Reig Jofre, S.A.	Spain	230	2.0%	0.7%	2.91%	0.00%	0.73%
12	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	Spain	4,861	2.0%	0.7%	0.66%	2.25%	2.98%
13	Sopharma AD	Bulgaria	583	2.0%	0.7%	1.24%	1.67%	2.40%
14	AstraZeneca PLC	United Kingdom	242,079	0.7%	2.0%	0.00%	2.91%	4.86%
15	Novartis AG	Switzerland	218,368	0.0%	2.7%	0.00%	2.91%	5.59%

Sursa: Date prelucrate de Darian DRS pomind de la informații din baza de date S&P Capital IQ

Diferența de creștere combinată ia în calcul următoarele elemente prezentate mai jos:

Nr.	Denumire companie	Țara	LFY Debt/Equity %	Equity/capital	Prime de risc ce afectează capitalul investit	TEV/ EBITDA LTM	Rată de capitalizare EBITDA neajustată	Rată de capitalizare EBITDA ajustată	TEV/ EBITDA LTM ajustată
1	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	Italy	93.2%	51.8%	1.2%	14.56	6.9%	8.0%	12.5
2	Biofarm S.A.	Romania	0.2%	99.8%	0.0%	8.97	11.2%	11.2%	9.0
3	GSK plc	United Kingdom	123.0%	44.8%	2.2%	7.04	14.2%	16.4%	6.1
4	Bayer Aktiengesellschaft	Germany	129.9%	43.5%	2.4%	5.41	18.5%	20.9%	4.8
5	Alliance Pharma plc	United Kingdom	53.9%	65.0%	1.3%	5.99	16.7%	18.0%	5.6
6	Krka, d. d.	Slovenia	0.5%	99.5%	3.5%	7.53	13.3%	16.7%	6.0
7	Hikma Pharmaceuticals PLC	United Kingdom	55.5%	64.3%	2.7%	7.81	12.8%	15.5%	6.4
8	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.	Hungary	11.1%	90.0%	2.3%	6.09	16.4%	18.8%	5.3

Nr.	Denumire companie	Țara	LFY Debt/Equity %	Equity/capital	Prime de risc ce afectează capitalul investit	TEV/ EBITDA LTM	Rată de capitalizare EBITDA neajustată	Rată de capitalizare EBITDA ajustată	TEV/ EBITDA LTM ajustată
9	Antibiotice S.A.	Romania	8.7%	92.0%	0.0%	14.51	6.9%	6.9%	14.5
10	Lavipharm S.A.	Greece	75.9%	56.8%	-0.2%	17.61	5.7%	5.5%	18.3
11	Laboratorio Reig Jofre, S.A.	Spain	32.1%	75.7%	0.6%	8.03	12.5%	13.0%	7.7
12	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	Spain	25.1%	79.9%	2.4%	22.69	4.4%	6.8%	14.7
13	Sopharma AD	Bulgaria	47.1%	68.0%	1.6%	8.57	11.7%	13.3%	7.5
14	AstraZeneca PLC	United Kingdom	85.0%	54.1%	2.6%	16.74	6.0%	8.6%	11.6
15	Novartis AG	Switzerland	69.2%	59.1%	3.3%	12.27	8.1%	11.5%	8.7
Companie subiect		România							
						Minim	5.4		4.8
						Cuartila 1	7.3		6.0
						Media	10.9		9.2
						Mediana	8.6		7.7
						Cuartila 3	14.5		12.0
						Maxim	22.7		18.3

Sursa: Date prelucrate de Darian DRS pornind de la informații din baza de date S&P Capital IQ

Analiza datelor rezultate ne indică un interval de variație al multiplului cuprins între 6.0x EBITDA – 12.0x EBITDA. În vederea estimării valorii echitabile considerăm oportun încadrarea multiplului de piață la nivelul mediei rezultate din analiza realizată (în speță 9.2 x EBITDA), având în vedere:

- Maturitatea atinsă de Societate, vânzarea pe piața europeană a produselor, un număr ridicat de clienți menținuți de-a lungul anilor;
- La data evaluării activitatea operațională este pe profit și este încadrată în marja pieței;
- Compania este listată pe piața de capital;

3.2.2. Stabilirea valorii capitalului propriu

În vederea stabilirii valorii capitalurilor proprii am avut în vedere:

- Valoarea datoriilor financiare la Data Evaluării, în concordanță cu cele surprinse și evidențiate în cadrul abordării prin venit;
- Valoare sumelor de încasat de la entitățile afiliate;
- Valoarea lichidităților reflectate în bilanță la data evaluării.

Pornind de la aspectele detaliate anterior, coroborat cu multiplii de piață (LTM) – ultimele 12 luni, putem estima valoarea echitabilă a capitalurilor proprii Zentiva prin prisma abordării prin piață, pornind de la nivelul valoric al EBITDA bugetat pentru întreg anul 2024:

	EV/EBITDA
Multiplu	9.2x
EBITDA bugetat 2024	262,352,315
Valoarea întreprinderii	2,425,816,423
Active în afara exploatării (+)	-
Diferență CLN (+/-)	-
Valoarea capitalului investit	2,425,816,423
Datorii financiare sau asimilate (-)	-
Lichidități și asimilate (+)	658,723,710
Valoarea capitalului propriu (lei)	3,084,540,133

Sursa: Analiza Darian DRS

Având în vedere că în raport este estimată valoarea echitabilă, nu a fost aplicată o ajustare legată de discount de lipsă de marketabilitate sau primă de control.

Multiplu	EV/EBITDA LTM
Coeфициent de variație	0.5
Valoarea capitalului propriu (lei)	3,084,540,133
Pondere multiplu	100.0%
Valoarea capitalului propriu (lei)	3,084,540,000
Cota din capitalul social evaluată	100.0%
Valoarea cotei din capitalul social - 100%	3,084,540,000
Numar de diviziuni ale capitalului social evaluate	697,017,040
Valoare echitabilă lei / acțiune	4.4253

Sursa: Analiza Darian DRS

Valoarea echitabilă a capitalurilor proprii ale Zentiva S.A. sunt:

V estimată = 3,084,540,000 lei, respectiv 4.4253 lei/acțiune

4. ANALIZA REZULTATELOR ȘI CONCLUZIA ASUPRA VALORII

Metodele de evaluare utilizate au fost:

- ✓ *Abordarea prin venit* – o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau acțiuni prin folosirea uneia sau mai multor metode prin care valoarea este estimată prin convertirea beneficiilor anticipate în valoare a capitalului.
- ✓ *Abordarea prin piață* - o cale generală de estimare a valorii unei întreprinderi, participații sau acțiuni prin folosirea uneia sau mai multor metode care compară subiectul evaluat cu alte întreprinderi similare, participații sau acțiuni similare care au fost vândute.

REZULTATELE APLICĂRII ABORDĂRII PRIN VENIT

Având în vedere aspectele prezentate în cadrul raportului se poate considera că pentru scopul prezentei evaluări și relevanța datelor și informațiilor utilizate în aplicarea metodelor de evaluare rezultatul **abordării prin venit** este cel mai reprezentativ.

Argumentele cu privire la selectarea rezultatului abordării prin venit:

- ✓ Valoarea obținută prin metoda fluxurilor financiare actualizate are în vedere atât potențialul de exploatare al companiei, pe baza activității curente desfășurate în cadrul acesteia cât și impactul activelor intangibile. Metoda are la bază cashflow-urile estimate în conformitate cu proiecțiile financiare întocmite de managementul companiei pentru perioada de previziune explicită coroborat cu estimările realizate de evaluator. În consecință, valoarea obținută reflectă cel mai bine așteptările unor potențiali investitori privind performanțele financiare viitoare ale companiei, cu rezervele menționate de evaluator în cadrul prezentării aplicării metodei, cu referire la riscurile care pot avea un impact semnificativ asupra evoluției și dezvoltării viitoare a societății. Având în vedere aspectele prezentate în cadrul raportului se poate considera că, pentru scopul prezentei evaluări și relevanța datelor și informațiilor utilizate în aplicarea metodelor de evaluare, rezultatul abordării prin venit, respectiv a **metodei fluxurilor financiare actualizate** este cel mai reprezentativ.
- ✓ Ține cont de toate aspectele specifice societății ZENTIVA S.A., cuantificate prin proiecții financiare;
- ✓ Previziunile financiare au fost elaborate ținând cont de stadiul actual și potențialul de dezvoltare, de istoricul activității cât și de informațiile cunoscute la data evaluării privind evoluția viitoare a pieței specifice analizate de evaluator împreună cu managementul acesteia.

Astfel, opinia evaluatorului privind valoarea echitabilă a întreg capitalului propriu al societății ZENTIVA S.A. este:

V_{100%} capital propriu prin abordarea prin venit = 3,145,890,900 lei, echivalent a 4.5134 lei/acțiune

Mihaela LUȚIA, CFA
Membru titular ANEVAR

- Evaluarea Întreprinderilor
- Evaluarea Proprietăților Imobiliare



Adeline BONTAȘ,
Membru titular ANEVAR

- Evaluarea Întreprinderilor



5. ANEXE

5.1. Anexa nr. 1 Bugetul de venituri și cheltuieli

	2024	2025	2026	2027	2028
Sales Revenue, Net	1,139,484,129	1,182,078,190	1,225,299,974	1,301,905,344	1,360,214,423
Claw-back	(64,154,984)	(58,370,849)	(59,587,006)	(61,982,279)	(64,024,759)
Costs of Goods Sold	(663,473,124)	(680,824,669)	(708,361,211)	(749,140,317)	(784,164,347)
Distribution	(15,093,920)	(14,978,546)	(16,585,598)	(17,393,956)	(18,387,174)
Gross Profit	396,762,101	427,904,126	440,766,160	473,388,792	493,638,143
Margin	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
Selling Expenses	(81,030,504)	(78,976,100)	(82,942,996)	(86,734,735)	(90,461,540)
General and Administrative Expenses	(17,613,241)	(25,978,841)	(27,695,293)	(29,904,876)	(30,965,614)
Research and Development	(11,125,425)	(3,340,582)	(3,715,680)	(4,107,926)	(4,541,579)
Intercompany expenses	(57,750,000)	(57,750,000)	(57,750,000)	(57,750,000)	(57,750,000)
Income From Operations	229,242,931	261,858,604	268,662,190	294,891,254	309,919,409
Other Financial Gains and Losses, net	29,150,000	29,150,000	29,150,000	29,150,000	29,150,000
Income Before Taxes	258,392,931	291,008,604	297,812,190	324,041,254	339,069,409
Income Tax	(43,926,798)	(49,471,463)	(50,628,072)	(55,087,013)	(57,641,800)
Net Income	214,466,133	241,537,141	247,184,118	268,954,241	281,427,610
D&A - Mil RON	33,109,384	35,240,426	35,662,094	35,821,829	36,714,066
EBITDA	262,352,315	297,099,030	304,324,284	330,713,083	346,633,476
EBITDA margin	23.0%	25.1%	24.8%	25.4%	25.5%