

## Transport Trade Services (TTS)

**HOLD**

### Company Update

**Preț Țintă: 7,07 lei (+7,1%)**

#### Elemente cheie ale companiei

Transport Trade Services a fost una dintre cele mai performante companii la BVB în perioada 2022-2023, supra-performând indicele BET cu cca. +12% și respectiv +105%, pe fondul creșterii fluxului de produse agricole din Ucraina, dar și din regiune. În doar doi ani, veniturile companiei au crescut de la 598 mil. lei la nu mai puțin de 1,1 mld. lei, o creștere de 94% (CAGR +39,2%), în timp ce profitul net a crescut de aproape 4 ori, până la 282 mil. lei.

Ratele de creștere exponențiale vor rămâne în trecut însă, schimbarea situației geopolitice din regiune și reluarea fluxului de produse agricole pe rutele navigabile pornind din Odesa ducând la o normalizare a pieței, cu scăderi atât pe volume (-8,9% an/an), cât și pe tarife (-30% an/an, produse agricole) în prima jumătate a acestui an.

Rezultatele la S1 2024 au arătat scăderi pe toate segmentele și aproape pe toate categoriile de mărfuri, indicând o revenire la situația de dinainte de începerea războiului. Veniturile au scăzut cu 25,3% an/an, pe fondul scăderii volumului de mărfuri transportate pe cale fluvială cu 13,8% an/an, de la 3,47 mil. tone la 2,99 mil. tone, și pe cale portuară cu 4,7% an/an, de la 4,06 mil. tone la 3,87 mil. tone. Totalul volumului de produse agricole a scăzut cu 11,0%, până la 3,16 mil. tone, urmat de o scădere de 15,1% pe produse minerale, până la 2,47 mil. tone. Volumul pe produse chimice a fost singurul în creștere (+12,5%, până la 0,99 mil. tone), rezultat datorat achiziției operatorului portuar Deciom. În continuare, accentul va cădea mai degrabă pe capacitatea companiei de a-și conserva marjele (24,3% în 2023) și de a preveni revenirea acestora la nivelul din 2021, adică o înjumătățire până la 10%.

O întrebare importantă este legată de o potențială revenire a situației din ultimii doi ani, evoluție direct legată de contextul geopolitic și de capacitatea Ucrainei de a exporta mărfuri pe căi maritime libere, precum și de securitatea acestora. Deși Rusia a ieșit din acordul privind transportul cerealelor pe Marea Neagră (Black Sea Grain Initiative) în iulie 2023, o analiză atentă, pe baza datelor privind activitățile militare din regiune, relevă că o repetare a scenariului '22-'23 este deocamdată exclusă.

Evaluăm compania la un preț de 7,07 lei/acțiune (+7,1% upside), ca medie între evaluarea DCF de 6,95 lei/acțiune (+5,4%) și multiplii de 7,18 lei/acțiune (+8,8%), și ne așteptăm la o scădere de 6,9% per total volume transportate în 2024, până aproape de nivelul din 2022, urmate de o creștere într-un ritm similar celui de dinainte de începerea războiului.

**Alex Dodoi, CFA**
**Head of Research**

alex.dodoi@brk.ro

#### Sectorul Transport

##### Date despre acțiuni

Preț min/max în 52 săpt.	5,9 – 10,03
Dividend pe acțiune	1,14
Număr total acțiuni (mio.)	180
Capitalizare (mio. lei)	1.195
Lichiditate 52 săpt. (mio. lei)	394

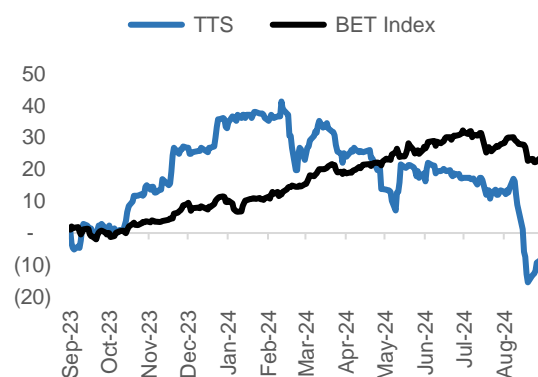
##### Structura acționariatului

	%
Pers. juridice	46,05
Pers. fizice	28,64
Mihăilescu Alexandru Mircea	25,30

##### Performanța acțiunilor 1 an

	%
Variație	-2,57
Relativ la BET	-24,34

#### TTS vs BET Index (% 1 an)



Sursa: Bloomberg

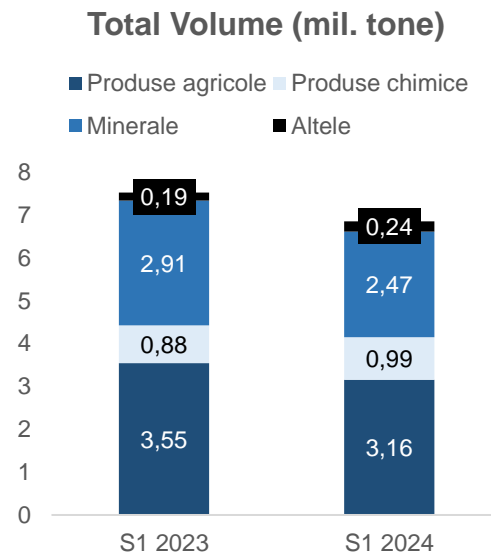
## Rezultate la S1 în scădere

TTS a raportat pentru prima jumătate a anului 2024 o cifră de afaceri de 426 mil. lei, în scădere cu 25,3% față de aceeași perioadă a anului anterior, pe fondul scăderii cererii de servicii logistice pentru mărfuri de export ucrainene, cu impact direct pe segmentul de transport fluvial, dar și pe cel de operare portuară. Cheltuielile cu materii prime și costul bunurilor vândute au scăzut mai puțin (-16,8% an/an), ceea ce a dus la o contracție a EBITDA până la 90 mil. lei, în scădere cu 56,6% față de anul anterior. Profitul net, după minorități, a înregistrat o scădere de 76,6%, urmare a creșterii cheltuielilor cu amortizarea activelor cu 34,5%.

Rezultatul cumulat pe ultimele 12 luni arată o încetinire de 12,5% a cifrei de afaceri, până la 1,02 mld. lei, și o contracție de 39,1% a rezultatului net, până la 179 mil. lei. Marja EBITDA s-a contractat astfel până la 30,1%, comparativ cu 36,5% în anul precedent, în timp ce marja netă a scăzut la 16,9%, nivel apropiat de cel din 2022, versus 24,3% în 2023.

Volumul agregat de mărfuri expediate, transportate și operate în S1 a fost de 6,86 mil. tone, în scădere cu 9,0% față de anul anterior, cea mai mare scădere fiind înregistrată pe segmentul de transport pe cale fluvială (-13,9% an/an, până la 2,99 mil. tone).

Volumul de produse agricole, direct impactat de scăderea cererii de servicii din Ucraina, a scăzut cu 11,1% agregat (până la 3,16 mil. tone), cea mai mare scădere fiind înregistrată pe segmentul de transport fluvial (-23,6%).



sursa: TTS, calcule BRK

(mii lei, consolidat)	S1 2023	S1 2024	% var	2023	2024 TTm	% var
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>571.529</b>	<b>426.866</b>	<b>-25,3%</b>	<b>1.161.114</b>	<b>1.016.452</b>	<b>-12,5%</b>
COGS	(77.689)	(64.671)	-16,8%	(144.403)	(131.385)	-9,0%
<b>Rezultat Brut</b>	<b>493.840</b>	<b>362.195</b>	<b>-26,7%</b>	<b>1.016.711</b>	<b>885.067</b>	<b>-12,9%</b>
Cheltuieli cu salariile	(89.313)	(110.463)	23,7%	(214.459)	(235.609)	9,9%
Cheltuieli generale & admin	(196.014)	(161.263)	-17,7%	(378.351)	(343.600)	-9,2%
<b>EBITDA</b>	<b>208.512</b>	<b>90.469</b>	<b>-56,6%</b>	<b>423.902</b>	<b>305.858</b>	<b>-27,8%</b>
Amortizare și deprecieri	(39.000)	(52.463)	34,5%	(86.087)	(99.550)	15,6%
Alte venituri / (cheltuieli)	11.538	8.322	-27,9%	13.706	10.489	-23,5%
<b>EBIT</b>	<b>181.051</b>	<b>46.328</b>	<b>-74,4%</b>	<b>351.521</b>	<b>216.798</b>	<b>-38,3%</b>
Venituri / (cheltuieli) financiare, net	1.278	489	-61,7%	435	(354)	-181,4%
Alte venituri / (cheltuieli) financiare, net	931	(191)	-120,5%	1.575	453	-71,2%
<b>Profit brut</b>	<b>183.259</b>	<b>46.626</b>	<b>-74,6%</b>	<b>353.530</b>	<b>216.897</b>	<b>-38,6%</b>
Impozit pe profit	(28.343)	(9.219)	-67,5%	(48.058)	(28.935)	-39,8%
<b>Profit Net</b>	<b>154.917</b>	<b>37.407</b>	<b>-75,9%</b>	<b>305.472</b>	<b>187.963</b>	<b>-38,5%</b>
Alte ajustari	153	(201)	-231,7%	(857)	(1.211)	41,2%
<b>Rezultat Net inainte de minoritati</b>	<b>155.069</b>	<b>37.207</b>	<b>-76,0%</b>	<b>304.615</b>	<b>186.752</b>	<b>-38,7%</b>
Minoritati	10.682	3.353	-68,6%	21.930	14.601	-33,4%
<b>Rezultat Net</b>	<b>144.387</b>	<b>33.854</b>	<b>-76,6%</b>	<b>282.685</b>	<b>172.151</b>	<b>-39,1%</b>

sursa: TTS, calcule BRK

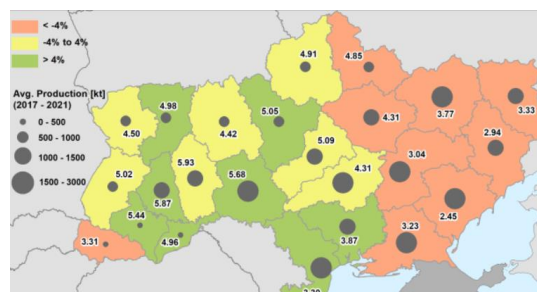
Volumul de produse minerale a scăzut cu 15,1%, până la 2,47 mil. tone, de la 2,91 mil. în aceeași perioadă a anului anterior. Scăderea volumelor pentru produse minerale a fost mai degrabă impactată de reducerea activității din industria metalurgică, cu impact direct pe volumele transportate de segmentul de operare portuară (-18,2% an/an).

Volumul de produse chimice a fost singurul pe creștere în S1 2024 (+12,9% an/an), pe fondul creșterii volumelor de operare portuară (+18,5% an/an) în urma achiziției Decirom.

Pentru anul 2024, ne așteptăm la o scădere de 6,9% a volumelor totale, până la 14,4 mil. tone, nivel similar cu cel din 2022, pe fondul unei încetiniri semnificative a volumelor de produse agricole, în contextul scăderii cererii de transport din Ucraina. Pe parcursul anului comercial 2023/2024 (iulie 2023 – aprilie 2024), Ucraina a reușit să exporte în jur de 50,5 mil. tone de cereale, aproape același nivel de dinaintea războiului, susținută de exportul de grâu, care a ajuns la 18,6 mil. tone (Ministerul Agriculturii Ucrainean, USDA). Creșterea a venit în contextul în care producția de grâne din Ucraina a fost negativ impactată de secetă și temperaturi ridicate, cu impact în special în partea de est a țării (grafic dreapta). Prognoza JRC Mars (Comisia Europeană) prevede o scădere a producției de grâu sub nivelul mediei de 5 ani, impactată de condițiile climatice nefavorabile, dar și de scăderea suprafețelor arabile în zonele apropiate de linia de front.

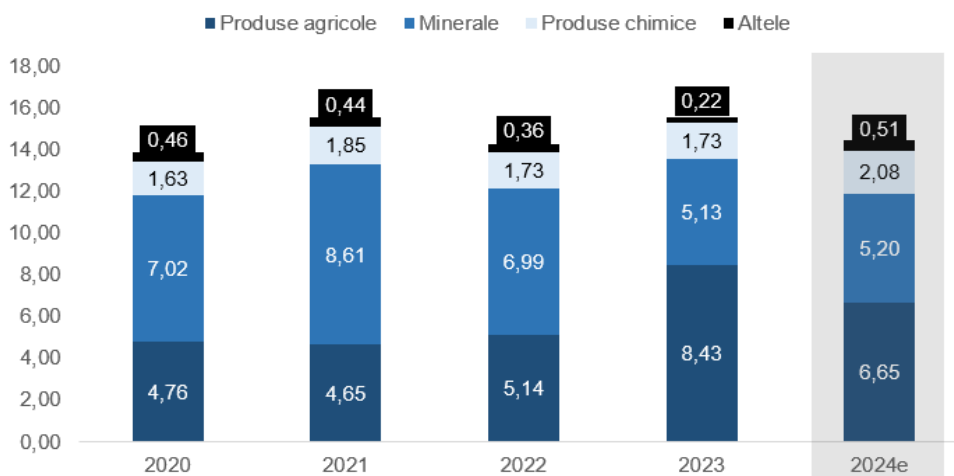
Ne așteptăm ca această tendință să continue în perioada următoare și volumul de produse agricole transportate de către TTS să fie afectat. Scăderea va fi doar parțial compensată de creșterea volumelor de produse chimice, susținute în continuare de creșterea activității pe segmentul de operare portuară și creșterea volumelor operate de Decirom, unde am luat în considerare volumele deja livrate în prima parte a anului.

### Estimări producție de grâu Ucraina (kt)



sursa: Comisia Europeana, raportul MARS

### Total Volume (mil. tone)



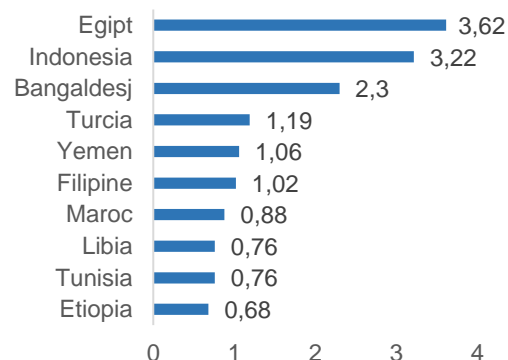
sursa: TTS, calcule BRK

## Contextul Geopolitic și Previziuni

Evoluția favorabilă a TTS din ultimii doi ani a fost strâns legată de evoluția geopolitică din regiune, compania capitalizând pe o serie de ramificații apărute în urma războiului ruso-ucrainean. Începutul conflictului a avut un impact profund asupra rutelor maritime din Marea Neagră, Rusia impunând o blocadă navală asupra porturilor ucrainene, precum Odesa, oprind exporturile a aproximativ 20 mil. tone de cereale și alte produse agricole esențiale. Blocarea exporturilor ucrainene a afectat semnificativ aprovizionarea globală, crescând prețurile la nivel global și provocând o criză alimentară în țările dependente de cerealele ucrainene.

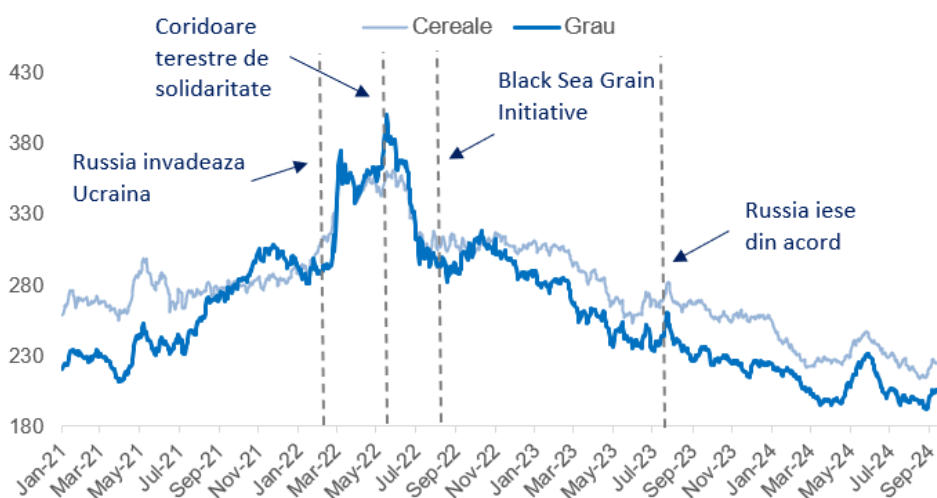
Înainte de declanșarea conflictului, Ucraina era al șaptelea exportator de grâu la nivel global, livrând în țări precum Egipt, Indonezia, Turcia și altele, iar aproximativ 98% din exporturile de cereale se desfășurau pe mare. Ulterior, cea mai mare parte a acestor exporturi a fost redirecționată către rute de transport alternative. Un prim coridor de "solidaritate" a fost stabilit pe cale terestră, prin Polonia, Slovacia, Ungaria și România, însă cea mai mare parte a exporturilor a fost redirecționată pe ruta Izmail/Reni – Constanța, evitând astfel blocada navală impusă de Rusia, în timp ce transporturile beneficiau de securitatea unui stat membru NATO.

### Top importatori de grâu Ucrainian (2021, mln tone)



sursa: BBC

### Indici de preț - IGC



sursa: International Grain Council

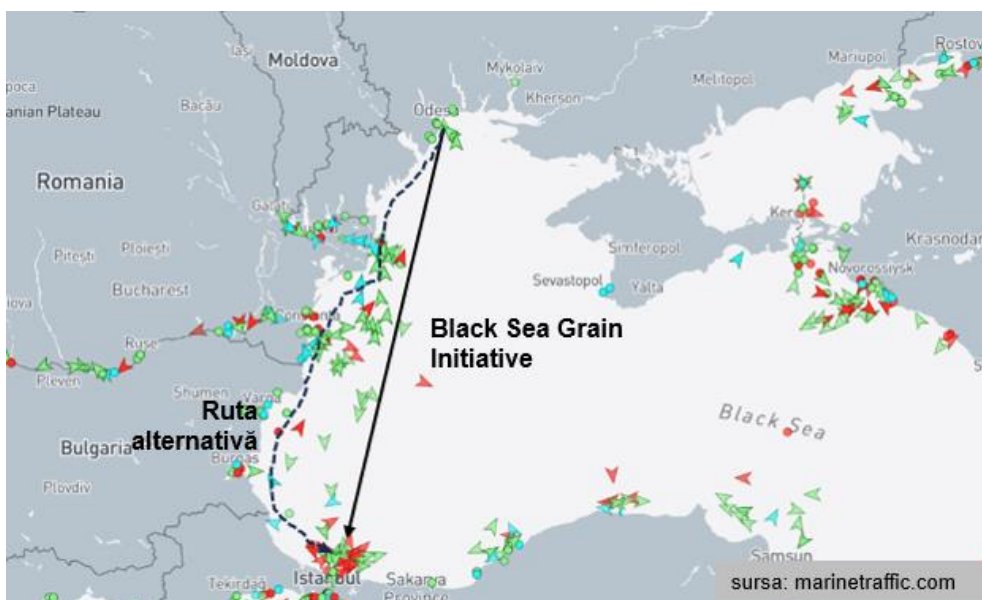
Perturbarea rutelor maritime ucrainene și creșterea prețurilor la cereale a stârnit reacții internaționale, în special din partea ONU și a Turciei, care, în iunie 2022, au reușit să semneze un acord cu Rusia (Black Sea Grain Initiative), ce garantează transportul în siguranță al grânelor ucrainene. Pe parcursul implementării acordului, peste 1.000 de nave, plecate din porturile Chornomorsk, Odesa și Yuzhny, au transportat cerealele ucrainene pe rutele de navigație de solidaritate.

În iulie 2023, Rusia a anunțat ieșirea din acord, invocând nemulțumirea față de implementarea prevederilor, în special legate de exporturile de produse agricole și fertilizatori ruși, care au fost afectate de sancțiunile internaționale.

În același timp, rutele de transport terestre au fost blocate la rândul lor, țări precum Polonia au interzis importul cât și tranzitul cerealelor ucrainene, în scopul protejării producătorilor locali, produsele ucrainene beneficiind de neimpozitare până în iunie 2025, conform deciziei Comisiei Europene.

După ieșirea din acord, în august 2023, Ucraina a stabilit un coridor de export alternativ (Ukrainian Corridor), care trece de-a lungul coastei de vest a Mării Negre, prin apele teritoriale ale țărilor membre NATO, departe de zonele de conflict. În plus, noul coridor se desfășoară pe căi maritime cu adâncime relativ scăzută, ceea ce nu permite operarea submarinelor rusești (Council of Foreign Relations).

### Rutele de transport Ucrainene



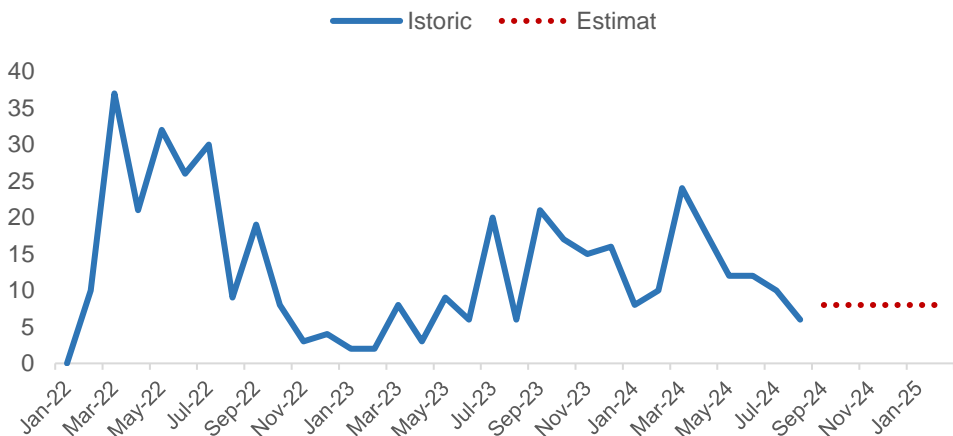
În urma stabilirii noului coridor maritim și până în prezent, Ucraina a reușit să exporte în jur de 70 mil. tone de mărfuri, cu peste 2.300 de nave, către 42 de țări (Viceprim-ministru Oleksandr Kubrakov), atingând o medie de 5 mil. tone pe lună, nivel aproape similar cu cel de dinaintea invaziei (aprox. 6,5 mil. tone pe lună).

Creșterea a venit în contextul în care atacurile asupra navelor de transport, precum și asupra infrastructurii portuare din regiunea Odesa, au continuat. Rusia nu a oprit în totalitate atacurile în regiune, însă datorită presiunilor din partea organizațiilor internaționale, precum și a negocierilor diplomatice, în special cu Turcia, transportul grânelor pe Marea Neagră nu a mai reprezentat o prioritate.

În medie, în regiunea Odesa, în jur de 13 atacuri pe lună au fost raportate în perioada iulie 2023 – august 2024, comparativ cu o medie de 26 pe lună la începutul războiului (Armed Conflict Location & Event Data - ACLED). Ca pondere din total, atacurile

localizate în regiunea Odesa reprezintă momentan sub 1,0% din atacurile lansate în Ucraina.

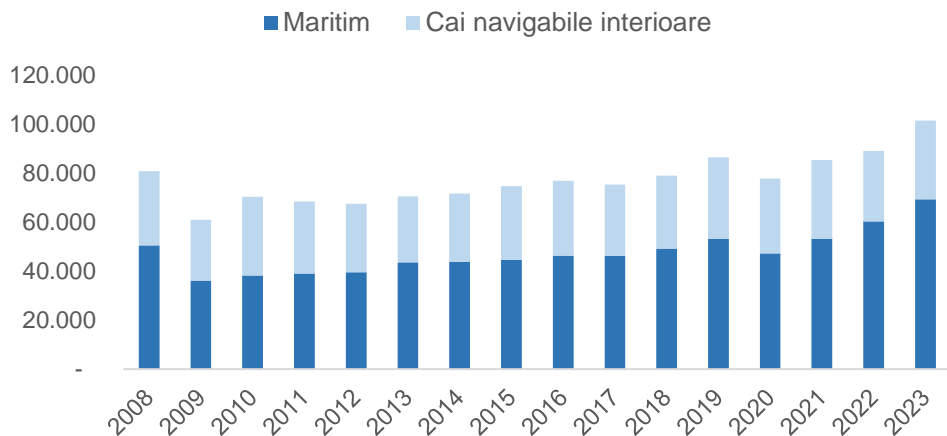
### Atacuri în regiunea Odesa



sursa: ACLED

De-prioritizarea atacurilor în regiunea Odesa vine în contextul în care blocada porturilor ucrainene a devenit redundantă, neopriind exporturile de grâne ucrainene, scopul inițial al blocadei. În același timp, costurile militare au continuat să crească. Aproape o treime din flota rusească din Marea Neagră a suferit pierderi semnificative, Ucraina reușind să scufunde sau să avarieze aproximativ 20 de nave militare (confirmate vizual), folosind o combinație de rachete, drone maritime și mine (The Associated Press).

### Transport Portuar de Marfuri (mii tone)

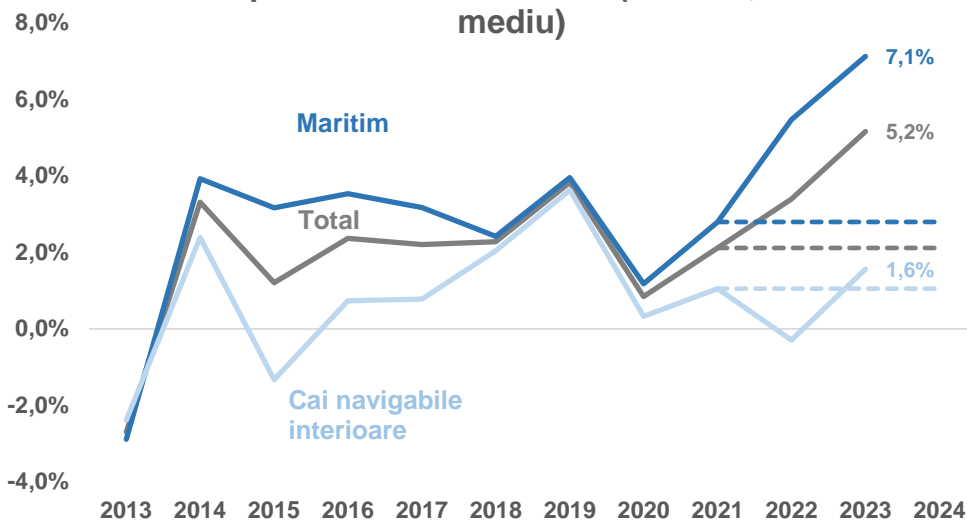


sursa: INS

În viitorul apropiat, operațiunile militare ale Rusiei în regiunea Odesa nu par o prioritate, evoluțiile din ultima perioadă indicând o intensificare a operațiunilor în regiuni precum Donețk, Harkiv, Herson și Zaporijia (sursa: ACLED).

Contextul geopolitic, precum și succesul noilor căi maritime ucrainene, vor permite continuarea exporturilor de mărfuri și atingerea unor volume de export similare cu cele de dinaintea războiului. Redirecționarea în totalitate a mărfurilor pe ruta Izmail/Reni – Constanța nu pare a fi necesară în viitorul apropiat.

### Transport Portuar de Marfuri (creșteri, CAGR mediu)



sursa: INS

Pentru primele opt luni ale acestui an, autoritatea portuară din Constanța a declarat că din port au fost exportate cca. 20,18 mil. tone de cereale, în scădere cu 9,1% comparativ cu anul trecut, scăderea fiind cauzată de o reducere la jumătate a livrărilor de cereale ucrainene (Agerpres).

Prin urmare, ne așteptăm ca, în următorii ani, ratele de creștere a volumelor de mărfuri transportate atât pe cale maritimă, cât și pe căile navigabile interioare să revină la un ritm similar cu cel din perioada de dinainte de război. În 2023, ritmul de creștere anualizat la 5 ani (CAGR) al transportului de mărfuri pe cale maritimă a ajuns la 7,1%, iar pe căile navigabile interioare la 1,6%. În condițiile reducerii semnificative a mărfurilor transportate în anul curent, ne așteptăm ca ritmul de creștere anualizat la 5 ani să scadă la 2,8% pentru căi maritime și la 1,1% pentru căile navigabile interioare.

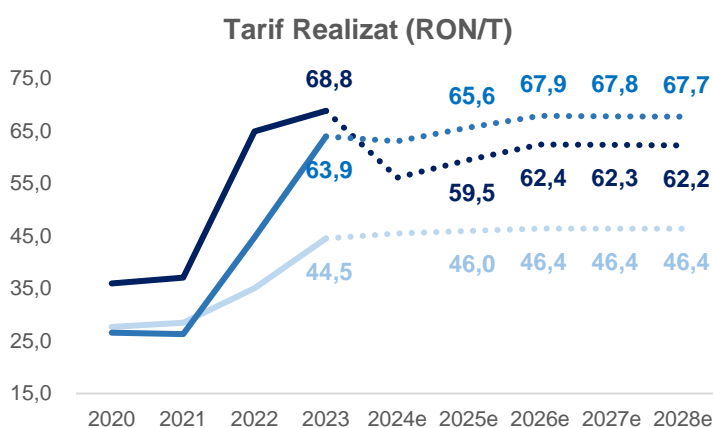
În estimarea volumelor transportate și operate de TTS, am luat în considerare o revenire la aceste rate de creștere anualizate atât pentru volumele din segmentul de operare portuară, cât și pentru segmentul de transport pe cale fluvială. Pe întreg intervalul de prognoză, ne așteptăm la o creștere cumulată a volumelor de doar 2,0%, excepție făcând anul 2024, pentru care am luat în calcul o normalizare și o scădere a volumelor totale de 6,9% comparativ cu anul precedent.

## Evaluarea Companiei

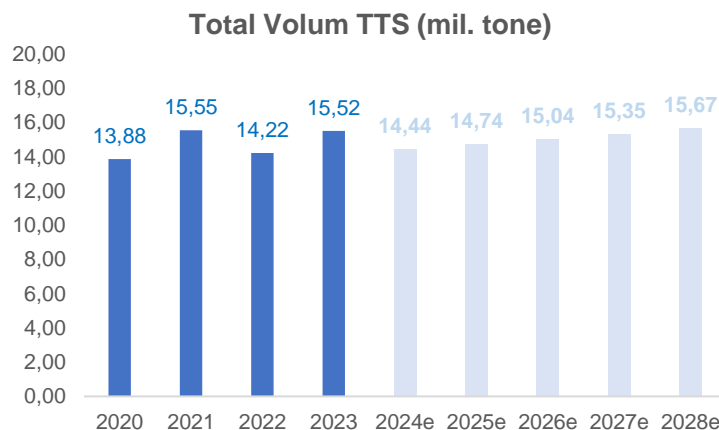
Evaluăm compania la un preț mediu pe acțiune de 7,07 lei (+7,1% upside), ca medie ponderată între evaluarea DCF de 6,95 lei/acțiune (+5,4% upside) și evaluarea prin multiplii de 7,18 lei pe acțiune.

### Evaluarea DCF

În estimarea veniturilor TTS, am luat în considerare ratele de creștere la 5 ani a volumelor pe segmente menționate mai sus, împreună cu o prognoză pe tarifele realizate pe fiecare tip mărfuri în parte. În estimarea tarifelor realizate pentru produse agricole am folosit estimările prețurilor la grâu și porumb pentru următorii 5 ani (Bloomberg), în funcție de care am estimat și tarifele realizate pe produse chimice și minerale (regresie liniară,  $R^2$  76,1% și respectiv 39,7%). Estimările pe tipuri de mărfuri au fost estimate agregat, pentru transport fluvial cât și operare portuară, estimarea volumelor realizate pe fiecare segment în parte prezentând un grad ridicat de incertitudine și o eroare de estimare semnificativ mai mare.



sursa: TTS, calcule proprii



sursa: TTS, calcule proprii

Principalele ipoteze folosite în estimare:

- Costul ponderat al capitalului (WACC) de 13,80% folosit pe întreg intervalul de prognoză, cu un cost al capitalului propriu (cost of equity) de 14,71% și un cost al datoriei de 5,4%;
- Prima de risc de piață de 8,7%, estimată folosind randamentul pe termen lung al indicelui BET și randamentul titlurilor de stat din România pe 10 ani;
- Beta levered de 0,9 estimat din regresie simplă față de indicele BET, pe întreg istoricul companiei;
- Valoarea terminală estimată prin modelul Gordon Growth folosind o rată de creștere de 4% și costul ponderat al capitalului.



Estimări model DCF (sume în mii lei):

DCF Model	Raportat 31-Dec-21	Raportat 31-Dec-22	Raportat 31-Dec-23	Estimat 31-Dec-24	Estimat 31-Dec-25	Estimat 31-Dec-26	Estimat 31-Dec-27	Estimat 31-Dec-28
Cifra de afaceri	598.812	934.410	1.161.114	967.325	1.032.908	1.094.611	1.115.853	1.137.573
% growth	15,1%	56,0%	24,3%	-4,8%	6,8%	6,0%	1,9%	1,9%
<b>EBITDA</b>	<b>125.957</b>	<b>277.537</b>	<b>423.902</b>	<b>290.197</b>	<b>294.379</b>	<b>306.491</b>	<b>312.439</b>	<b>318.520</b>
EBITDA M	21,0%	29,7%	36,5%	30,0%	28,5%	28,0%	28,0%	28,0%
<b>EBIT</b>	<b>79.903</b>	<b>210.396</b>	<b>351.521</b>	<b>207.101</b>	<b>215.978</b>	<b>223.406</b>	<b>229.974</b>	<b>234.450</b>
EBIT M	13,3%	22,5%	30,3%	21,4%	20,9%	20,4%	20,6%	20,6%
<b>EBIT*(1- Tax Rate)</b>	<b>69.241</b>	<b>163.022</b>	<b>245.100</b>	<b>162.761</b>	<b>170.817</b>	<b>177.810</b>	<b>182.577</b>	<b>186.131</b>
D&A	61.587	72.941	86.087	96.732	92.962	98.515	98.195	100.106
WCC	83	33.414	-28.152	9.673	10.329	10.946	11.159	11.376
CAPEX	97.243	120.823	249.526	116.079	123.949	131.353	133.902	136.509
<b>FCFF</b>	<b>33.502</b>	<b>81.726</b>	<b>109.812</b>	<b>133.742</b>	<b>129.501</b>	<b>134.026</b>	<b>135.711</b>	<b>138.353</b>
factor actualizare				0,88	0,77	0,68	0,60	0,52
NPV FCFF				117.551	100.044	91.005	80.993	72.574

Model DCF	Raportat 31-Dec-21	Raportat 31-Dec-22	Raportat 31-Dec-23	Estimat 31-Dec-24	Estimat 31-Dec-25	Estimat 31-Dec-26	Estimat 31-Dec-27	Estimat 31-Dec-28
<b>FCFF</b>	<b>33.502</b>	<b>81.726</b>	<b>109.812</b>	<b>133.742</b>	<b>129.501</b>	<b>134.026</b>	<b>135.711</b>	<b>138.353</b>
factor actualizare				0,88	0,77	0,68	0,60	0,52
NPV FCFF				117.551	100.044	91.005	80.993	72.574

PV FCFF	462.166
PV Valoare Terminala	880.853
Rată Creștere Terminala	4,0%
<b>Valoarea firmei</b>	<b>1.343.019</b>
Datorii Nete	-43.730
Minoritati	134.779
<b>Valoarea Capitalurilor Proprii</b>	<b>1.251.971</b>
Numar actiuni	180.000
<b>Pret/actiune</b>	<b>6,955</b>
Pret piata	6,60
Upside/Downside	<b>5,38%</b>

### Analiza de senzitivitate

#### Rata de creștere reziduală

		3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
<b>Rata de actualizare (WACC)</b>	12,00%	7,87	8,23	8,64	9,11	9,64
	13,80%	6,44	6,68	6,93	7,22	7,54
	14,50%	6,01	6,21	6,43	6,67	6,94
	15,00%	5,73	5,91	6,11	6,33	6,56

### Evaluarea prin Multiplii de preț

Evaluăm TTS la un preț de 7,18 lei/acțiune (+8,8% upside), ca medie între evaluarea prin EV/EBITDA, PE și PB, folosind media multiplilor de preț a 10 companii de transport maritim, cu o capitalizare medie de 241 mil. euro.

TTS se tranzacționează la un multiplu forward PE de 6,96 în linie cu media pe eșantion de 7,1 - fără upside. Deși TTS se tranzacționează la un multiplu EV/EBITDA de 4,88 sub media pe eșantionul de companii similare de 4,59, valoarea EV este ridicată de datoriile nete negative și indică un upside de 15,7%.

TTS se tranzacționează la un multiplu PB de 1,25, peste media de 0,72 a companiilor similare însă ajustat cu ROE, unde estimăm o medie de 15,9% pe următorii 5 ani vs 8,4% pe industrie, multiplul PB ajustat ar fi de 1,36 indicând un upside de 9,2%.

Companie	Tara	Capitalizare (EUR mio)	BETA	ROE 5Y	ROA	NIM	EBITDA_M	EV/EBITDA	PE	PB
EDDA WIND ASA	Norvegia	218	0,42	3,6%	-	-	23,7%	41,9	-	0,6
2020 BULKERS LTD	Norvegia	270	0,86	18,7%	24,6%	35,1%	83,4%	4,2	3,7	1,9
AMSC ASA	Norvegia	171	0,70	2,3%	40,5%	0,0%	0,0%	0,0	9,1	1,1
SEANERGY MARITIM	SUA	188	1,02	-	6,1%	-	41,8%	4,6	8,8	0,8
SAFE BULKERS INC	SUA	458	1,08	10,2%	7,4%	23,4%	60,7%	5,6	7,1	0,6
STEALTHGAS INC	Grecia	220	0,65	4,4%	9,5%	32,7%	55,0%	3,5	3,9	0,4
DIANA SHIPPING I	Grecia	268	0,94	7,8%	1,4%	16,2%	45,2%	7,7	35,1	0,6
SLOMAN NEPTUN	Germania	123	-0,06	12,2%	12,0%	20,8%	29,9%	3,3	3,3	0,8
KNOT OFFSHORE PA	SUA	217	0,76	8,4%	0,1%	0,5%	57,4%	7,2	84,6	0,5
EUROSEAS LTD	Grecia	276	0,84	39,2%	25,0%	59,1%	72,1%	2,6	2,7	1,0
<b>Median</b>		<b>219</b>	<b>0,80</b>	<b>8,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>22,1%</b>	<b>50%</b>	<b>4,40</b>	<b>7,06</b>	<b>0,72</b>

sursa: Bloomberg

	2024e	+/-
Target Price @ EV/EBITDA	7,64	15,7%
Target Price @ P/E	6,69	1,4%
Target Price @ P/B	7,21	9,2%
<b>Target Price Mediu</b>	<b>7,18</b>	
TTS Market Price	6,60	
Upside/Downside	8,8%	

sursa: Bloomberg, calcule proprii

## Situații financiare și estimări

(mii lei)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Cifra de afaceri	520.286	598.812	934.410	1.161.114	967.325	1.032.908	1.094.611	1.115.853	1.137.573
COGS	-85.714	-123.761	-156.358	-144.403	-135.425	-149.772	-164.192	-167.378	-170.636
<b>Rezultat Brut</b>	<b>434.572</b>	<b>475.051</b>	<b>778.052</b>	<b>1.016.711</b>	<b>831.899</b>	<b>883.136</b>	<b>930.420</b>	<b>948.475</b>	<b>966.937</b>
Cheltuieli cu salariile	-96.685	-98.490	-124.214	-214.459	-222.485	-227.240	-229.868	-223.171	-216.139
Cheltuieli generale & admin	-231.649	-250.604	-376.301	-378.351	-319.217	-361.518	-394.060	-412.866	-432.278
<b>EBITDA</b>	<b>106.238</b>	<b>125.957</b>	<b>277.537</b>	<b>423.902</b>	<b>290.197</b>	<b>294.379</b>	<b>306.491</b>	<b>312.439</b>	<b>318.520</b>
Amortizare și deprecieri	-51.994	-61.587	-72.941	-86.087	-96.732	-92.962	-98.515	-98.195	-100.106
Alte venituri / (cheltuieli)	8.001	15.533	5.800	13.706	13.636	14.561	15.430	15.730	16.036
<b>EBIT</b>	<b>62.246</b>	<b>79.903</b>	<b>210.396</b>	<b>351.521</b>	<b>207.101</b>	<b>215.978</b>	<b>223.406</b>	<b>229.974</b>	<b>234.450</b>
Venituri / (cheltuieli) financiare, net	-2.536	-1.916	-2.820	435					
Alte venituri / (cheltuieli) financiare, net	-625	895	1.026	1.575	13.636	14.561	15.430	15.730	16.036
<b>Profit brut</b>	<b>59.085</b>	<b>78.881</b>	<b>208.602</b>	<b>353.530</b>	<b>220.737</b>	<b>230.538</b>	<b>238.837</b>	<b>245.703</b>	<b>250.486</b>
Impozit pe profit	-10.829	-12.476	-29.748	-48.058	-35.318	-36.886	-38.214	-39.313	-40.078
<b>Profit Net</b>	<b>48.256</b>	<b>66.405</b>	<b>178.854</b>	<b>305.472</b>	<b>185.419</b>	<b>193.652</b>	<b>200.623</b>	<b>206.391</b>	<b>210.408</b>
Alte ajustari	-345	132	-711	-857	0	0	0	0	0
<b>Rezultat Net înainte de minorități</b>	<b>47.911</b>	<b>66.537</b>	<b>178.143</b>	<b>304.615</b>	<b>185.419</b>	<b>193.652</b>	<b>200.623</b>	<b>206.391</b>	<b>210.408</b>
Minorități	4.008	6.152	14.793	21.930	14.834	15.492	16.050	16.511	16.833
<b>Rezultat Net</b>	<b>43.904</b>	<b>60.385</b>	<b>163.350</b>	<b>282.685</b>	<b>170.586</b>	<b>178.160</b>	<b>184.573</b>	<b>189.880</b>	<b>193.575</b>

sursa: TTS, calcule BRK

(mii lei)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Imobilizări corporale	583.695	631.864	665.999	922.353	994.834	1.117.747	1.276.790	1.422.840	1.603.545
Imobilizări necorporale	5.784	5.516	5.222	33.634	36.519	41.031	46.869	53.326	60.098
Alte active imobilizate	11.699	11.296	9.403	13.780	14.996	16.848	19.246	21.897	24.678
<b>Total active imobilizate</b>	<b>601.178</b>	<b>648.676</b>	<b>680.624</b>	<b>969.766</b>	<b>1.046.348</b>	<b>1.175.626</b>	<b>1.342.904</b>	<b>1.498.063</b>	<b>1.688.321</b>
Stocuri	22.990	30.982	39.739	34.665	33.058	37.143	42.428	48.273	54.404
Creante	54.675	47.763	95.941	65.557	101.697	114.262	130.520	148.501	167.361
Alte active circulante	16.821	10.652	42.669	39.788	34.008	38.209	43.646	49.659	55.966
Numerar și echivalente de numerar	55.161	58.901	146.033	229.626	176.885	198.740	227.018	288.133	324.727
<b>Total active circulante</b>	<b>149.647</b>	<b>148.298</b>	<b>324.382</b>	<b>369.636</b>	<b>345.649</b>	<b>388.354</b>	<b>443.612</b>	<b>534.566</b>	<b>602.458</b>
<b>Total Active</b>	<b>750.825</b>	<b>796.974</b>	<b>1.005.006</b>	<b>1.339.402</b>	<b>1.391.997</b>	<b>1.563.980</b>	<b>1.786.517</b>	<b>2.032.629</b>	<b>2.290.779</b>
Rezultat reportat	244.421	284.562	353.087	595.038	607.575	711.833	819.844	930.961	1.044.240
Alte Capitaluri	255.262	271.621	348.696	359.499	345.438	358.925	403.271	460.652	524.111
<b>Capitaluri Proprii</b>	<b>499.683</b>	<b>556.183</b>	<b>701.783</b>	<b>954.537</b>	<b>953.013</b>	<b>1.070.758</b>	<b>1.223.115</b>	<b>1.391.612</b>	<b>1.568.351</b>
Interese Minoritare	105.300	106.345	116.617	132.420	187.969	211.192	241.243	274.477	309.336
<b>Total Capitaluri Proprii</b>	<b>604.982</b>	<b>662.529</b>	<b>818.399</b>	<b>1.086.958</b>	<b>1.140.981</b>	<b>1.281.951</b>	<b>1.464.358</b>	<b>1.666.089</b>	<b>1.877.687</b>
<b>Datorii financiare pe termen lung</b>	<b>23.274</b>	<b>26.816</b>	<b>41.143</b>	<b>75.799</b>	<b>71.711</b>	<b>80.571</b>	<b>92.036</b>	<b>104.714</b>	<b>118.013</b>
Alte datorii pe termen lung	7.901	9.778	24.602	41.361	41.096	46.174	52.744	60.010	67.631
Datorii comerciale și alte datorii	28.904	29.901	53.422	46.115	46.257	51.972	59.368	67.546	76.125
<b>Datorii financiare pe termen scurt</b>	<b>51.011</b>	<b>41.310</b>	<b>26.887</b>	<b>36.450</b>	<b>40.978</b>	<b>46.041</b>	<b>52.592</b>	<b>59.837</b>	<b>67.436</b>
Alte datorii pe termen scurt	34.753	26.641	40.552	52.719	50.973	57.271	65.420	74.433	83.886
<b>Total Datorii</b>	<b>145.843</b>	<b>134.445</b>	<b>186.607</b>	<b>252.444</b>	<b>251.016</b>	<b>282.029</b>	<b>322.159</b>	<b>366.540</b>	<b>413.091</b>

sursa: TTS, calcule BRK

## Denegarea responsabilității legale

### Sistem de recomandări:

**Cumpărare:** Este estimat că instrumentul financiar va genera un randament mai mare de 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Menținere:** Este estimat că instrumentul financiar va genera un randament între -15% și 15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Vânzare:** Este estimat că instrumentul financiar va genera randament negativ de peste -15% în următoarele 12 luni, conform cu prețul țintă

**Restricționat:** Divulgarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar este temporar restricționată pe motive de conformitate (ex: conflict de interese)

**Acoperire în tranziție:** Datorită schimbărilor în echipa de analiză, furnizarea de estimări financiare, preț țintă sau rating pentru un instrument financiar sunt suspendate temporar.

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

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

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

Acest raport nu intenționează să fie cuprinzător sau să conțină toate informațiile de care poate avea nevoie un potențial investitor pentru a lua o decizie de investiție. Beneficiarul acestui raport ia propriile sale evaluări și decizii independente cu privire la orice titluri sau instrumente financiare la care se face referire. Orice investiție discutată sau recomandată în acest raport poate fi improprie pentru un

investitor în funcție de obiectivele specifice de investiție și de poziția financiară a acestuia. Materialele din acest raport sunt informații generale pentru destinatari care înțeleg și își asumă riscurile investițiilor în instrumente financiare.

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

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

Acest raport poate conține declarații prospective, care sunt adesea, dar nu întotdeauna, identificate prin utilizarea unor cuvinte precum „crede”, „estimează”, „intenționează” și „așteaptă” și declarații că un eveniment sau rezultat „poate”, „va” sau „s-ar putea” să apară sau să fie realizate și alte astfel de expresii similare. Aceste declarații prospective se bazează pe presupuneri făcute și informații disponibile în prezent pentru SSIF BRK Financial Group S.A. și sunt supuse riscurilor, incertitudinilor și altor factori cunoscuți și necunoscuți care pot afecta rezultatele, performanța sau realizările reale să fie semnificativ diferite de orice rezultat viitor, performanță sau realizare, exprimată sau implicată de astfel de declarații prospective. Ar trebui să se acorde precauție cu privire la aceste declarații, iar destinatarii acestui raport nu trebuie să depindă de o dependență excesivă de declarații prospective. SSIF BRK Financial Group S.A. declină în mod expres orice obligație de actualizare sau revizuire a oricăror declarații prospective, ca urmare a unor noi informații, evenimente viitoare sau circumstanțe după data acestei publicații, pentru a reflecta apariția unor evenimente neanticipate.

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

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

#### Certificarea analistului

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

Acest raport a fost întocmit de:

#### Analist

Alex Dodoi

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

#### Raportări BRK Financial Group:

Societate	Simbol	Se aplica explicativa nr.	nota
Transport Trade Services	TTS	10, 11	

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

#### Note explicative

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