

# DRS

## RAPORT DE EVALUARE ZENTIVA S.A.

**- Noiembrie 2018-**

## 1. REZUMATUL FAPTELOR PRINCIPALE ȘI AL CONCLUZIILOR

<b>Scopul evaluării</b>	Estimarea valorii de piață a capitalului propriu al societății ZENTIVA S.A. în vederea stabilirii prețului în cadrul unei oferte publice obligatorie în acord cu articolul 38 paragraful 3 al Legii 24/2017.
<b>Subiectul evaluării:</b>	ZENTIVA S.A. cu sediul în București, Bulevardul Theodor Pallady, nr. 50, Cod fiscal RO 336206, J40/363/1991.
<b>Activitatea companiei analizate:</b>	ZENTIVA S.A. are ca și obiect de activitate principal <i>Fabricarea Preparatelor Farmaceutice</i> conform cod CAEN –2120.
<b>Instrucțiunile evaluării</b>	Conform contractului nr. 100004817/ 30.10.2018.
<b>Premisele evaluării:</b>	Compania a fost evaluată în ipoteza respectării principiului continuității activității.
<b>Tipul valorii estimate:</b>	Valoarea de piață așa cum este ea definită în Standardele de Evaluare a Bunurilor, ediția 2018, ce sunt în acord cu IVS (International Valuation Standards) – ediția 2013.
<b>Data evaluării:</b>	30.09.2018
<b>Ipoteze și ipoteze speciale</b>	Principalele ipoteze și ipoteze speciale de care s-a ținut seama în elaborarea prezentului raport de evaluare sunt detaliate în subcapitolul 1.9.
<b>Rezultatele evaluării</b>	Abordarea prin venit (metoda DCF) - 3,7472 lei / acțiune.  Abordarea prin piață – 3,7971 lei / acțiune.
<b>Concluziile evaluării:</b>	Alături de estimarea valorii de piață a unei acțiuni în conformitate cu Standardele de Evaluare a Bunurilor 2018, pentru respectarea prevederilor articolului 38 paragraful 3 al Legii 24/2017 în raport au fost calculate și valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflate în circulație, conform ultimei situații financiare auditate precum și prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei raportului de evaluare.  Valoarea de piață a unei acțiuni aparținând ZENTIVA S.A., estimată în conformitate cu Standardele de Evaluare a Bunurilor, ediția 2018, este de <b>3,7472 lei / acțiune, iar valoarea capitalului propriu este de 1.562.425.400 lei.</b>

**Valorile calculate conform  
articolului 38 paragraful 3 al  
Legii 24/2017**

- a) prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei raportului de evaluare: **3,4961 lei/acțiune**;
- b) valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflat în circulație, conform ultimei situații financiare: **0,8828 lei/acțiune**.

Notă:

Prețul și valoarea de mai sus nu reprezintă estimări ale valorii în conformitate cu Standardele de Evaluare a Bunurilor 2018, fiind calculate expres în vederea respectării cerințelor Legii nr. 24/2017, art. 38, paragraful 3.

**DARIAN DRS SA**



*Trayce*

## Cuprins

1.	REZUMATUL FAPTELOR PRINCIPALE ȘI AL CONCLUZIILOR .....	1
1.	TERMENII DE REFERINȚĂ AI EVALUĂRII .....	4
1.1.	Identificarea și competența evaluatorului.....	4
1.2.	Identificarea clientului și a oricăror alți utilizatori desemnați .....	4
1.3.	Scopul evaluării.....	4
1.4.	Identificarea activului sau datoriei supuse evaluării.....	5
1.5.	Tipul valorii.....	5
1.6.	Data evaluării.....	5
1.7.	Documentarea necesară pentru efectuarea evaluării .....	5
1.8.	Natura și sursa informațiilor utilizate .....	5
1.9.	Ipoteze și ipoteze speciale.....	6
1.10.	Restricții de utilizare, difuzare sau publicare.....	7
1.11.	Declararea conformității evaluării cu SEV.....	7
1.12.	Descrierea raportului.....	8
2.	PREZENTAREA DATELOR – ANALIZA DIAGNOSTIC .....	9
2.1.	Prezentare generală .....	9
2.2.	Tipul organizației.....	10
2.3.	Proprietarii.....	10
2.4.	Diagnosticul juridic.....	10
2.4.1.	Surse .....	10
2.4.2.	Dreptul de proprietate asupra terenului, clădirilor și echipamentelor .....	10
2.4.3.	Participații și alte imobilizări financiare .....	10
2.4.4.	Licențe brevete, mărci, proprietăți intelectuale.....	10
2.4.5.	Litigii.....	10
2.5.	Asigurări.....	12
2.6.	Contracte de împrumut. Garanții. Alte datorii.....	13
2.7.	Diagnosticul operațional.....	13
2.7.1.	Organizarea activității de exploatare .....	13
2.7.2.	Activitatea productivă. Capacități de producție și gradul de utilizare al acestora .....	13
2.7.3.	Activitatea de mentenanță și întreținere .....	13
2.7.4.	Activitatea de cercetare-dezvoltare .....	13
2.7.5.	Activitatea de aprovizionare .....	13
2.7.6.	Dinamica investițiilor.....	13
2.8.	Aspecte comerciale.....	14
2.8.1.	Analiza pieței .....	14
2.8.2.	Mediul comercial intern.....	17
2.8.2.1.	Produsele comercializate și politica de produs.....	17
2.8.2.2.	Clienții .....	18
2.8.2.3.	Concurenții.....	18
2.8.2.4.	Analiza activității și strategiei întreprinderii .....	19
2.9.	Resurse umane.....	19
2.9.1.	Managementul societății.....	19
2.9.2.	Personalul.....	20
2.10.	Diagnosticul financiar.....	20
2.10.1.	Analiza poziției financiare .....	20
2.10.2.	Indicatorii de structură .....	22
2.10.3.	Analiza lichidității, a echilibrului financiar și a indicatorilor de gestiune.....	22
2.10.4.	Analiza performanțelor financiare .....	24
2.10.5.	Indicatori de profitabilitate și rentabilitate .....	25
2.11.	ANALIZA SWOT .....	26
3.	EVALUAREA SOCIETĂȚII .....	28
3.1.	ABORDAREA PRIN VENIT .....	28
3.1.1.	Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor.....	29
3.1.2.	Estimarea ratei de actualizare .....	35
3.1.3.	Estimarea fluxurilor financiare la dispoziția investitorilor .....	40
3.1.4.	Estimarea valorii terminale .....	42
3.1.5.	Estimarea valorii de piață a capitalului propriu .....	42
3.2.	ABORDAREA PRIN PIAȚĂ .....	44
4.	ANALIZA REZULTATELOR ȘI CONCLUZIA ASUPRA VALORII .....	49
5.	ANEXE .....	51
5.1.	Estimarea valorii activului net pe acțiune.....	51
5.2.	Estimarea prețului mediu ponderat al acțiunilor.....	52

## 1. TERMENII DE REFERINȚĂ AI EVALUĂRII

### 1.1. Identificarea și competența evaluatorului

Evaluarea expusă în prezentul raport a fost realizată de către SC DARIAN DRS SA<sup>1</sup>, și nu s-a primit asistență semnificativă din partea niciunei alte persoane, înafara celor identificate mai jos:

- celelalte etape ale procesului de evaluare au fost conduse de către Mihaela Luția, cu legitimația ANEVAR nr. 17944
- contribuții semnificative în cadrul evaluării au avut și:
  - Georgiana Gheorghe, cu legitimația ANEVAR nr. 18649.

Respectarea procedurilor interne de calitate ale companiei DARIAN DRS SA, a fost verificată de către Adrian Ioan Popa Bochiș., cu legitimația ANEVAR nr. 15355.

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-asociației>).

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. 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.

### 1.2. Identificarea clientului și a oricăror alți utilizatori desemnați

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 de Destinatar, respectiv ASF (Autoritatea de Supraveghere Financiară) și conține informații adecvate doar necesităților lor.

Evaluatorul nu va transmite copii ale prezentului raport sau părți din acesta, niciunei terțe părți, dacă aceasta nu a fost desemnată în scris ca posibil utilizator, și nici nu poate fi făcut responsabil pentru eventuale prejudicii produse părților în drept în cazul în care un terț ar deține și utiliza o astfel de copie. Responsabilitatea Evaluatorului este doar față de utilizatorii desemnați și nu poate fi extinsă față de niciun terț.

### 1.3. 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. 100004817/ 30.10.2018.

Scopul evaluării este estimarea valorii de piață a capitalului propriu al societății ZENTIVA S.A. în vederea stabilirii prețului în cadrul unei oferte publice obligatorie în acord cu articolul 38 paragraful 3 al Legii 24/2017.

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.

---

<sup>1</sup> SC DARIAN DRS SA, împreună cu evaluatorii identificați, sunt denumiți generic în cadrul raportului „Evaluatorul”.

#### 1.4. Identificarea activului sau datoriei supuse evaluării

În conformitate cu contractul și datele înregistrate în baza de date proprie a Evaluatorului, obiectul evaluării se referă la întreg capitalul propriu al companiei ZENTIVA S.A, cu sediul în București, Bulevardul Theodor Pallady, nr. 50, Cod fiscal RO 336206, J40/363/1991.

Compania ZENTIVA S.A este o societate pe acțiuni, având capitalul social de **41.696.150** lei alocat unui număr de **416.961.150** acțiuni nominative cu o valoare nominală de 0,1 lei.

Obiectul evaluării se referă la întreg capitalul propriu al companiei ZENTIVA S.A.

#### 1.5. Tipul valorii

Luând în considerare scopul prezentei evaluări, tipul valorii adecvat este "valoarea de piață", definită de SEV 100 – Cadru general (IVS 100 – Cadru general) ca fiind:

**„suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă), la data evaluării între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere.”**

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.

#### 1.6. Data evaluării

Concluzia asupra valorii recomandată ca opinie finală în cadrul prezentului raport de evaluare a fost determinată în contextul condițiilor pieței specifice din Septembrie 2018; data evaluării este 30.09.2018; cursul valutar valabil la această dată este 4,6637 RON pentru 1 EUR. Data raportului este 28.11.2018.

#### 1.7. Documentarea necesară pentru efectuarea evaluării

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

#### 1.8. Natura și sursa informațiilor utilizate

##### A. Informații primite de la client

- Informații certe
  - situațiile financiare ale companiei pentru intervalul 31.12.2012 – 31.12.2017
  - balanța analitică de la 30.09.2018
  - informații centralizate în cadrul chestionarului transmis cu privire la:
    - activitatea operațională a companiei
    - activitatea comercială a companiei
    - situația juridică a companiei și a patrimoniului său
    - situația patrimonială
    - active în exploatare/în afara exploatarei

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 producătorilor de produse farmaceutice coroborat cu evoluția pieței în ansamblu ei.
- Date cu privire la situația jucătorilor din piață (marje EBITDA, Cifra de Afaceri, WK etc.). Sursele datelor fiind:
  - Duff & Phelps,
  - Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>),
  - Baza de date S&P Capital IQ ([www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)),

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;

### 1.9. Ipoteze și ipoteze speciale

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:

#### 1. Ipoteze

- ✓ Aspectele juridice se bazează exclusiv pe informațiile și documentele furnizate de către reprezentanții ZENTIVA S.A prin personalul specializat referitoare la situația patrimonial-economică a companiei și au fost prezentate fără a se întreprinde verificări sau investigații suplimentare. Dreptul de proprietate asupra acțiunilor este considerat valabil și marketabil;
- ✓ Informațiile furnizate de terțe părți sunt considerate de încredere dar nu li se acordă garanții pentru acuratețe;
- ✓ Se presupune că amplasamentele se conformează tuturor reglementărilor și restricțiilor de zonare și utilizare, în afara cazului în care a fost identificată o non-conformitate, descrisă și luată în considerare în prezentul raport;
- ✓ Evaluatorul nu a realizat o inspecție a imobilizărilor corporale aflate în exploatare. Nu am realizat o analiză a clădirilor, nici nu am inspectat acele părți care sunt acoperite, neexpuse sau inaccesibile, acestea fiind considerate în stare tehnică bună. Nu ne putem exprima opinia asupra stării tehnice a părților neinspectate și acest raport nu trebuie înțeles că ar valida integritatea structurii sau sistemului clădirilor;
- ✓ Din informațiile deținute de către evaluator, nu există niciun indiciu privind existența unor contaminări naturale sau chimice la data evaluării care afectează valoarea proprietăților aflate în patrimoniu sau a 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 de piață;
- ✓ 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 de piață 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;
- ✓ Evaluatorul a utilizat în estimarea valorii **numai** informațiile pe care **le-a avut la dispoziție**, putând exista și alte informații de care evaluatorul nu avea cunoștință.
- ✓ 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 la punctul 1.2;
- ✓ Orice valori estimate în raport se aplică întregii societăți și orice divizare sau distribuie a valorii pe interese fracționare va invalida valoarea estimată, în afara cazului în care o astfel de distribuie 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/proprietarului.
- ✓ 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.

Prezentul proces de evaluare ce face obiectul acestei sinteze a fost întocmit în baza următoarelor ipoteze speciale:

- ✓ Nu este cazul.

#### **1.10. 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.

#### **1.11. Declararea conformității evaluării cu SEV**

Standardele generale:

- Definițiile și conceptele pe care se bazează această evaluare sunt cele din SEV 100 – Cadru general (IVS – Cadru general)
- Misiunea de evaluare a fost definită în conformitate cu prevederile SEV 101 – Termenii de referință ai evaluării (IVS 101) și condusă în acord cu prevederile SEV 102 – Implementare (IVS 102)



- Prezenta evaluare este întocmită cu respectarea cerințelor SEV 103 – Raportare (IVS 103).

Standardele pentru active:

- Obiectul evaluării fiind o companie (capitalurile proprii ale ZENTIVA S.A.), procesul de evaluare a ținut cont și de prevederile GEV 630 – Evaluarea bunurilor imobile, SEV 200 – Întreprinderi și participații la întreprinderi (IVS 200), GEV 600 – Evaluarea întreprinderii.

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

#### **1.12. Descrierea raportului**

Raportul de evaluare este unul narativ, detaliat, întocmit în conformitate cu SEV 103 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 respectivul Standard.

## 2. PREZENTAREA DATELOR – ANALIZA DIAGNOSTIC

### 2.1. Prezentare generală

- \* Denumirea societății: ZENTIVA S.A
- \* Sediul: București, Bulevardul Theodor Pallady, nr. 50.
- \* Obiect principal de activitate: *Fabricarea Preparatelor Farmaceutice* conform cod CAEN –2120.
- \* Oficiul Registrului Comerțului nr. J40/363/1991.
- \* Cod unic de înregistrare RO 336206.



Societatea, denumită anterior SICOMED S.A. București (“Sicomed”) a fost înființată în 1962 ca Întreprinderea de Medicamente BUCUREȘTI (“IMB”). Sediul actual al Societății este B-dul Theodor Pallady nr. 50, București. Societatea este înregistrată la Registrul Comerțului cu numărul J40/363/1991.

În 1990 Sicomed a devenit societate pe acțiuni, prin încorporarea și preluarea întregului patrimoniu al fostei IMB în conformitate cu Decizia Guvernului. Capitalul social inițial a fost rezultatul diferenței dintre active, inclusiv evaluări specifice a terenului și clădirilor donate de către Stat Societății, în conformitate cu Decizia Guvernului, și pasivele deținute la aceeași dată.

În octombrie 2005, pachetul majoritar de acțiuni al societății a fost achiziționat de către Zentiva Group (un grup din industria farmaceutică ce operează în Europa Centrală și de Est), prin achiziția acțiunilor în entitatea Venoma Holdings Limited. Grupul Zentiva (prin deținerea Venoma Holdings Limited și Zentiva NV) are control asupra operațiunilor Societății.

Începând cu 24 ianuarie 2006, Societatea și-a schimbat numele din Sicomed SA în Zentiva SA.

Începând cu 11 martie 2009 s-a produs o modificare în structura acționariatului la nivel de grup (Sanofi Aventis a achiziționat 97% din acțiunile Zentiva NV – părinte al Societății).

Obiectul principal de activitate al Societății este producția și comercializarea de preparate și medicamente pentru uz uman.

Începând cu anul 2007, a fost luată o decizie la nivel de Zentiva Group, în urmă căreia Societatea și-a început operațiunile de comercializare prin subsidiară din România și anume Zentiva International (entitate încorporată în Slovacia) (“ZIRO”) iar ca rezultat, piața românească (i.e. distribuitorii) a fost aprovizionată cu produsele Societății prin ZIRO. Începând cu 1 octombrie 2011 vânzările sunt efectuate direct prin entitatea Sanofi România SRL iar după această dată, Ziro a devenit o entitate fără activitate care urmează a fi lichidată.

Societatea are acțiunile listate la Bursă de Valori București.

În prezent, activitatea Zentiva în Europa este solidă, compania ocupând a treia poziție. Compania Zentiva, cu sediul situat în centrul Europei, operează în prezent în 25 de piețe și are acces la o populație țintă de peste un miliard de oameni.

Zentiva ocupă locul 4 în Europa de Est, având o poziție de lider în Cehia, Slovacia și România, în vreme ce în Europa de Vest ocupă locul 6.

## 2.2. Tipul organizației

Compania ZENTIVA S.A este o societate pe acțiuni, având capitalul social de **41.696.150** lei alocat unui număr de **416.961.150** acțiuni nominative cu o valoare nominală de 0,1 lei.

## 2.3. Proprietarii

Capitalul social, la data evaluării, conform informațiilor furnizate de către client în cadrul chestionarului de evaluare este deținut de către următorii acționari:

Nr. crt.	Denumire acționar	Cota din C.S. (%)
1	ZENTIVA GROUP A.S.	93.23%
2	ZENTIVA S.A.	0.04%
3	Alți acționari	6,73%

## 2.4. Diagnosticul juridic

### 2.4.1. Surse

Prezentarea aspectelor juridice și tuturor aspectelor arătate 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.

### 2.4.2. Dreptul de proprietate asupra terenului, clădirilor și echipamentelor

Compania ZENTIVA S.A își desfășoară activitatea operațională în locația din Bd. Theodor Pallady nr. 50, pe platforma industrială Dudești, în zona de sud-est a municipiului București. Capacitățile de producție sunt Secția Tabletă și Secția Fiolă.

Metodele de calcul al amortizării mijloacelor fixe utilizate de către Societate sunt următoarele:

- metodă liniară pentru clădiri, mijloace fixe achiziționate în leasing financiar și pentru mijloacele fixe existente în funcțiune la 31 decembrie 1997.
- metodă degresivă pentru mijloace fixe puse în funcțiune începând cu dată de 1 ianuarie 1998.

Durata de viață și metodă de amortizare sunt revizuite periodic astfel încât să existe o concordanță cu așteptările privind beneficiile economice aduse de respectivele active.

Conform datelor primite de la client, compania deține drept deplin de proprietate asupra activelor imobiliare din patrimoniu, în baza contractelor de vânzare cumpărare încheiate și a certificatelor ce atestă dreptul de proprietate.

### 2.4.3. Participații și alte imobilizări financiare

La 30.09.2018, ZENTIVA nu deține active de natura imobilizărilor financiare.

### 2.4.4. Licențe brevete, mărci, proprietăți intelectuale

ZENTIVA S.A. deține în patrimoniul, la data evaluării, imobilizări necorporale de natura brevetelor, licențelor și a mărcilor comerciale în valoare de 517.198 lei.

### 2.4.5. Litigii

La 30.09.2018, conform informațiilor furnizate de reprezentanții companiei, ZENTIVA S.A. avea litigii pe rol.

#### 1. Cazul nr. 5009/2/2013 \* - Acțiune privind T1 - T2 2012, în așteptare

Acțiunea se referă exclusiv la includerea în baza de calcul a TVA a contribuției clawback, în baza Deciziei nr. 39/2013 a Curții Constituționale prin care dispozițiile privind includerea TVA-ului în baza de impozitare a contribuției recuperate au fost considerate neconstituționale.

Cazul a fost soluționat pe fond în baza sentinței civile nr. 3181/2013, instanța a decis anularea celor două notificări. Decizia judecătorească a făcut obiectul unui al doilea recurs depus de NHIH. Înalta Curte de Casație și Justiție a recurs la cel de-al doilea recurs formulat de NHIH, a anulat decizia și a retrimis cauza

spre rejudecare instanței pentru a se pronunța cu privire la anularea parțială și incompletă a notificărilor. La rejudecarea cauzei, instanța a admis doar parțial acțiunea, adică numai în ceea ce privește includerea TVA în valoarea totală a vânzărilor trimestriale și în valoarea vânzărilor individuale. NHIH a depus un nou recurs, caz în care acum este supus procedurii de filtrare a Înaltei Curți de Casație și Justiție. Majoritatea jurisprudenței referitoare la problema TVA-ului a fost de a admite anularea notificărilor clawback în ceea ce privește includerea TVA-ului în consumul trimestrial - totuși o serie de hotărâri recente ale Înaltei curți au fost în sensul că notificările nu urmează să fie anulate, mai ales dacă NHIH ar fi prevăzut în notificări că contribuabilul poate deduce TVA, în conformitate cu decizia nr. 39/2013 a Curții Constituționale.

#### *2. Cazul nr. 7950/2/2013 - Acțiune privind T1 2013, în așteptare*

Acțiunea a fost parțial admisă, iar actele au fost anulate exclusiv cu privire la efectele generate de acestea după publicarea Hotărârii Curții Constituționale nr.39 / 2013. Decizia nr. 1434 / 09.05.2014 a făcut obiectul unui al doilea apel introdus atât de societate, cât și de NHIH. La 25.03.2016, Înalta Curte de Casație și Justiție a recurs la ambele apeluri, a anulat decizia instanței și a reținut cauza pentru rejudecare.

La rejudecarea cauzei, instanța a admis acțiunea și a anulat actele administrative contestate. NHIH a formulat un al doilea apel împotriva deciziei instanței pronunțată în cadrul procedurii de rejudecare, iar cazul este în prezent supus procedurii de filtrare a Înaltei Curți de Casație și Justiție, cu o dată de audiere ulterioară.

Motivele de anulare a acestei notificări privind rejudecarea au constat în: (i) includerea TVA în datele individuale privind consumul și (ii) lipsa verificării tuturor datelor privind consumul individual, așa cum au fost furnizate de casele de asigurări de sănătate județene. Prin urmare, în privința acestui al doilea motiv de anulare, Zentiva ar putea fi în pericol să nu se prevaleze în fața Înaltei Curți.

#### *3 Cazul nr. 1651/2/2014 - Acțiune privind trimestrul II 2013, în așteptare*

Acțiunea a fost admisă, iar notificarea a fost anulată exclusiv în ceea ce privește includerea TVA-ului în baza de impozitare. Decizia nr. 2933/2014 a tribunalului a făcut obiectul unui al doilea apel formulat atât de Zentiva, cât și de către NHIH. Au fost admise cele două căi de atac, decizia a fost anulată și cazul a fost reținut pentru rejudecare. Cazul a fost reținut pentru rejudecarea cauzei în fața instanței, următoarea ședință fiind stabilită la 28 septembrie 2018.

La ultima ședință din 29 iunie 2018, instanța a admis cererea de raport de expertiză pentru a verifica datele privind consumul și orice discrepanțe dintre valorile furnizate în notificare și datele înregistrate de NHIH.

În general, având în vedere experiența societății în alte cauze clawback, compania poate avea șanse pentru o decizie pozitivă în fața curții de apel, dar mai puține șanse să mențină un rezultat pozitiv complet în fața Înaltei Curți - aceasta ar depinde de diverși factori, cum ar fi cum ar fi evoluțiile ulterioare ale jurisprudenței, orientarea Înaltei Curți la momentul apelului etc.

#### *4. Cazul nr. 1838/2/2018 - Clawback Fiscal vechi NAFA*

Cazul se referă la acțiunea în anulare depusă împotriva Agenției Naționale de Administrare Fiscală - Direcția Generală pentru soluționarea plângerilor și a Direcției Generale pentru Administrarea Marilor Contribuabili, pentru anularea (i) Deciziei de evaluare fiscală nr. F-MC 134/2017, potrivit căreia societatea a dat datorii suplimentare în contribuția de clawback pentru trimestrele IV 2009-III 2011 în sumă totală de 3.672.966 lei, (ii) Deciziile privind dobânzile și penalitățile în sumă de 4.682.894 lei, precum și ca anularea în totalitate a (iii) deciziei de respingere a plângerii societății în cadrul procedurii administrative anterioare.

La prima ședință de judecată din 12 iunie 2018, instanța a stabilit o nouă ședință de judecată pentru data de 11 septembrie 2018 pentru a lua act de documentele înregistrate. De asemenea, instanța a solicitat să se pregătească în prealabil obiectivele evaluării experților care urmează să fie discutate atunci când probele în cauză sunt propuse și aprobate.

Astfel de circumstanțe ar putea da naștere unei probabilități mai mari pentru instanță de a considera că este necesar un raport de expertiză, întrucât nu există în mod necesar suficiente aspecte juridice care trebuie revizuite (cum ar fi, de exemplu, faptul că ANAF nu are competența de a stabili contribuția de clawback).

În general, societatea are șanse să prevaleze în această litigiu cu ANAF, într-o perspectivă rezonabilă asupra

circumstanțelor și aspectelor juridice ale cazului. Modalitatea în care instanțele aplică unele dintre dispozițiile aplicabile va fi totuși decisivă și nu poate fi exclusă o interpretare și o decizie adversă față de societate. În consecință, dintr-un punct de vedere obiectiv, se pare că șansele de a câștiga acest caz, cu o decizie definitivă, sunt chiar la șansele de a pierde. Evoluțiile care vor veni în cursul procesului în curs de desfășurare al curții de apel vor fi importante pentru a determina dacă desfășurarea procedurii va fi în favoarea societății.

#### 5. Cazul nr. 29892/3/2016

KJK Fund II, Fondul de Pensii Facultativ NN Activ, Fondul de Pensii Facultative NN Optim și Fondul de Pensii Administrat Privat NN, în calitate de acționari ai Zentiva, au depus o cerere de evaluare specială a anumitor operațiuni ale Companiei în temeiul art. 136 din Legea societăților comerciale nr. 31/1991. Acțiunea reclamanților a fost respinsă de Tribunalul București drept inadmisibilă.

Reclamanții au formulat un recurs în fața Curții de Apel București. În cadrul ședinței de judecată din 30.01.2018, procedurile judiciare au fost suspendate prin acordul părților pentru soluționarea pe cale amiabilă a litigiului.

În ceea ce privește acțiunea în justiție (recursul), nici o cerere de redeschidere a apelului nu a fost făcută până la termenul limită de 30 iulie 2018, prin urmare, recursul va fi respins pentru neglijență la urmărirea penală la cererea părților sau chiar de către instanța de judecată.

### 2.5. Asigurări

ZENTIVA S.A. dispune de diverse tipuri de asigurări și anume:

Activ (tip de asigurare)	Compania de asigurari	Valoarea asigurată	Prima de asigurare	Politica de termene și condiții
Property Damage & Business Interruption	Allianz pojišťovna, a.s.	ZE International program - RO part: PD – 46,8 MEUR, BI - 27 MEUR	51 891 EUR	Property Damage & Business Interruption incl. Machinery Breakdown and inventories, other terms per policy specifications
General & Product Liability incl. Recall insurance	XL Insurance Company SE	ZE International program limits: GLPL: 10 MEUR per claim / 50 MEUR in aggregate Recall: 10 MEUR per claim/in aggregate (sublimit) Extended product liability (e.g. sorting): 10 MEUR per claim/in aggregate (sublimit)	37 803 EUR	General & Product Liability incl. Recall insurance, other terms per policy specifications
Travel Insurance*	ERV pojišťovna, a.s	Medical expenses unlimited	2 275 EUR	Medical expenses unlimited, other terms per policy specifications
D&O RDI	XL Insurance Company SE	ZE International program limit: 50 MEUR	4 922 EUR	Director's and Officers Liability with retroactive date 30.9.2018, other terms per policy specifications
D&O Run-Off (6 years policy)	XL Insurance Company SE	ZE International program limit: 30 MEUR	2 370 EUR	Directors and Officers Liability with retroactive date historical to 30.9.2018, other terms per policy specifications
Cargo Marine	XL Insurance Company SE	1 MEUR per one claim or conveyance during transportation	6 039 EUR	Cargo Marine All risk insurance, other terms per policy specifications

## 2.6. Contracte de împrumut. Garanții. Alte datorii

Conform situațiilor financiare puse la dispoziție de client societatea nu are contractate împrumuturi pe termen scurt sau pe termen lung la data evaluării. Datoriile companiei sunt doar cele de exploatare, survenite din activitatea operațională și datorii față de bugetul de stat.

## 2.7. Diagnosticul operațional

### 2.7.1. Organizarea activității de exploatare

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. Capacitățile de producție sunt Secția Tableta și Secția Fiolă.

În anul 2017 Zentiva a sărbătorit 55 ani de activitate de producție neîntreruptă și de leadership în România, în ceea ce privește volumul de medicamente produs.

### 2.7.2. Activitatea productivă. Capacități de producție și gradul de utilizare al acestora

Linile operaționale sunt următoarele:

- Fabricarea produselor farmaceutice - producția sterilă - fiole, forme de dozare a solidelor, tablete, palete, capsule.
- Analize de laborator - controlul produselor fabricate în UE.

La data evaluării capacitatea de producție este de 3,8 miliarde de unități galenice (tablete, palete, capsule) și un grad de utilizare a capacității de producție de 77%.

### 2.7.3. Activitatea de mentenanță și întreținere

Activitatea de mentenanță și întreținere este realizată în proporție ridicată de către personalul specializat al societății; în restul cazurilor se apelează la serviciile unor companii specializate.

### 2.7.4. Activitatea de cercetare-dezvoltare

Pentru activitatea de cercetare-dezvoltare bugetul pe anul 2018 este de 5,71 milioane RON. Cheltuielile de cercetare-dezvoltare efectuate în anul 2017 au fost în valoare de 6,13 milioane RON, constând în activități legate de transferul unor produse repatriate în cadrul Grupului.

### 2.7.5. Activitatea de aprovizionare

Furnizorii societății sunt atât locali cât și externi, din Europa și Asia. Produsele achiziționate sunt în principal API-uri, excipienți, materiale utilizate în ambalare.

Problemele de aprovizionare constau în întârzieri, cauzate de audituri neconforme cu piețele reglementate, întârrirea reglementărilor EHS în China care afectează transportul materialelor. Termenele de plată sunt în general de 60 zile.

### 2.7.6. Dinamica investițiilor

În cursul anilor 2010-2015 s-au efectuat investiții de imobilizări corporale constând în echipamente, utilaje, precum și investiții în imobilizări necorporale reprezentând în principal softuri legate de procesul de producție.

Istoricul investițional este următorul:

	2013	2014	2015
Valoarea investiției (lei)	12,757,844	14,857,920	11,660,220
Lista principalelor bunuri achiziționate	Linie de paletizare (Wurster) Turbina de acoperire Statie electrica Unelte pentru produse noi	Linie Blistering SH Leak test Unelte pentru produse noi	Unelte pentru produse noi Echipament de laborator Product securization & Safety projects New Blender 1500L

Lista principalelor modernizări	Upgrade blister line IMA C90 SAP Athena upgrade Upgrade blister line CAM Mx92	Technical attic revam Aseptic area upgrade (Injectables)	Tableting process optimisation Bosch 1500 capsuling equipment upgrade
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>30.09.2018</b>
Valoarea investiției (lei)	10,787,670	16,927,200	14,875,350
Lista principalelor bunuri achiziționate	New Blistering Line Tooling for New Products	New Coating Turbine New air compressor New Atex preparation vessels	New double capacity Pelletization Line (Wurster) New Capsuling machine New Laboratory equipments in QC
Lista principalelor modernizări	Product securization QC EU Laboratory capacity increase	Product securization (e.g. Serialization & Tamper Evidence) Tooling for New Products	Upgrade automation in Packaging (cameras, PLC, Op. panels) Solids production equipment upgrade (GPCG300, Killian E150, DEV) Distillation and WFI automation upgrade Tamper evidence in Packaging

## 2.8. Aspecte comerciale

### 2.8.1. Analiza pieței

Societatea activează pe piața producătorilor de produse farmaceutice.

Piața totală a produselor farmaceutice, incluzând medicamentele vândute cu prescripție medicală (Rx) și cele fără prescripție (OTC) însumează în prezent 3,27 miliarde de euro, în creștere cu 5,2% în 2018 față de 2014.

Piața medicamentelor vândute cu prescripție medicală este împărțită între categoria "original brands" și medicamentele generice.

Valoric brandurile originale reprezintă 76,14%, iar în unități 40,56% din totalul pieței Rx.

	Unități					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ORIGINAL</b>	37.12%	37.04%	37.18%	38.72%	40.04%	40.56%
<b>BRANDED GENERICS</b>	51.88%	52.56%	53.25%	52.63%	52.01%	51.69%
<b>UN-BRANDED GENERICS</b>	11.01%	10.40%	9.58%	8.65%	7.95%	7.75%
<b>Total Market</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>TOTAL GENERICS</b>	<b>62.88%</b>	<b>62.96%</b>	<b>62.82%</b>	<b>61.28%</b>	<b>59.96%</b>	<b>59.44%</b>

Sursă: IQVIA, Sell in pharmacy data, august 2018

	Valoare					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ORIGINAL</b>	74.57%	72.41%	71.28%	75.97%	75.42%	76.14%
<b>BRANDED GENERICS</b>	22.93%	25.04%	26.11%	21.93%	22.72%	22.12%
<b>UN-BRANDED GENERICS</b>	2.49%	2.56%	2.61%	2.09%	1.86%	1.74%
<b>Total Market</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>TOTAL GENERICS</b>	<b>25.43%</b>	<b>27.59%</b>	<b>28.72%</b>	<b>24.03%</b>	<b>24.58%</b>	<b>23.86%</b>

Sursă: IQVIA, Sell in pharmacy data, august 2018

În perioada 2017-2018 se estimează o creștere a pieței medicamentelor generice de 4,8%. Zentiva operează pe piața medicamentelor generice. La nivelul întregii piețe Rx, medicamentele generice au scăzut atât valoric cât și la nivelul unităților vândute.

În septembrie 2018, nivelul pieței medicamentelor generice era de 620 milioane de euro, în creștere cu 5% comparativ cu anul 2017.

Medicamentele generice sunt vândute în proporție de 79% prin intermediul retailerilor și 21% în spitale. Mai jos se pot observa primele 10 companii ce reprezintă 72,6% din totalul pieței medicamentelor generice.

	Manufacturer	MAT Sept 2014		MAT Sept 2015		MAT Sept 2016		MAT Sept 2017		MAT Sept 2018	
		VALUE MNF (k euro)	MS	VALUE MNF (k euro)	MS	VALUE MNF (k euro)	MS	VALUE MNF (k euro)	MS	VALUE MNF (k euro)	MS
	Grand Total	597,541		614,339		562,899		589,717		620,432	
1	ANTIBIOTICE	69,741	11.67	76,692	12.48	76,910	13.66	76,877	13.04	80,386	12.96
2	KRKA	63,154	10.57	65,946	10.73	55,986	9.95	61,468	10.42	66,180	10.67
3	TERAPIA	52,858	8.85	55,224	8.99	52,835	9.39	53,531	9.08	59,558	9.60
4	SANDOZ	38,790	6.49	41,588	6.77	34,375	6.11	37,690	6.39	40,364	6.51
5	ZENTIVA SA ROMANIA	34,262	5.73	34,090	5.55	33,757	6.00	33,287	5.64	32,848	5.29
6	ZENTIVA AS CEHIA	22,739	3.81	27,574	4.49	26,220	4.66	26,705	4.53	29,754	4.80
7	LABORMED	33,439	5.60	34,348	5.59	30,420	5.40	30,264	5.13	27,154	4.38
8	TEVA	38,683	6.47	32,814	5.34	25,625	4.55	26,153	4.43	25,473	4.11
9	EGIS	17,167	2.87	16,847	2.74	15,629	2.78	16,221	2.75	17,411	2.81
10	ACTAVIS TEVA	45,064	7.54	45,687	7.44	25,306	4.50	21,346	3.62	12,917	2.08
11	OCTAPHARMA	2,731	0.46	5,634	0.92	10,189	1.81	10,570	1.79	12,232	1.97
12	ACCORD HEALTHCARE	234	0.04	45	0.01	834	0.15	5,883	1.00	11,130	1.79
13	RANBAXY	10,190	1.71	10,239	1.67	10,175	1.81	9,303	1.58	10,703	1.73
14	GEDEON RICH RO	9,654	1.62	9,510	1.55	8,132	1.44	8,610	1.46	9,553	1.54
15	GEDEON RICHTER	12,822	2.15	11,254	1.83	8,966	1.59	8,746	1.48	8,917	1.44
16	MEDOCHEMIE	6,845	1.15	6,130	1.00	6,175	1.10	7,533	1.28	8,442	1.36
17	DR REDDYS	14,402	2.41	13,968	2.27	13,517	2.40	13,347	2.26	8,166	1.32
18	EUROPHARM	4,319	0.72	3,656	0.60	3,813	0.68	4,833	0.82	7,875	1.27
19	ALVOGEN	4,930	0.83	5,748	0.94	5,239	0.93	5,565	0.94	7,700	1.24
20	BERLIN-CH/MENARINI	7,583	1.27	7,095	1.15	6,580	1.17	7,276	1.23	7,595	1.22

Source: IQVIA, Sell in pharmacy data, September 2018

Piața farmaceutică din România va înregistra afaceri record în 2018, apetitul românilor pentru pastile și tratamente fiind stimulat de campaniile publicitare din massmedia și de situația de criză din sistemul sanitar, estimările mergând spre atingerea pragului de 50 de miliarde de lei.

Potrivit unei analize realizate de Keysfin, care a luat în calcul datele financiare ale companiilor producătoare și distribuitoare de medicamente, afacerile acestora au evoluat susținut în ultimii ani, de la 37,92 miliarde de lei în 2012, la 47,87 miliarde lei în 2017, estimările pentru 2018 mergând spre 50 de miliarde de lei.

Creșterea prețurilor la medicamente, pe fondul valului de inflație din acest an, va influența în sens ascendent cifra de afaceri din acest sector, estimările Agerpres indicând aproximativ 49,77 miliarde lei. Nu este exclus ca această cifră să fie depășită, evoluția vremii cu efectele sale urmând să influențeze în mod substanțial această estimare.

Creșterea afacerilor a fost însoțită și de o evoluție semnificativă a profitabilității. Dacă în 2012, firmele din industria farma raportau un profit total de 1,65 miliarde de lei, în 2017 s-a ajuns la 2,38 miliarde lei, iar în 2018, experții estimează un nivel cu 54% mai mare față de anul de referință 2012, de 2,53 miliarde lei.

Experții de la KeysFi afirmă că creșterea cifrei de afaceri din industria farma, care a ajuns la 26% în intervalul 2012-2017, vine în principal pe fondul extinderii susținute a lanțurilor de farmacii și a campaniilor de promovare



agresive. Urmând modelul implementat cu succes în alte țări, piața farma a devenit principalul consumator de bugete de promovare, iar efectele s-au văzut rapid, în creșterea afacerilor și a numărului de clienți.

Potrivit datelor statistice, în România erau înregistrați oficial, în 2016, 158 de producători de medicamente și preparate farmaceutice și peste 6700 de comercianți cu ridicată și amănuntul.

Potrivit analizei, marii jucători din piață și-au consolidat în ultimii ani afacerile, astfel că topul principalilor jucători nu a suferit modificări semnificative. Sectorul producției este condus de Terapia, cu afaceri de 567,98 milioane de lei (2016), companie urmată de firma ieșeană Antibiotice (334,99 milioane lei) și Sandoz, cu 320,38 milioane lei. Clasamentul producătorilor este completat, în ordinea cifrei de afaceri, de Labormed Pharma, Gedeon Richter România, Fiterman Pharma, Infomed Fluids și Biotehnos SA.

### TOP 10 Companii Farma Romania 2017 (volum unitati vandute)



În segmenul comerțului cu amănuntul, topul investitorilor este condus de Sensiblu SRL, cu afaceri de 1,67 miliarde lei, companie urmată de DONA, cu 902,69 milioane lei în 2016 și Help Net Farma cu 549,90 milioane de lei. Topul comercianților, după cifra de afaceri, este completat de Catena Hygeia și Ropharma.

În ceea ce privește comerțul en gros, lider este Mediplus Exim cu o cifră de afaceri de 4 miliarde lei, urmat de Farmexpert DCI (2,9 miliarde lei).

Statistica KeysFin arată că, din punct de vedere geografic, cele mai multe firme din sectorul farma activează în București (1.237), urmat de Cluj (322), Argeș (285), Bihor (279), Iași (279) și Dolj (278 firme).

În total, în România erau înregistrate, în 2016, 6.905 companii în producția și distribuția de medicamente, cu peste 65.000 de angajați.

Experții estimează că în acest an companiile din comerțul farmaceutic își vor tempera extinderea teritorială, acoperirea geografică la nivel regional și local atingând un nivel considerat optim.

În prezent asistăm la o consolidare a pieței. Din 2012 și până în prezent, jucătorii din farma au investit masiv în principal în extinderea rețelilor de distribuție, iar analizele KeysFin arată că am atins un moment de apogeu.

Trendul crescător se regăsește și la nivel global, piața globală a produselor farmaceutice fiind estimată să crească cu aproximativ 5% în acest an și să depășească 800 de miliarde de dolari.

În Europa, Germania este liderul incontestabil în privința producției de medicamente. În clasament urmează companiile din Marea Britanie, Elveția, Franța, Suedia, Danemarca.

La nivel European industria farmaceutică este una reprezentativă la nivelul tuturor industriilor.

 INDUSTRY (EFPIA total)	2000	2010	2016	2017
 Production	127,504	199,400	248,053	258,000 (e)
 Exports (1) (2)	90,935	276,357	373,333	385,000 (e)
 Imports	68,841	204,824	278,462	287,000 (e)
 Trade balance	22,094	71,533	94,871	98,000 (e)
 R&D expenditure	17,849	27,920	33,949	35,200 (e)
 Employment (units)	554,186	670,088	747,607	750,000 (e)
 R&D employment (units)	88,397	117,035	112,425	115,000 (e)
 Total pharmaceutical market value at ex-factory prices	89,449	153,685	199,234	207,000 (e)
 Payment for pharmaceuticals by statutory health insurance systems (ambulatory care only)	76,909	129,464	133,203	137,000 (e)

## 2.8.2. Mediul comercial intern

### 2.8.2.1. Produsele comercializate și politica de produs

Cu peste 500 de produse în 900 de forme farmaceutice, Zentiva oferă unul dintre cele mai diversificate portofolii de produse generice pentru piețele internaționale.

Zentiva oferă:

- Medicamente generice: acestea sunt produse accesibile de cea mai înaltă calitate care oferă soluții pentru un grup extins de client, care caută o alternativă la produsele farmaceutice originale costisitoare.
- Medicamente pentru 15 arii terapeutice cheie:



**Afecțiuni cardiovasculare**

Principalele trei molecule:

- RAMIPRIL
- ATORVASTATIN
- RAMIPRIL + HYDROCHLOROTHAZIDE

**Sistemul nervos central**

Principalele trei molecule:

- METAMIZOLE SODIUM
- LEVETIRACETAM
- VALPROIC ACID

**Medicamente anti-inflamatorii și de combatere a durerii**

Principalele trei molecule:

- IBUPROFEN
- LEFLUNOMIDE
- BACLOFEN

**Boli ale sângelui**

Principalele trei molecule:

- CLOPIDOGREL
- HEPARIN
- ACID FOLIC

**Urologie**

Principalele trei molecule:

- TAMUSULOSIN
- FINASTERIDE
- ALFUZOSIN

**Afecțiuni ale sistemului respirator**

Principalele trei molecule:

- FORMOTEROL
- MONTELUKAST
- FEXOFENADINE

**Altele**

- Endocrinologie
- Oncologie
- Dermatologie
- Soluții pentru spitale

**SUN PHARMA**

### 2.8.2.2. Clienții

Zentiva are ca principali clienți intermediari în comerțul cu medicamente, nu există vânzări directe la nivel de farmacii.

### 2.8.2.3. Concurenții

Principalii concurenți ai Zentiva sunt:

- **Antibiotice**

- Este liderul pe piața medicamentelor generice cu o cotă de piață de 13% (septembrie 2018), în creștere cu 4,6% față de anul 2017.
- Prețul mediu de vânzare este de 3,10 euro/ pachet, comparativ cu piața de 2,57 euro/pachet.
- 76% din portofoliu este reprezentat de clasa J (antibacteriene sistemice) - prețul mediu de 6,2 euro/pachet.
- Portofoliu concentrate pe antiinfecțioase și cardio.
- 57% din vânzările efectuate au loc în cadrul spitalicesc.
- Companie de stat.

- **Sun Pharma**

- Este pe a doua poziție în topul producătorilor de medicamente generice cu o cotă de piață de 11,4% (septembrie 2018), în creștere cu 11,8% față de 2017.
- Portofoliu diversificat pe diferite tipuri terapeutice: cardio, neuro, gastro, sânge (88%).
- Prețul mediu de vânzare este de 2,23 euro/pachet.
- 8% din veniturile realizate sunt către spitale.

**at**  
Antibiotice  
Știință și suflet

- Fabrică locală.
- **KRKA**
- Este pe a treia poziție în topul producătorilor de medicamente generice cu o cotă de piață de 10,7% (septembrie 2018), în creștere cu 7,7% față de 2017.
- Portofoliu diversificat pe diferite tipuri terapeutice: cardio, neuro, gastro, antiinfecțioase (90%).
- Prețul mediu de vânzare este de 2,22 euro/pachet.
- Doar 2% din venituri se realizează din vânzările către spitale.

#### 2.8.2.4. Analiza activității și strategiei întreprinderii

- **Politica de preț**

Conform reglementărilor în vigoare, societatea efectuează o dublă comparație în calcularea prețurilor din România:

- Cu prețul produsului în alte țări (un coș cu produse din 12 țări stabilit de Ministerul Sănătății din România)
- Cu prețul produsului original (până la 65% din prețul original al produsului, așa numitul "preț de referință generic")

Prețul propus trebuie să fie cel mai mic preț din cele două prezentate mai sus.

În cazul produselor incluse în programele naționale (cu rambursare 100%), prețul se stabilește în funcție de scăderile de preț oferite de competitor.



- **Politica de promovare**

Principal activitate de marketing este promovarea la nivelul medicilor. În plus, există și promovare la nivelul farmaciilor independente și a farmaciilor care fac parte din lanțurile naționale.

Principalele activități de marketing sunt:

- Vizitele în cabinetele medicilor
- Evenimente
- Congrese naționale și regionale
- Evenimente stand alone
- Promovările direct în farmacii
- Campanii educaționala pentru pacienți, pliante, site-uri, etc
- Educație medicală pentru medici- cursuri live, cursuri online etc.
- Activități digitale: buletine de stiri, campanii social media.

## 2.9. Resurse umane

### 2.9.1. Managementul societății

Consiliul de administrație este format din:

- Xavier Lasserre – președinte al CA
- Carol Blery
- Simona Cocos
- Margareta Tanase
- Marchand Francois Noel

Conducerea executivă este asigurată de o echipă managerială compusă din:

Nume	Pozitie	Nivel de pregatire	Varsta	Vechime
Simona Cocos	Manager general	Plant management	51	10 ani
Margareta Tanase	Industrial affairs manager	General management	58	10 ani
Daniel Dumitrescu	Chief Financial Officer	Finance	40	10 luni

## 2.9.2. Personalul

Evoluția personalului:

	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
Angajați	546	529	536	530	544	559

## 2.10. 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 2012 – 30.09.2018, 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.

### 2.10.1. Analiza poziției financiare

În continuare sunt prezentate sintetic situațiile financiare aferente perioadei 2012 – 30.09.2018:

Bilanț Patrimonial	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
<b>ACTIV</b>							
<b>IMOBILIZĂRI</b>							
Imobilizări necorporale	415.234	362.758	604.330	849.542	759.528	768.975	3.528.319
Imobilizări corporale	85.124.896	90.808.120	96.179.069	98.655.303	96.162.648	136.824.367	100.634.422
Imobilizări financiare	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL IMOBILIZĂRI</b>	<b>85.540.130</b>	<b>91.170.878</b>	<b>96.783.399</b>	<b>99.504.845</b>	<b>96.922.176</b>	<b>137.593.342</b>	<b>104.162.741</b>
<b>ACTIVE CIRCULANTE</b>							
Stocuri	29.634.065	49.779.547	45.306.379	50.076.172	42.093.203	40.549.376	118.437.133
Creanțe, din care :	202.224.148	179.638.094	207.415.123	229.558.929	172.732.601	157.877.971	519.575.790
- Creanțe din exploatare	150.346.197	178.096.778	202.145.818	226.786.158	168.458.531	148.690.359	519.575.790
- Creanțe din afara exploatării	51.877.951	1.541.316	5.269.305	2.772.771	4.274.070	9.187.612	0
Lichidități și asimilate	5.533.632	39.165.615	38.551.002	7.372.756	127.910.418	160.792.773	52.883.290
<b>TOTAL ACTIVE CIRCULANTE</b>	<b>237.391.845</b>	<b>268.583.256</b>	<b>291.272.504</b>	<b>287.007.857</b>	<b>342.736.222</b>	<b>359.220.120</b>	<b>690.896.213</b>
<b>CONTURI DE REGULARIZARE</b>	<b>164.917</b>	<b>309.691</b>	<b>402.702</b>	<b>498.034</b>	<b>413.077</b>	<b>298.838</b>	<b>873.483</b>
<b>TOTAL ACTIV</b>	<b>323.096.892</b>	<b>360.063.825</b>	<b>388.458.605</b>	<b>387.010.736</b>	<b>440.071.475</b>	<b>497.112.300</b>	<b>795.932.436</b>
<b>PASIV</b>							
<b>CAPITALURI PROPRII</b>							
Capital social	301.420.302	301.243.930	300.975.967	41.367.780	41.281.260	40.944.420	40.944.420
Rezerve	168.264.895	180.445.971	191.377.536	175.357.890	181.665.847	224.663.533	178.408.879
Rezultat reportat	23.737.130	23.823.128	23.823.128	9.827.897	9.827.897	13.245.258	102.487.014
Rezultat curent	32.181.076	40.297.608	54.242.886	46.204.961	73.026.646	89.241.756	238.596.656
Rezultatul reportat provenit din adoptarea pentru prima data a IAS 29	273.746.023	273.746.023	273.746.023	0	0	0	0
Profit repartizat	0	0	0	0	0	0	0
Acțiuni proprii	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL CAPITALURI PROPRII</b>	<b>251.857.380</b>	<b>272.064.614</b>	<b>296.673.494</b>	<b>272.758.528</b>	<b>305.801.650</b>	<b>368.094.967</b>	<b>560.436.970</b>
<b>PATRIMONIUL PUBLIC</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PATRIMONIUL PRIVAT</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PROVIZIOANE</b>	<b>19.038.447</b>	<b>21.623.397</b>	<b>25.007.434</b>	<b>34.620.753</b>	<b>35.803.423</b>	<b>28.443.097</b>	<b>27.041.043</b>
<b>DATORII</b>							
<b>DATORII PE TERMEN LUNG</b>	<b>46.702</b>	<b>49.936</b>	<b>37.161</b>	<b>24.386</b>	<b>8.675</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Datorii financiare TL	0	0	0	0	0	0	0
Alte datorii TL	46.702	49.936	37.161	24.386	8.675	0	0
<b>DATORII PE TERMEN SCURT</b>	<b>52.154.363</b>	<b>66.325.878</b>	<b>66.740.516</b>	<b>79.607.069</b>	<b>98.457.727</b>	<b>100.574.236</b>	<b>208.454.423</b>
Datorii financiare TS	0	0	0	0	0	0	0
Datorii din exploatare TS	52.154.363	66.325.878	66.740.516	79.607.069	98.457.727	100.574.236	208.454.423
Datorii din afara exploatării TS	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIV</b>	<b>323.096.892</b>	<b>360.063.825</b>	<b>388.458.605</b>	<b>387.010.736</b>	<b>440.071.475</b>	<b>497.112.300</b>	<b>795.932.436</b>

Analizând posturile bilanțiere, putem constata pentru perioada 2012 - septembrie 2018 o pondere a imobilizărilor în total active s-a încadrat în intervalul 22%-28%, cu o pondere minima de 22% în anul 2016.

Compania nu a înregistrat în întreaga perioadă analizată active imobilizate de natura imobilizărilor financiare.

Nivelul imobilizărilor corporale se află sub nivelul de 1% din total activ pe întreaga perioadă analizată.

În ceea ce privește activele circulante:

- Ponderea cea mai mare în întreg activ o au creanțele. Ponderea acestora a scăzut în perioada 2012-2017 de la 63% la 32%, astfel îmbunătățindu-se capacitatea de încasare a creanțelor. Din cadrul acestor creanțe aproximativ 90% sunt comerciale.
- Ponderea stocurilor în întreg activ s-a situat în intervalul 8-14%, cea mai mare pondere fiind înregistrată în ultimul an întreg de analiză 2017.
- Nivelul lichidității este foarte ridicat la nivelul companiei, în special în ultimii doi ani de analiză, unde ponderea a fost de 29%, respectiv 32% din întreg activ.

În ceea ce privește datoriile companiei, acestea sunt doar datoriile survenite din activitatea de exploatare și au un nivel cuprins între 16-22% din întreg pasiv în perioada analizată.

### 2.10.2. Indicatorii de structură

Structura patrimonială	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
Cpr / Total Activ	78%	76%	76%	70%	69%	74%	70%
Datorii totale / Cpr	21%	24%	23%	29%	32%	27%	37%

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 ZENTIVA. Deoarece compania nu este îndatorată pe termen lung și nu are datorii financiare, cei mai reprezentativi indicatori sunt:

- ✓ **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. După cum se poate observa, nivelul acestui indicator se încadrează în jurul valorii de 70% pe întreaga perioadă analizată, astfel compania și-a menținut aceeași structura de finanțate.
- ✓ **Total Datorii / Capitaluri Proprii** este un indicator al levierului financiar și indică gradul de autonomie financiară de care se bucură compania analizată. Având în vedere faptul că nivelul acestui indicator este sub nivelul de 50% pe întreaga perioadă analizată, putem spune că societatea deține un nivel crescut al autonomiei financiare.

### 2.10.3. Analiza lichidității, a echilibrului financiar și a indicatorilor de gestiune

Utilizarea activului patrimonial	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
Lichiditatea rapidă	398%	330%	369%	298%	305%	317%	275%
Lichiditatea imediată	11%	59%	58%	9%	130%	160%	25%
Lichiditatea curentă	455%	405%	436%	361%	348%	357%	331%
Durata de rotație a stocurilor	44	62	41	45	36	32	94
Durata de rotație a creanțelor	300	223	189	208	148	124	414
Durata de rotație a datoriilor către furnizori	77	82	61	72	84	79	166

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 mica 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. Nivelul acestui indicator este crescut în perioada analizată, astfel obligațiile de plată pot fi onorate fără probleme de către societate.
- ✓ **Lichiditatea imediată:** determină capacitatea companiei de a-și onora obligațiile imediate. Nivelul acestui indicator este crescut mai ales în ultimii doi ani analizați ca urmare a nivelului crescut al lichidităților.
- ✓ **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 nevandabil, 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, luate în considerare: unele companii folosesc cea mai mare parte refinanțează 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 în ceea ce privește datoriile curente. 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. Ca și în cazul lichidității rapide, nivelul acestui indicator este crescut pe întreaga perioadă analizată.
- ✓ **Durata de rotație a stocurilor:** această rată reflectă perioada de timp necesară bunului produs sau serviciului prestat să treacă de la element inventar la cifră de afaceri, în consecință evaluează eficiența managementului operațional. Durata de rotație a stocurilor a scăzut în perioada analizată de la 44 de zile în anul 2012 la 32 de zile în anul 2017, astfel eficientizându-se modalitate de valorificare a stocurilor.



- ✓ **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. Ca și în cazul stocurilor, durata de încasare a creanțelor a fost diminuată în ultimii ani ai analizei realizate. Lichiditățile însemnate de care dispune compania pot reprezenta un avantaj competitiv în acest fel firma putând să negocieze cu clienții durate mai mari de încasare a creanțelor. De asemenea, lichiditățile ridicate pot reprezenta o măsură de siguranță luată de companie pentru a compensa managementul defectuos al creanțelor.
- ✓ **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 majorare a capitalului de lucru și a free cash flow-ului disponibil, compania dispunând de mai multe resurse financiare pentru acoperirea altor nevoi curente. Durata de rotație a datoriilor către furnizori este mai mică comparativ cu durata de rotație a creanțelor, existând posibilitatea unui dezechilibru în ceea ce privește capitalul de lucru, însă societatea dispune de suficiente lichidități pentru a nu afecta activitatea operațională a companiei.

#### 2.10.4. Analiza performanțelor financiare

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

Structura cheltuielilor din exploatare în venituri	2012	2013	2014	2015	2016	2017	43373
Venituri din vânzarea mărfurilor	26.475.973	30.554.488	42.829.227	22.531.259	17.251.549	29.803.687	59.349.717
Producția vândută	253.748.065	293.919.407	400.047.996	421.336.272	447.277.004	483.938.454	282.971.178
Venituri din subvenții de exploatare (aferente CA nete)	0	0	0	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	37.733.009	34.111.128	48.804.601	47.042.939	44.524.245	55.365.097	0
<b>Cifra de afaceri (netă)</b>	<b>242.491.029</b>	<b>290.362.767</b>	<b>394.072.622</b>	<b>396.824.592</b>	<b>420.004.308</b>	<b>458.377.044</b>	<b>342.320.895</b>
Venituri aferente costului producției în curs de execuție	2.970.015	5.025.619	-1.992.416	3.688.987	1.672.107	3.848.785	32.031.851
Venituri din producția de imobilizări	0	0	0	0	0	0	0
Venituri din reevaluarea imobilizărilor corporale	0	0	0	0	0	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	12.246.140	6.594.608	4.865.188	5.939.323	5.478.097	5.400.996	273.550.438
<b>Venituri din Exploatare - Total</b>	<b>257.707.184</b>	<b>301.982.994</b>	<b>396.945.394</b>	<b>406.452.902</b>	<b>427.154.512</b>	<b>467.626.825</b>	<b>647.903.184</b>
Cheltuieli privind mărfurile	23.382.226	26.097.669	44.085.534	10.885.478	8.610.654	14.565.544	52.583.580
Cheltuieli materiale	54.266.334	88.669.004	132.729.145	163.945.504	150.373.042	173.747.750	150.792.231
Cheltuieli cu utilitățile	5.803.462	5.548.478	7.283.398	8.583.591	8.192.162	8.329.419	6.716.707
Cheltuieli cu lucrări și servicii executate de terți (prestații externe)	70.440.477	71.726.259	76.903.948	76.776.988	90.467.879	95.210.779	82.199.089
Cheltuieli cu impozite, taxe și vărsăminte asimilate	1.966.145	1.562.970	4.409.005	6.951.000	5.305.491	405.585	15.949.026
Cheltuieli cu personalul	44.572.390	45.361.636	47.917.516	48.877.864	50.517.563	59.063.422	45.419.655
Alte cheltuieli de exploatare	6.829.404	4.075.246	3.644.161	1.576.483	5.315.499	14.706.431	2.976.630
Reduceri comerciale primite	0	0	0	0	0	0	0

<b>EBITDA</b>	<b>50.446.746</b>	<b>58.941.732</b>	<b>79.972.687</b>	<b>88.855.994</b>	<b>108.372.222</b>	<b>101.597.895</b>	<b>291.266.266</b>
Amortiz. și proviz. (imob. corp. și necorp.)	8.686.658	7.432.920	8.775.627	10.645.681	14.077.010	10.415.771	-220.545
Ajustarea valorii activelor circulante	850.315	-19.842	1.492.185	7.396.724	2.566.491	-342.453	1.301.090
Ajustări privind proviz. pentru riscuri și cheltuieli	3.528.694	950.587	5.363.862	9.659.721	1.782.408	-14.536.946	-245.562
<b>Cheltuieli pentru Exploatare - Total</b>	<b>220.326.105</b>	<b>251.404.927</b>	<b>332.604.381</b>	<b>345.299.034</b>	<b>337.208.199</b>	<b>361.565.302</b>	<b>357.471.901</b>
<b>Rezultatul din Exploatare (EBIT)</b>	<b>37.381.079</b>	<b>50.578.067</b>	<b>64.341.013</b>	<b>61.153.868</b>	<b>89.946.313</b>	<b>106.061.523</b>	<b>290.431.283</b>
<b>Venituri Financiare Total</b>	<b>4.415.977</b>	<b>2.809.965</b>	<b>963.858</b>	<b>424.684</b>	<b>1.940.954</b>	<b>8.826.224</b>	<b>94.393.449</b>
Alte cheltuieli financiare	1.483.573	1.603.718	848.308	1.464.433	2.419.310	7.961.716	92.536.083
Cheltuieli privind dobânzile	0	16.357	9.720	132.450	5.863	0	0
- din care în cadrul grupului	0	0	0	0	0	0	0
<b>Cheltuieli Financiare Total</b>	<b>1.483.573</b>	<b>1.620.075</b>	<b>858.028</b>	<b>1.596.883</b>	<b>2.425.173</b>	<b>7.961.716</b>	<b>92.536.083</b>
<b>Rezultatul Financiar</b>	<b>2.932.404</b>	<b>1.189.890</b>	<b>105.830</b>	<b>-1.172.199</b>	<b>-484.219</b>	<b>864.508</b>	<b>1.857.366</b>
<b>Rezultatul Extraordinar</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Rezultatul Brut al Exercițiului</b>	<b>40.313.483</b>	<b>51.767.957</b>	<b>64.446.843</b>	<b>59.981.669</b>	<b>89.462.094</b>	<b>106.926.031</b>	<b>292.288.649</b>
Impozit pe profit	8.343.901	10.021.515	12.190.449	13.995.076	16.982.707	18.871.520	46.001.184
Impozitul pe profit amanat (692)	0	1.238.834	0	0	0	0	0
Alte impozite nereprezentate la elementele de mai sus (698)	-86.000	210.000	319.000	-9.000	112.000	401.000	0
Venituri din impozitul pe profit amanat (792)	125.494	0	2.305.492	209.368	659.259	1.588.245	0
<b>Rezultatul Net al Exercițiului</b>	<b>32.181.076</b>	<b>40.297.608</b>	<b>54.242.886</b>	<b>46.204.961</b>	<b>73.026.646</b>	<b>89.241.756</b>	<b>246.287.465</b>

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 într-o proporție semnificativă de producția vândută.
- ✓ Principalele cheltuieli din exploatare sunt cheltuielile cu materiile prime necesare în procesul de producție al produselor farmaceutice. O altă pondere semnificativă o au și cheltuielile către terți, fiind urmate de cheltuielile cu personalul.

#### 2.10.5. Indicatori de profitabilitate și rentabilitate

Indicatori profitabilitate	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rentabilitatea activelor	10%	11%	14%	12%	17%	18%
Rentabilitatea capitalurilor proprii	13%	15%	18%	17%	24%	24%
Rentabilitatea capitalurilor angajate	14%	20%	23%	20%	42%	45%
EBITDA / CA	21%	20%	20%	22%	26%	22%
EBIT / CA	15%	17%	16%	15%	21%	23%
Rezultat net / CA	13%	14%	14%	12%	17%	19%

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, randamentele activelor este atribuit cu marje de profit mai mari. Valorii mici ale acestui indicator sugerează în general investiții neproductive sau supradimensionate, ce nu lucrează la capacitate maximă și nu pot produce suficient profit. Nivelul acestui indicator a fluctuat în perioada analizată cu o creștere în ultimii doi ani ca urmare a creșterii capacității de utilizare a activelor.

- 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 semnal pozitiv pentru investitori.
- Rentabilitatea capitalurilor angajate: reprezintă capacitatea companiei de a-și aloca eficient capitalul în investiții profitabile. Acesta reprezintă o indicație asupra modului în care resursele utilizare generează venituri.
- ✓ Indicatorii de profitabilitate prezintă următoarele concluzii:
  - **Marja EBITDA:** reflectă cel mai bine rentabilitatea activității operaționale. Nivelul acestui indicator se încadrează în limitele 20-22% cu excepția anului 2016 (26%), astfel activitatea operațională este rentabilă și există o constanță în modul de organizare al activității.
  - **Marja EBIT:** reprezintă ponderea profitului operațional în cifra de afaceri, acest indicator exprimă capacitatea companiei de a genera valoare adăugată pentru acționarii sai. Această marjă arată profitabilitatea afacerii în sine, fără a lua în calcul cheltuielile ce nu țin de aceasta. Nivelul acestu indicator a cunoscut o creștere constantă pe întreaga perioadă analizată, cu excepția anului 2015.
  - **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 fiscală a companiei. În perioada 2012-2017 societatea a înregistrat profit, astfel putem concluziona că activitatea societății este una profitabilă.

## 2.11. ANALIZA SWOT

Scopul analizei SWOT este sa 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 comparat 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 firmă 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 constant de clienți (atât externi cât și interni) bazat pe o relație de lungă durată;
- + Rate de lichiditate și solvabilitate foarte bune;
- + Nu prezintă grad de îndatorare către instituții financiare;
- + ZENTIVA deține capacități semnificative de producție și depozitare produse farmaceutice și în continuare, planul de investiții prevede creșterea capacităților de producție actuale;

- + Conducerea societății are experiența necesară dezvoltării activității societății;
- + Apartenența la un grup.

PUNCTE SLABE:

- Nivelul mare al duratei de încasare al creanțelor

**ANALIZA MEDIULUI EXTERN**

OPORTUNITĂȚI

- ✓ Relații tradiționale cu clienții și poziție de negociere
- ✓ Consolidarea pozițiilor ca distribuitor principal de produse farmaceutice
- ✓ Concentrarea unei cote de piață mai mari prin dezvoltarea unor noi produse

RISCURI:

- ❖ În contextul actual, și având în vedere tendințele economiei românești, societatea este predispusă unui risc legislativ, activitatea producătorilor de farmaceutice fiind influențată de diverse taxe ce se impun acestui tip de industrie.
- ❖ Concurența prin preț din partea competitorilor deja existenți atât la nivel național, cât și la nivel regional.
- ❖ 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 dobândă și indirect asupra performanței companiei;

### 3. EVALUAREA SOCIETĂȚII

Abordările recomandate de către Standardele de Evaluare a Bunurilor - ediția 2018, ce sunt în acord cu IVS (International Valuation Standards) – ediția 2013, pentru evaluarea capitalului propriu al unei entități sunt:

- ✓ Abordarea prin venit
- ✓ Abordarea prin piață
- ✓ Abordarea prin active. Este recomandată doar în cazul companiilor de tip start-up sau a celor ce nu respectă principiul continuității activității.

Activitatea principală a companiei a fost și este generatoare de profit; bugetul de venituri și cheltuieli se axează pe așteptările managementului cu privire la evoluția viitoare a entității în raport cu actualele condiții economice. Abordarea prin venit a fost aplicată plecând de la bugetul de venituri și cheltuieli întocmit de managementul companiei și verificat de către evaluator cu date de piață referitoare la marja operațională EBITDA, respectiv evoluția așteptată a domeniului.

În ceea ce privește aplicarea abordării prin piață, menționăm faptul că segmentul producătorilor de medicamente nu este suficient de bine reprezentat la nivelul Bursei de Valori București, însă evaluatorul a putut identifica la nivelul piețelor de capital europene companii cu specific similar de activitate. Astfel abordare prin piață a fost aplicată cu ajustările aferente.

#### 3.1. 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) de care nu se poate ține seama în cadrul Abordării pe bază de active.

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

- ✓ Împărțirea valorii capitalului acționarilor la numărul de acțiuni rezultând valoarea de piață a unei acțiuni.

### 3.1.1. Fundamentarea previziunilor veniturilor și cheltuielilor

Previziunile ZENTIVA S.A. s-au făcut pornind de la elementele componente ale Bugetului de Venituri și Cheltuieli întocmit de conducerea companiei și analizat de noi împreună cu aceasta. S-a ținut cont de situația actuală a societății, de istoricul activității cât și de informațiile cunoscute la data evaluării privind evoluția viitoare a pieței specifice. Situațiile previzionate au conținut: cifra de afaceri, principalele categorii de cheltuieli operaționale și profitul obținabil.

Premisele aplicării metodei sunt:

- Durata previziunii de 5 ani a presupus că după această perioadă evoluția afacerii se va încadra pe o tendință de cvasimentinere cu o creștere anuală perpetuă de 2,5%. În plus, considerăm că acesta este orizontul de timp pentru care gradul de acuratețe a previziunilor se poate menține în limite acceptabile în ce privește evoluția viitoare a întreprinderii.
- Bugetul previzionat și fluxurile financiare au fost elaborate pe baza bugetului estimat pus la dispoziție de către compania ZENTIVA S.A. și de asemenea pe baza tendințelor istorice cât și a celor ale pieței (așa cum se prezintă ele la data evaluării).
- Întrucât bugetul de venituri și cheltuieli este întocmit în monedă nominală (luând în calcul evoluția cursului valutar și a ratei inflației în următorii ani), a dus la necesitatea exprimării tuturor indicatorilor în monedă nominală – lei.
- Rezultatele acestei abordări sunt valabile sub rezerva, specifică, de neîndeplinire ale unor elemente luate în calcul, din motive imposibil a fi avute în vedere la momentul evaluării.

#### **Previziunea cifrei de afaceri**

Activitatea operațională a companiei se axează pe: activitatea de producție și activitatea de comercializare a produselor farmaceutice.

Activitatea de producție se referă la producția produselor farmaceutice (fabricarea în mediu steril a tabletelor și a capsulelor) și activitatea de laborator (controlul produselor fabricate în afara Uniunii Europene).

La data evaluării, capacitatea de producție este de 3,8 miliarde unități galenice, reprezentând capsule, tablete și fiole, iar gradul de utilizare al fabricii este de 77%.

Rata de creștere a veniturilor este reprezentată mai jos:

Indicator	Anul 1	Anul 2	Anul 3	Anul 4	Anul 5	VT
Inflația previzionată	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Rata de creștere reală estimată de evaluator	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	-	-
Rata de creștere nominală	4,8%	4,6%	4,5%	3,5%	2,5%	2,5%

Pentru primii 3 ani ai previziunii explicite, sursa inflației previzionate este Comisia Națională de Prognoză: <http://www.cnp.ro/ro/prognoze>.

Inflația previzionată	2019	2020	2021
Medie anuală	2,8	2,6	2,5

După anul 3 de previziune explicită, inflația previzionată este inflația estimată pe termen lung de către Trading Economics (sursă: : <https://tradingeconomics.com/romania/forecast> )

Overview	Actual	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	2020	
GDP Growth Rate	1.90	0.7	0.9	0.6	1.3	0.6	percent
Unemployment Rate	4.10	4	4.2	4.5	4.8	5.4	percent
Inflation Rate	4.30	3.5	3.2	3.5	3.3	2.5	percent
Interest Rate	2.50	2.5	2.75	2.75	3	3	percent
Balance of Trade	-970.90	-1670	-890	-1630	-1046	-1400	EUR Million
Government Debt to GDP	35.00	36.2	35.4	35.4	35.4	35	percent

Luând în considerare evoluția istorică a acestui indicator, pentru primul an de previziune s-a considerat o cifra de afaceri calculată ca cifra de afaceri aferentă anului 2017 majorată cu rata de creștere estimată.

Raționamentul în ceea ce privește evoluția cifrei de afaceri previzionate este susținut de evoluția istorică crescătoare a acestui indicator. În urma analizei de piață, s-a putut observa acest trend de evoluție atât la compania analizată cât și la ceilalți jucători din această industrie.

Evaluatorul a estimat rata de creștere luând în considerare capacitatea actuală de producție, dar și investițiile viitoare estimate de managementul companiei. În urma realizării acestor investiții, s-a estimat o creștere a capacității de producție ce va îndeplini 2 criterii simultan:

- Maximizarea activității, aducând în calcul un avantaj al economiei de scală prin absorbția costurilor fixe.
- Maximizarea activității ce nu va pune în pericol fabricația produselor, în cazul unor evenimente neprevăzute (de exemplu: stocuri insuficiente, defecțiuni tehnice, întârzieri ale furnizorilor de materiale)

Un alt element ce susține creșterea estimată a cifrei de afaceri, este o creștere activității comerciale, ca urmare a încheierii colaborării cu Sanofi în septembrie 2018. Începând cu octombrie 2018, Zentiva va obține autorizarea pentru comercializarea produselor farmaceutice și altele în afara de celor produse în fabrica proprie.

### **Previziunea marjei EBITDA**

Marja EBITDA a fost estimată pornind de la eșantionul realizat pe o serie de companii cu același specific, ce își desfășoară activitatea la nivelul țărilor din Europa. Companiile selectate sunt producători de produse farmaceutice (cod CAEN 2120).

Sursa informațiilor este baza de date Capital IQ S&P (sursă: <https://www.capitaliq.com>).

Am utilizat mediana indicatorului aferent ultimelor 12 luni (LTM).

Rezultatele obținute sunt următoarele:

Numele companiei	Simbol	Clasificare	Tara	Website	Marja EBITDA % [LTM]
Allergan plc (NYSE:AGN)	NYSE:AGN	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	<a href="http://www.allergan.com">www.allergan.com</a>	46,5
Celon Pharma S.A. (WSE:CLN)	WSE:CLN	Pharmaceuticals (Primary)	Poland	<a href="http://www.celonpharma.com">www.celonpharma.com</a>	44,8
Tchaikapharma High Quality Medicines AD (BUL:7TH)	BUL:7TH	Pharmaceuticals (Primary)	Bulgaria	<a href="http://www.tchaikapharma.com">www.tchaikapharma.com</a>	44,3

Numele companiei	Simbol	Clasificare	Tara	Website	Marja EBITDA % [LTM]
Mallinckrodt Public Limited Company (NYSE:MNK)	NYSE:MNK	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	<a href="http://www.mallinckrodt.com">www.mallinckrodt.com</a>	40,3
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A. (BIT:REC)	BIT:REC	Pharmaceuticals (Primary)	Italy	<a href="http://www.recordati.com">www.recordati.com</a>	37,0
Biofarm S.A. (BVB:BIO)	BVB:BIO	Pharmaceuticals (Primary)	Romania	<a href="http://www.biofarm.ro">www.biofarm.ro</a>	30,2
Farmak JSC (UKR:FARM)	UKR:FARM	Pharmaceuticals (Primary)	Ukraine	<a href="http://www.farmak.ua">www.farmak.ua</a>	26,1
GlaxoSmithKline plc (LSE:GSK)	LSE:GSK	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	<a href="http://www.gsk.com">www.gsk.com</a>	25,5
Bayer Aktiengesellschaft (DB:BAYN)	DB:BAYN	Pharmaceuticals (Primary)	Germany	<a href="http://www.bayer.com">www.bayer.com</a>	25,2
Alliance Pharma plc (AIM:APH)	AIM:APH	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	<a href="http://www.alliancepharmaceuticals.com">www.alliancepharmaceuticals.com</a>	24,8
Krka, d. d. (LJSE:KRKG)	LJSE:KRKG	Pharmaceuticals (Primary)	Slovenia	<a href="http://www.krka.biz">www.krka.biz</a>	24,7
Hikma Pharmaceuticals PLC (LSE:HIK)	LSE:HIK	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	<a href="http://www.hikma.com">www.hikma.com</a>	24,5
Boiron SA (ENXTPA:BOI)	ENXTPA:BOI	Pharmaceuticals (Primary)	France	<a href="http://www.boiron.com">www.boiron.com</a>	23,1
Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Működő Rt. (BUSE:RICHTER)	BUSE:RICHTER	Pharmaceuticals (Primary)	Hungary	<a href="http://www.richter.hu">www.richter.hu</a>	22,3
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (DB:SAZ)	DB:SAZ	Pharmaceuticals (Primary)	Germany	<a href="http://www.stada.de">www.stada.de</a>	20,0
Pierrel S.p.A. (BIT:PRL)	BIT:PRL	Pharmaceuticals (Primary)	Italy	<a href="http://www.pierrel.it">www.pierrel.it</a>	19,6
Antibiotice S.A. (BVB:ATB)	BVB:ATB	Pharmaceuticals (Primary)	Romania	<a href="http://www.antibiotice.ro">www.antibiotice.ro</a>	17,1
AS Olainfarm (RISE:OLF1R)	RISE:OLF1R	Pharmaceuticals (Primary)	Latvia	<a href="http://www.olainfarm.lv">www.olainfarm.lv</a>	15,5
Orexo AB (publ) (OM:ORX)	OM:ORX	Pharmaceuticals (Primary)	Sweden	<a href="http://www.orexo.com">www.orexo.com</a>	14,8
Recipharm AB (publ) (OM:RECI B)	OM:RECI B	Pharmaceuticals (Primary)	Sweden	<a href="http://www.recipharm.com">www.recipharm.com</a>	14,6
Lavipharm S.A. (ATSE:LAVI)	ATSE:LAVI	Pharmaceuticals (Primary)	Greece	<a href="http://www.lavipharm.gr">www.lavipharm.gr</a>	12,6
SANOCHEMIA Pharmazeutika AG (XTRA:SAC)	XTRA:SAC	Pharmaceuticals (Primary)	Austria	<a href="http://www.sanochemia.at">www.sanochemia.at</a>	10,4
Laboratorio Reig Jofre, S.A. (BME:RJF)	BME:RJF	Pharmaceuticals (Primary)	Spain	<a href="http://www.reigjofre.com">www.reigjofre.com</a>	8,8
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A. (BME:ROVI)	BME:ROVI	Pharmaceuticals (Primary)	Spain	<a href="http://www.rovi.es">www.rovi.es</a>	8,7



Numele companiei	Simbol	Clasificare	Tara	Website	Marja EBITDA % [LTM]
Endo International plc (NasdaqGS:ENDP)	NasdaqGS:ENDP	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	<a href="http://www.endo.com">www.endo.com</a>	7,6
Sopharma AD (BUL:3JR)	BUL:3JR	Pharmaceuticals (Primary)	Bulgaria	<a href="http://www.sopharma.bg">www.sopharma.bg</a>	7,2
<b>Mediana</b>					<b>22,7</b>

În estimarea marjei EBITDA am pornit gradual de la marja obținută de companie în anul 2017 de 22,2% și am ajuns în anul 5 de previziune explicită la nivelul estimat al pieței de 22,7%:

Bugetul de venituri si cheltuieli	Anul 1	Anul 2	Anul 3	Anul 4	Anul 5	VT
<b>EBITDA</b>	108.249.524	113.773.293	119.461.874	124.231.731	127.940.932	131.139.456
<b>Marja EBITDA (%CA)</b>	22,3%	22,4%	22,5%	22,6%	22,7%	22,7%

#### **Estimarea cheltuielilor cu amortizarea**

Cheltuielile cu amortizarea au fost estimate de client pentru primii 4 ani ai previziunii explicite. Am extrapolat această valoare și pentru ultimul an al previziunii. În primul an al previziunii non-explicite, amortizarea a fost estimată la nivelul anului 5 indexată cu nivelul estimat al inflației.

Amortizare	Anul 1	Anul 2	Anul 3	Anul 4	Anul 5	VT
-lei-	13.949.108	14.652.884	15.216.059	15.680.223	15.680.223	16.072.228

## Bugetul de venituri și cheltuieli

(lei)	DCF												
	2012	2013	Valori istorice		2016	2017	30.09.2018	An 1	An 2	An 3	An 4	An 5	VT
Cifra de afaceri (moneda nominala)	242.491.029	290.362.767	394.072.622	396.824.592	420.004.308	458.377.044	342.320.895	480.379.142	502.476.583	525.088.029	543.466.110	557.052.763	570.979.082
% creștere nominala		20%	36%	1%	6%	9%	-25%	4,8%	4,6%	4,5%	3,5%	2,5%	2,5%
<b>Total venituri operationale</b>	<b>257.707.184</b>	<b>301.982.994</b>	<b>396.945.394</b>	<b>406.452.902</b>	<b>427.154.512</b>	<b>467.626.825</b>	<b>647.903.184</b>	<b>486.039.386</b>	<b>508.397.198</b>	<b>531.275.072</b>	<b>549.869.699</b>	<b>563.616.442</b>	<b>577.706.853</b>
Costuri operaționale	207.260.438	243.041.262	316.972.707	317.596.908	318.782.290	366.028.930	356.636.918	372.129.618	388.703.290	405.626.155	419.234.379	429.111.830	439.839.626
% CA	80,4%	80,5%	79,9%	78,1%	74,6%	78,3%	55,0%	77,5%	77,4%	77,2%	77,1%	77,0%	77,0%
<b>EBITDA</b>	<b>50.446.746</b>	<b>58.941.732</b>	<b>79.972.687</b>	<b>88.855.994</b>	<b>108.372.222</b>	<b>101.597.895</b>	<b>291.266.266</b>	<b>108.249.524</b>	<b>113.773.293</b>	<b>119.461.874</b>	<b>124.231.731</b>	<b>127.940.932</b>	<b>131.139.456</b>
% Cifra de afaceri	20,8%	20,3%	20,3%	22,4%	25,8%	22,2%	85,1%	22,3%	22,4%	22,5%	22,6%	22,7%	22,7%
Minus : Amortiz. și proviz. (imob. corp. si necorp.)	8.686.658	7.432.920	8.775.627	10.645.681	14.077.010	10.415.771	-220.545	13.949.108	14.652.884	15.216.059	15.680.223	15.680.223	16.072.228
Minus : Ajustarea valorii activelor circulante	850.315	-19.842	1.492.185	7.396.724	2.566.491	-342.453	1.301.090	0	0	0	0	0	0
Minus : Ajustări privind proviz. pentru riscuri si cheltuieli	3.528.694	950.587	5.363.862	9.659.721	1.782.408	-14.536.946	-245.562	0	0	0	0	0	0
% Total venituri	5%	3%	4%	7%	4%	-1%	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>37.381.079</b>	<b>50.578.067</b>	<b>64.341.013</b>	<b>61.153.868</b>	<b>89.946.313</b>	<b>106.061.523</b>	<b>290.431.283</b>	<b>94.300.417</b>	<b>99.120.409</b>	<b>104.245.815</b>	<b>108.551.508</b>	<b>112.260.710</b>	<b>115.067.227</b>
Minus : Impozit pe profit	8.343.901	10.021.515	12.190.449	13.995.076	16.982.707	18.871.520	46.001.184	15.088.067	15.859.265	16.679.330	17.368.241	17.961.714	18.410.756
<b>Profit operational net (EBIT - Impozit pe profit)</b>	<b>29.037.178</b>	<b>40.556.552</b>	<b>52.150.564</b>	<b>47.158.792</b>	<b>72.963.606</b>	<b>87.190.003</b>	<b>244.430.099</b>	<b>79.212.350</b>	<b>83.261.143</b>	<b>87.566.485</b>	<b>91.183.267</b>	<b>94.298.996</b>	<b>96.656.471</b>
Plus : Amortizare si depreciere								13.949.108	14.652.884	15.216.059	15.680.223	15.680.223	16.072.228
Minus : Investiții în imobilizări								17.532.900	18.220.600	20.293.980	9.480.600	9.480.600	16.072.228
Minus : Variația capitalului de lucru net								10.804.189	10.274.707	10.893.142	10.381.911	9.585.824	3.522.603
<b>Fluxuri de numerar la dispoziția investitorilor</b>								<b>64.824.368</b>	<b>69.418.720</b>	<b>71.595.422</b>	<b>87.000.978</b>	<b>90.912.795</b>	<b>93.133.868</b>

**Activitatea investițională**

Investițiile de tip CAPEX au fost estimate de către evaluator pornind de la previziunile transmise de client pentru perioada explicită, nivel CAPEX ce va asigura păstrarea activelor în starea actuală și creșterea randamentului în vederea susținerii evoluției preconizate a Cifrei de Afaceri.

CAPEX	Anul 1	Anul 2	Anul 3	Anul 4	Anul 5	VT
-lei-	17.532.900	18.220.600	20.293.980	9.480.600	9.480.600	16.072.228

**Variația capitalului de lucru**

Ponderea capitalului de lucru, neafectat de activitatea intragrup (ce reprezintă în unele cazuri surse de finanțare) și alte datorii precum dividende de plată este sub mediana regăsită în piață (19,4% în cazul companiei analizate în 2017 vs. mediana de 25% regăsită în cazul altor companii similare din eșantionul creat).

În cadrul procesului de evaluare s-a considerat mediana regăsită la nivelul altor companii similare, de 25%, plecându-se treptat de la nivelul înregistrat în anul 2017.

Istoric nivelul capitalului propriu a fost:

Capital de lucru (lei)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
Creanțe	150.346.197	178.096.778	202.145.818	226.786.158	168.458.531	148.690.359	31.784.867
Stocuri	29.634.065	49.779.547	45.306.379	50.076.172	42.093.203	40.549.376	118.437.133
Cheltuieli plătite în avans	164.917	309.691	402.702	498.034	413.077	298.838	888.985
<b>Total Active Curente</b>	<b>180.145.179</b>	<b>228.186.016</b>	<b>247.854.899</b>	<b>277.360.364</b>	<b>210.964.811</b>	<b>189.538.573</b>	<b>151.110.985</b>
% CA	74%	79%	63%	70%	50%	41%	44%
Datorii comerciale	30.684.317	43.387.655	40.909.918	49.667.644	64.189.638	61.076.772	79.429.034
Datorii acumulate							
Alte datorii	21.470.046	22.938.223	25.830.598	29.939.425	34.268.089	39.497.464	76.918.540
<b>Total datorii curente</b>	<b>52.154.363</b>	<b>66.325.878</b>	<b>66.740.516</b>	<b>79.607.069</b>	<b>98.457.727</b>	<b>100.574.236</b>	<b>156.347.573</b>
% CA	22%	23%	17%	20%	23%	22%	46%
<b>Capital de lucru</b>	<b>127.990.816</b>	<b>161.860.138</b>	<b>181.114.383</b>	<b>197.753.295</b>	<b>112.507.084</b>	<b>88.964.337</b>	<b>-5.236.589</b>
% CA	52,8%	55,7%	46,0%	49,8%	26,8%	19,4%	-1,5%

Istoric nu au fost incluse în capitalul de lucru creanțele față de entitățile afiliate (contul 451) și datoriile față de entitățile afiliate cuprinse în conturile 401 și 411.

Sume neincluse în capitalul de lucru	2012	2013	2014	2015	2016	2017	30.09.2018
Creanțe afiliați	51.877.951	1.541.316	5.269.305	2.772.771	4.274.070	9.187.612	487.790.922
Lichidități	5.533.632	39.165.615	38.551.002	7.372.756	127.910.418	160.792.773	52.883.290
Datorii afiliați							52.106.849

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

Capital de lucru	Anul 1	Anul 2	Anul 3	Anul 4	Anul 5	VT
-lei-	<b>99.768.526</b>	<b>110.043.234</b>	<b>120.936.376</b>	<b>131.318.287</b>	<b>140.904.110</b>	<b>144.426.713</b>
% CA	20,5%	21,6%	22,8%	23,9%	25,0%	25,0%

### 3.1.2. Estimarea ratei de actualizare

În cele ce urmează prezentăm modalitatea de estimare a ratei de actualizare, ce a fost utilizată în cadrul abordării prin venit.

Având în vedere că rata de actualizare sau altfel spus, costul capitalului investit nu este observabil direct, au fost elaborate modele variate, prezumții și aproximări care să conducă la valoarea corespunzătoare. Astfel calea cea mai consacrată utilizată în prezent este WACC (Weighted Average Cost of Capital), ce consideră Cost of Equity, estimat prin modelul CAPM (Capital Assets Pricing Model) coroborat cu Cost of Debt respectiv raportului mediu regăsit în piață pentru indicatorul Debt/Equity.

#### Estimarea Costului Capitalului Propriu (Cost of Equity)

Relația de calcul pentru estimarea Cost of Equity prin modelul CAPM este:

$$R_a = R_f + ERP \times \beta_{adj} + CRP + \alpha$$

unde,  $R_a$  – rata de actualizare

$R_f$  – rata de bază fără risc

ERP – prima de risc a pieței

$\beta_{adj}$  – coeficient ajustat de evaluare a riscului sistematic

CRP – prima de risc de țară

$\alpha$  – primă de risc asociată strict companiei evaluate și scenariului de previziune considerat

Aplicarea acestei abordări cu rigurozitate în România este dificilă datorită lipsei sau insuficienței informațiilor publice referitoare la estimarea principalelor componente și aici facem referire în special la **prima de risc și coeficientul  $\beta$** .

Menționăm faptul că fluxurile financiare la dispoziția investitorilor au fost întocmite în monedă nominală; astfel că rata de actualizare estimată este una nominală (are în vedere inflația așteptată).

În continuare vom estima fiecare din cele 6 componente ale ratei de actualizare:

#### 1. Rata de bază fără risc ( $R_f$ )

Rata fără risc și prima de risc de piață, asemeni celorlalte componente ale costului capitalului propriu reprezintă concepte orientate spre viitor (forward-looking). Costul capitalului reprezintă un concept orientat spre viitor explicat de faptul că în evaluare (a unei companii spre exemplu), se estimează valoarea prezentă a beneficiilor viitoare obținabile din deținerea companiei.

Rata de bază fără risc reprezintă acea investiție care determină remunerarea capitalului investit în condiții de risc minim (dobânda actuală la obligațiunile guvernamentale pe termen lung – la data evaluării). Pentru companii ce își desfășoară activitatea în Europa se consideră rată de bază fără risc nominală ca fiind randamentul la scadență a obligațiunilor de stat emise de state având rating AAA și maturitate de cel puțin 10 ani, coroborat cu inflația așteptată monedei euro respectiv monedei naționale (unde își desfășoară activitatea compania).

În perioadele de fluctuație, în care ratele fără risc înregistrează valori foarte mici datorate intervențiilor băncilor centrale pe piața monetară, analiștii iau în considerare “normalizarea” ratei fără risc. Prin “normalizare” se înțelege estimarea unei rate fără risc care să reflecte cât mai aproape de realitate media

sustenabilă a randamentelor obligațiunilor de stat<sup>2</sup>.

În estimarea ratei fără risc normalizate, Duff & Phelps au utilizat valori medii la sfârșit de lună și un model Build-Up. Considerând medii ale randamentelor obligațiunilor de stat pe termen lung, au fost obținute următoarele valori ale ratei fără risc nominale:

- Randamentul normalizat al obligațiunilor de stat emise în SUA și maturitate termen lung, 20 de ani, estimat de Duff & Phelps la o valoare de 3,5% (estimat la martie 2018).  
Sursele datelor sunt prezentate mai jos:

Area	€ EUR	£ GBP	\$ USD
World	2.5%	3.5%	3.5%
European Union	2.5%	3.5%	3.5%
Eurozone	2.5%	3.5%	3.5%
United Kingdom	2.5%	3.5%	3.5%

- Inflația estimată la dolar, sursă: <https://tradingeconomics.com/united-states/forecast>

#### United States - Economic Forecasts - 2018-2020 Outlook

This page has economic forecasts for the United States including a long-term outlook for the next decades, plus medium-term expectations for the next four quarters and short-term market predictions for the next release affecting the the United States economy.

Overview	Actual	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	2020	
GDP Growth Rate	4.20	2.8	2.7	2.6	2.5	2	percent
Unemployment Rate	3.70	3.9	3.8	3.8	3.4	4.5	percent
Inflation Rate	2.30	2.4	2.3	2.6	2.4	2.3	percent
Interest Rate	2.25	2.5	2.5	2.75	3	3.5	percent
Balance of Trade	-53237.00	-45000	-52000	-51000	-58051	-53000	USD Million
Government Debt to GDP	105.40	108	108	108	108	109	percent

- Inflația estimată la lei, sursă: <https://tradingeconomics.com/romania/forecast>

#### Romania - Economic Forecasts - 2018-2020 Outlook

This page has economic forecasts for Romania including a long-term outlook for the next decades, plus medium-term expectations for the next four quarters and short-term market predictions for the next release affecting the Romania economy.

Overview	Actual	Q4/18	Q1/19	Q2/19	Q3/19	2020	
GDP Growth Rate	1.40	0.7	0.9	0.6	0.8	0.6	percent
Unemployment Rate	4.30	4	4.2	4.5	4.8	5.4	percent
Inflation Rate	5.00	3.8	3.2	3.5	3.3	2.5	percent
Interest Rate	2.50	2.5	2.75	2.75	3	3	percent
Balance of Trade	-1393.20	-1670	-890	-1630	-1021	-1400	EUR Million
Government Debt to GDP	35.00	36.2	35.4	35.4	35.4	35	percent

<sup>2</sup> <http://www.duffandphelps.com/assets/pdfs/publications/valuation/coc/erp-and-rfr-recommendation-jan-31-2016.pdf>

Rata de baza fara risc			
Nr. crt.	Denumire indicator macroeconomic	Valoare	Sursa
1	Randamentul la scadență normalizat al obligațiunilor de stat emise în S.U.A, cu maturitate la 20 ani	3,50%	Duff & Phelps Valuation Handbook 2018- International industry Cost of Capital- European union
2	Rata de inflație dolar SUA	2,30%	<a href="https://tradingeconomics.com/united-states/forecast">https://tradingeconomics.com/united-states/forecast</a>
3	Rata de inflație Lei	2,50%	<a href="https://tradingeconomics.com/romania/forecast">https://tradingeconomics.com/romania/forecast</a>

Rfr lei =	3,70%
-----------	-------

## 2. Prima de risc a pieței

Prima de risc a pieței de capital (ERP) reprezintă un element de bază al determinării costului capitalului cu ajutorul modelului CAPM (Capital Asset Pricing Model). Aceasta și rata fără risc sunt concepte intercorelate, prima de risc determinându-se în relație cu rata fără risc. În esență, ERP este randamentul suplimentar așteptat de investitori pentru asumarea unui risc adițional, asociat cu investiția într-un portofoliu diversificat de acțiuni, prin comparație cu randamentul așteptat al unei investiții în active fără risc.

Pentru a calcula prima de risc a pieței am estimat:

a. Prima de risc a pieței pentru o piață matură:

- ✓ prima de risc (ERP) pentru o piață matură preluată din studiul Duff & Phelps – prima estimată începând cu martie 2018, este de **5,5%**<sup>3</sup>, corespunzătoare ratei fără risc de 3,5%;

Area	€ EUR	£ GBP	\$ USD
World	4.4%	4.4%	4.4%
European Union	5.3%	5.2%	5.0%
Eurozone	5.3%	5.2%	5.0%
United Kingdom	5.3%	5.2%	5.0%

b. La prima de risc pentru o piață matură s-a adăugat prima de risc de țară a României:

- ✓ riscul de țară al României (**1,8%**) estimat de Duff & Phelps, corespunzător rating-ului BBB-.

Investor Perspective: United States  
Currency: United States dollar (USD)

Country Yield Spread Model:  
Country Risk Premia (CRPs)

The country risk premium (CRP) is not the cost of equity capital (COE). The CRP is to be added to base COE.

Investee Country	Data Updated Through December 2017		Data Updated Through March 2018		S&P Sovereign Credit Rating §	MSCI Market Classification †
	December 2017 Country Risk Premium (CRP) (%)	Tier Method*	March 2018 Country Risk Premium (CRP) (%)	Tier Method*		
Romania	1.5	2	1.8	2	BBB-	Frontier

<sup>3</sup><http://www.duffandphelps.com/assets/pdfs/publications/valuation/coc/us%20erp%20and%20risk%20free%20rate%20table%2031jan2016.pdf>

Prima de risc a pieței			
Nr. crt.	Denumire indicator macroeconomic	Valoare	Sursa
1	Prima de risc a pieței (ERP) pentru o piață matură estimată pentru martie 2018	5,00%	Duff & Phelps Valuation Handbook 2018- International industry Cost of Capital- European union
2	Riscul de țară al României (CRP) actualizat la martie 2018	1,80%	Duff & Phelps Valuation Handbook 2018- International industry Cost of Capital

### 3. Coeficientul $\beta$

În estimarea coeficientului de volatilitate  $\beta$  aferent sectorului producătorilor de farmaceutice, am utilizat baza de date Duff & Phelps Study: Valuation Hand Book - International Industry Cost of Capital (March 2018 update) - European Union - Pharmaceuticals, Median: beta unlevered is **0.89**.

Formula matematică ce a stat la baza acestei estimări este:

$$B_U = \frac{B_L}{[1 + (1 - T_c) \times (D/E)]}$$

Where:

$B_L$  is the firm's beta with leverage.

$T_c$  is the corporate tax rate.

$D/E$  is the company's debt/equity ratio.

S-a observat că în timp, coeficientul beta al unei companii tinde către valoarea medie aferentă industriei. Astfel, coeficientul beta levered trebuie ajustat, iar în acest sens se evidențiază metoda Bloomberg (Bloomberg Adjusted Beta, sau Smoothed Beta). Coeficientul ajustat Beta reprezintă o estimare a coeficientului Beta previzionat pentru un activ. Acesta este derivat inițial cu ajutorul datelor istorice, dar ținem cont de ipoteza că acest coeficient tinde în timp către 1, media pieței. Astfel formula utilizată pentru ajustarea Beta este:  $(0.67) \times \text{Beta neajustat} + (0.33) \times 1.0$ .<sup>4</sup>

Coeficientul Beta ajustat a fost determinat prin ponderarea cu 67% a coeficientului neajustat și cu 33% a coeficientului Beta al pieței, de 1, rezultând un Beta ajustat de **0,96**.

Beta Coefficient			
Nr. crt.	Denumire indicator macroeconomic	Valoare	Sursa
1	Unlevered $\beta$ ( $\beta_u$ )	0,89	Duff & Phelps – Pharmaceuticals Industry Valuation Handbook 2018- International industry Cost of Capital- European union
2	Debt / Equity market (D/E)	7,4%	

$\beta =$	<b>0,96</b>
-----------	-------------

### 4. Coeficientul $\alpha$

Nu am considerat coeficientul alpha de risc suplimentar, deoarece compania este una matură cu o cotă de piață relevantă.

<sup>4</sup> Roger J. Grabowski – Estimating Discount Rates in Global and Local Financial Environment, 27 May 2016

În cele ce urmează prezentăm **estimarea Cost of Equity**:

Estimarea costului capitalului propriu (CAPM)	
Rf	3,70%
ERP	5,00%
$\beta$	0,96
CRP	1,80%
$\alpha$	0%
$K_{cpr} = Rf + ERP * \beta + CRP + \alpha$	10,32%

### Estimarea Costului Mediu Ponderat al Capitalului (WACC)

Pentru estimarea **costului mediu ponderat al capitalului** celelalte elemente luate în calcul au fost:

- ✓ Structura estimată a capitalului, pornind de la situația actuală a structurii de finanțare în piața specifică – estimată la 7,4%

E/(D+E) Estimation			
Nr. crt.	Denumire indicator macroeconomic	Valoare	Sursa
1	Debt / Equity market (D/E)	7,4%	Duff & Phelps Valuation Handbook 2018- International industry Cost of Capital- European union

$E / (D + E) =$	93,1%
$D / (D + E) =$	6,9%

- ✓ Costul brut real al finanțării aferent capitalurilor împrumutate, calculat pornind de la media costului nominal al creditelor noi acordate societăților nefinanciare – 4,84%;
- ✓ Valoarea rezultată a **Costului mediu ponderat al capitalului (WACC)** este:

Estimarea WACC	
<b>Structura Capitalului Investit</b>	
Datorii financiare / Capital Investit	6,89%
Capital propriu / Capital Investit	93,11%
D / E	7,40%
<b>Estimarea costului Capitalului Propriu</b>	
Costul Capitalului Propriu	10,32%
<b>Costul Datoriilor</b>	
Costul brut al datoriilor	4,84%
Rata impozitului pe profit	16,00%
Costul net al datoriilor	4,07%
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>



### 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 cadrul bugetului previzionat. Modificările în structura capitalului de lucru au fost estimate conform prevederilor din subcapitolele precedente.

Fluxurile din investiții - Investițiile de tip CAPEX au fost estimate de către evaluator pornind de la previziunile transmise de client.

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

(lei)	DCF												
	2012	2013	Valori istorice		2016	2017	30.09.2018	An 1	An 2	An 3	An 4	An 5	VT
Cifra de afaceri (moneda nominala)	242.491.029	290.362.767	394.072.622	396.824.592	420.004.308	458.377.044	342.320.895	480.379.142	502.476.583	525.088.029	543.466.110	557.052.763	570.979.082
% creștere nominala		20%	36%	1%	6%	9%	-25%	4,8%	4,6%	4,5%	3,5%	2,5%	2,5%
<b>Total venituri operationale</b>	<b>257.707.184</b>	<b>301.982.994</b>	<b>396.945.394</b>	<b>406.452.902</b>	<b>427.154.512</b>	<b>467.626.825</b>	<b>647.903.184</b>	<b>486.039.386</b>	<b>508.397.198</b>	<b>531.275.072</b>	<b>549.869.699</b>	<b>563.616.442</b>	<b>577.706.853</b>
Costuri operaționale	207.260.438	243.041.262	316.972.707	317.596.908	318.782.290	366.028.930	356.636.918	372.129.618	388.703.290	405.626.155	419.234.379	429.111.830	439.839.626
% CA	80,4%	80,5%	79,9%	78,1%	74,6%	78,3%	55,0%	77,5%	77,4%	77,2%	77,1%	77,0%	77,0%
<b>EBITDA</b>	<b>50.446.746</b>	<b>58.941.732</b>	<b>79.972.687</b>	<b>88.855.994</b>	<b>108.372.222</b>	<b>101.597.895</b>	<b>291.266.266</b>	<b>108.249.524</b>	<b>113.773.293</b>	<b>119.461.874</b>	<b>124.231.731</b>	<b>127.940.932</b>	<b>131.139.456</b>
% Cifra de afaceri	20,8%	20,3%	20,3%	22,4%	25,8%	22,2%	85,1%	22,3%	22,4%	22,5%	22,6%	22,7%	22,7%
Minus : Amortiz. și proviz. (imob. corp. si necorp.)	8.686.658	7.432.920	8.775.627	10.645.681	14.077.010	10.415.771	-220.545	13.949.108	14.652.884	15.216.059	15.680.223	15.680.223	16.072.228
Minus : Ajustarea valorii activelor circulante	850.315	-19.842	1.492.185	7.396.724	2.566.491	-342.453	1.301.090	0	0	0	0	0	0
Minus : Ajustări privind proviz. pentru riscuri si cheltuieli	3.528.694	950.587	5.363.862	9.659.721	1.782.408	-14.536.946	-245.562	0	0	0	0	0	0
% Total venituri	5%	3%	4%	7%	4%	-1%	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>37.381.079</b>	<b>50.578.067</b>	<b>64.341.013</b>	<b>61.153.868</b>	<b>89.946.313</b>	<b>106.061.523</b>	<b>290.431.283</b>	<b>94.300.417</b>	<b>99.120.409</b>	<b>104.245.815</b>	<b>108.551.508</b>	<b>112.260.710</b>	<b>115.067.227</b>
Minus : Impozit pe profit	8.343.901	10.021.515	12.190.449	13.995.076	16.982.707	18.871.520	46.001.184	15.088.067	15.859.265	16.679.330	17.368.241	17.961.714	18.410.756
<b>Profit operational net (EBIT - Impozit pe profit)</b>	<b>29.037.178</b>	<b>40.556.552</b>	<b>52.150.564</b>	<b>47.158.792</b>	<b>72.963.606</b>	<b>87.190.003</b>	<b>244.430.099</b>	<b>79.212.350</b>	<b>83.261.143</b>	<b>87.566.485</b>	<b>91.183.267</b>	<b>94.298.996</b>	<b>96.656.471</b>
Plus : Amortizare si depreciere								13.949.108	14.652.884	15.216.059	15.680.223	15.680.223	16.072.228
Minus : Investiții în imobilizări								17.532.900	18.220.600	20.293.980	9.480.600	9.480.600	16.072.228
Minus : Variația capitalului de lucru net								10.804.189	10.274.707	10.893.142	10.381.911	9.585.824	3.522.603
<b>Fluxuri de numerar la dispoziția investitorilor</b>								<b>64.824.368</b>	<b>69.418.720</b>	<b>71.595.422</b>	<b>87.000.978</b>	<b>90.912.795</b>	<b>93.133.868</b>
WACC		9,9%											
Perioada de actualizare								1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	
Factorul de actualizare								0,91	0,83	0,75	0,69	0,62	
<b>Fluxuri de numerar actualizate</b>								<b>58.992.321</b>	<b>57.489.825</b>	<b>53.958.123</b>	<b>59.669.569</b>	<b>56.742.827</b>	

### 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 – 2,5% (asimilabil 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<sub>t+1</sub> = 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 (g) a fost previzionată utilizând rata de inflație previzionată de 2,5%.

Având în vedere rata de actualizare estimată la 9,9% respectiv creșterea așteptată în perpetuitate de 2,5%, rata de capitalizare utilizată în vederea estimării valorii terminale este de **7,4%**.

În cele ce urmează prezentăm sintetic valoarea terminală actualizată:

<b>Valoare terminala (lei)</b>	
Fluxuri de numerar - an terminal	93.133.868
Rata de crestere in perpetuitate - g	2,5%
EBITDA - an terminal	131.139.456
Valoarea terminala	1.260.932.224
Perioada de actualizare	5,0
Factorul de actualizare	0,62
<b>Valoarea terminala actualizata</b>	<b>787.005.385</b>
<i>% valoarea intreprinderii</i>	<i>73%</i>

### 3.1.5. Estimarea valorii de piață a capitalului propriu

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

La valoarea EV au fost adăugate datoriile nete formate din:

- Datorii către entități afiliate în valoare de 52.106.849
- Disponibilități bănești în valoare de 52.883.290

Și creanțele față de entitățile afiliate în valoare de 487.790.922 lei

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

Output		U.M.
<b>Valoarea Intreprinderii</b>		
Fluxuri de numerar actualizate	286.852.665	lei
<b>Valoarea terminala</b>		
Factorul de actualizare	0,6241	
<b>Valoarea terminala actualizata</b>	<b>787.005.385</b>	lei
<i>% valoarea intreprinderii</i>	<i>73%</i>	
Valoarea intreprinderii	1.073.858.050	lei
Plus : Creante fara de entitati afiliate	487.790.922	lei
Minus: Total Datorii Financiare	52.106.849	lei
Plus: Lichiditati	52.883.290	lei
Datorii nete	-776.441	lei
<b>Valoarea Capitalului Propriu</b>	<b>1.562.425.400</b>	lei
Numar de actiuni	<b>416.961.150</b>	actiuni
<b>Valoarea de piata / actiune</b>	<b>3,7472</b>	lei/actiune

Valoarea capitalului propriu aferent ZENTIVA S.A. prin această abordare este:

$$V_{DCF} = 1.562.425.400 \text{ lei echivalent a } 3,7472 \text{ lei/actiune}$$

### 3.2. ABORDAREA PRIN PIAȚĂ

Abordarea prin comparații de piață presupune compararea entității evaluate cu alte entități similare și relevante care au fost tranzacționate pe piață, și, în final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unor “chei de conversie” sau altfel spus, coeficienți multiplicatori. Prețurile de tranzacționare sunt analizate prin utilizarea unor elemente de comparație adecvate și în multe situații sunt ajustate corespunzător deosebirilor dintre elementele de comparație ale firmelor comparabile versus entitatea evaluată (compania subiect). Elementele de comparație care stau la baza diferențelor de preț de tranzacționare sunt: dimensiunea firmelor (cifra de afaceri, total active sau total capacități, capitalizarea bursieră), data tranzacțiilor – cât mai recente (față de data evaluării), condiții de vânzare, prețuri, dimensiunea pachetului de acțiuni, creșteri așteptate, profitabilitate, data înființării etc.

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.

**Această abordare a fost aplicată ca cheie de verificare a abordării prin venit.**

Sursele de informații utilizate:

- Informațiile furnizate de managementul Zentiva SA
- Presa de specialitate
- Baza de date Capital IQ S&P- industria farmaceutică

Dintre metodele de comparație, în vederea evaluării companiilor analizate 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.

În esență, metoda comparației cu tranzacții de acțiuni ale unor companii publice, luate ca bază de comparație, face parte din acele metode care folosesc informații furnizate de bursă, pe care evaluatorul le prelucrează și le adaptează în vederea stabilirii valorii de piață a acestor firme. Companiile listate la bursă sunt evaluate zilnic, prin mecanismul cerere-ofertă, coroborat cu nivelul cotației acțiunilor.

O observație care se cere a fi făcută este legată de aplicabilitatea acestei metode și anume, faptul că ea este convingătoare numai atunci când sunt disponibile suficiente informații de piață. Credibilitatea acestei metode este afectată în cazul modificărilor rapide ale condițiilor pieței sau în cazul întreprinderilor/acțiunilor care se vând rar.

Metoda comparațiilor cu tranzacții de acțiuni ale unor companii listate are la baza următoarele ipoteze:

- Cotațiile companiilor listate care fac parte din același sector de activitate și se tranzacționează activ pe o piață liberă pot fi o indicație relevantă asupra valorii, atunci când companiile îndeplinesc criteriile de similaritate și relevanță pentru a permite aplicarea corectă și pertinentă a metodei comparațiilor;
- Dificultatea constă în identificarea companiilor listate care îndeplinesc criteriile de similaritate și relevanță îndeajuns pentru a construi un eșantion reprezentativ pentru sectorul în care activează societatea evaluată - în cazul nostru companii din Europa listate pe piețe bursiere externe și care activează în sectorul producătorilor de farmaceutice (*sectorul este slab reprezentat pe BVB - astfel încât nu a putut fi considerată ca sursă de informații în construirea eșantionului de societăți comparabile*);

Aplicarea metodologiei de evaluare prin comparații bursiere presupune parcurgerea următorilor pași:

- ✓ selectarea firmelor bază de comparație
- ✓ identificarea multiplicatorilor de piață
- ✓ prelucrarea și ajustarea multiplicatorilor de piață
- ✓ stabilirea valorii afacerii evaluate
- ✓ aplicarea de prime de control sau discounturi la valoarea finală estimată.

### Etapele evaluării

- a) Stabilirea ipotezelor și premiselor specifice aplicării abordării prin piață. Această abordare a fost aplicată respectând *principiul continuității activității*, în consecință am selectat doar acele societăți comparabile care respectă acest principiu.
- b) Stabilirea criteriilor de selecție a companiilor comparabile. Abordarea prin comparații de piață se bazează pe *principiul substitutiei*, principiu conform căruia compania selectată ca și bază de comparație nu trebuie să fie identică cu compania subiect, ci similară și relevantă. Criteriile de similaritate și relevanță se referă la:
  - Similaritate – natura companiei și anume, domeniul de activitate;
  - Relevanță – gradul de risc preluat prin investiția în companie, lichiditate, profitabilitate și performanță etc.
  - Au fost selectate inițial un număr considerabil de comparabile care au fost filtrate după mai multe criterii cu scopul de a le selecta în final pe acelea pe care le-am considerat similare și relevante (26 companii).

În concordanță cu cele prezentate, am definit următoarele criterii de selecție a companiilor care alcătuiesc baza de date:

- domeniul de activitate și localizare;
- disponibilitatea estimărilor privind cifra de afaceri, EBIT și alți indicatori pentru ultimele 12 luni;
- disponibilitate coeficienți multiplicatori;
- EBIT, respectiv Cifra de Afaceri, să aibă valori pozitive;

### 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 Infinancials și sunt aferente unor companii ce aplică standardele IFRS în raportarea financiară, astfel că există o bază comună de comparație.

### Identificarea multiplicatorilor de piață

Multiplicatorii de piață reprezintă raportul dintre prețul curent de piață al acțiunii (considerând și cursul de schimb valabil la data evaluării) și diverse variabile financiare. Multiplicatorii 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.

Multiplicatorii utilizați în cadrul evaluării ZENTIVA SA au fost calculați pe baza valorii de piață a capitalului investit (notat cu EV – valoarea companiei).

Principalul motiv pentru utilizarea acestor multiplicatori este acela că structura de finanțare a companiei poate fi diferită în cadrul întreprinderilor comparabile, astfel că este necesară utilizarea capitalului investit pentru a elimina erorile ce pot apărea datorită acestor diferențe. Totodată, prin evaluarea capitalului investit, nu este necesară realizarea de ajustări a structurii de finanțare curente.

Cei mai utilizați multiplicatori EV, construiți pe baza variabilelor financiare sunt :

- EV/Cifra de afaceri
- EV/EBITDA

Notă : variabilele sunt estimate pentru ultimele 12 luni (LTM).

Dintre acești multiplicatori, a fost ales multiplicatorul EV/EBITDA și EV/Cifra de afaceri. Pe baza previziunilor aferente fiecărei companii din eșantionul extras din baza de date S&P, au fost preluați multiplicatorii EV/EBITDA<sub>LTM</sub> și EV/Cifra de afaceri<sub>LTM</sub>. Previziunea variabilelor financiare aferente anului 2017 pentru ZENTIVA SA au fost realizate pe baza situațiilor financiare aferente anului 2017.

### Ajustarea multiplicatorilor

Atunci când valorile de piață ale multiplicatorilor companiilor activând în aceeași industrie sunt apropiate, înseamnă că acei multiplicatori sunt folosiți în mod uzual și preferați în cadrul evaluărilor companiilor din acel sector. Astfel, multiplicatorilor care au valori similare pentru diferite firme, li se va acorda o importanță mai mare față de alți multiplicatori care au valori ce deviază de la media sectorului.

Astfel, eșantionul de companii este următorul:

Numele companiei	Simbol	Clasificare industrie	Tara	EV/EBITDA LTM	EV/CA LTM
Allergan plc (NYSE:AGN)	NYSE:AGN	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	10,5	4,9
Celon Pharma S.A. (WSE:CLN)	WSE:CLN	Pharmaceuticals (Primary)	Poland	23,6	10,6
Tchaikapharma High Quality Medicines AD (BUL:7TH)	BUL:7TH	Pharmaceuticals (Primary)	Bulgaria	39,5	17,5
Mallinckrodt Public Limited Company (NYSE:MNK)	NYSE:MNK	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	6,3	2,5

Numele companiei	Simbol	Clasificare industrie	Tara	EV/EBITDA LTM	EV/CA LTM
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A. (BIT:REC)	BIT:REC	Pharmaceuticals (Primary)	Italy	13,6	5,0
Biofarm S.A. (BVB:BIO)	BVB:BIO	Pharmaceuticals (Primary)	Romania	5,3	1,6
Farmak JSC (UKR:FARM)	UKR:FARM	Pharmaceuticals (Primary)	Ukraine	2,6	0,7
GlaxoSmithKline plc (LSE:GSK)	LSE:GSK	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	12,5	3,2
Bayer Aktiengesellschaft (DB:BAYN)	DB:BAYN	Pharmaceuticals (Primary)	Germany	12,3	3,2
Alliance Pharma plc (AIM:APH)	AIM:APH	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	16,9	4,2
Krka, d. d. (LJSE:KRKG)	LJSE:KRKG	Pharmaceuticals (Primary)	Slovenia	5,1	1,3
Hikma Pharmaceuticals PLC (LSE:HIK)	LSE:HIK	Pharmaceuticals (Primary)	United Kingdom	13,1	3,2
Boiron SA (ENXTPA:BOI)	ENXTPA:BOI	Pharmaceuticals (Primary)	France	5,3	1,2
Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Működő Rt. (BUSE:RICHTER)	BUSE:RICHTER	Pharmaceuticals (Primary)	Hungary	9,1	2,1
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (DB:SAZ)	DB:SAZ	Pharmaceuticals (Primary)	Germany	13,5	2,7
Pierrel S.p.A. (BIT:PRL)	BIT:PRL	Pharmaceuticals (Primary)	Italy	7,2	1,4
Antibiotice S.A. (BVB:ATB)	BVB:ATB	Pharmaceuticals (Primary)	Romania	7,4	1,3
AS Olainfarm (RISE:OLF1R)	RISE:OLF1R	Pharmaceuticals (Primary)	Latvia	6,2	1,0
Orexo AB (publ) (OM:ORX)	OM:ORX	Pharmaceuticals (Primary)	Sweden	17,7	2,6
Recipharm AB (publ) (OM:RECI B)	OM:RECI B	Pharmaceuticals (Primary)	Sweden	14,2	2,1
Lavipharm S.A. (ATSE:LAVI)	ATSE:LAVI	Pharmaceuticals (Primary)	Greece	11,4	1,4
SANOCHEMIA Pharmazeutika AG (XTRA:SAC)	XTRA:SAC	Pharmaceuticals (Primary)	Austria	7,4	0,8
Laboratorio Reig Jofre, S.A. (BME:RJF)	BME:RJF	Pharmaceuticals (Primary)	Spain	10,9	1,0
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A. (BME:ROVI)	BME:ROVI	Pharmaceuticals (Primary)	Spain	49,6	3,3
Endo International plc (NasdaqGS:ENDP)	NasdaqGS:ENDP	Pharmaceuticals (Primary)	Ireland	49,3	3,7
Sopharma AD (BUL:3JR)	BUL:3JR	Pharmaceuticals (Primary)	Bulgaria	9,8	0,7
Mediana				11,15	2,31

Sursă : S&amp;P



Au fost obținute următoarele rezultate:

Abordarea prin piata	Multiplcatori		u.m.
	EV/ SALES	EV/EBITDA	
Multiplcator selectat	2,31	11,15	
Pondere	50%	50%	
<b>Variabila financiara</b>	458.377.044	101.597.895	
<b>Valoarea Intreprinderii</b>	1.094.687.808		lei
Minus: datorii fata de afiliati	52.106.849		lei
Plus : lichiditati si creante fata de afiliati	540.674.212		lei
<b>Valoarea Capitalului Actionarilor</b>	1.583.255.200		lei
Numar de actiuni	416.961.150		actiuni
<b>Valoarea de piata/actiune</b>	<b>3,7971</b>		lei/actiuni

Din valoarea de piață a companiei rezultată din aplicarea abordării prin piață, am scăzut valoarea datoriilor față de afiliați de 52.106.849 lei și am adăugat valoarea activelor non-operaționale (lichidități și creanțe aferente entităților afiliate) – 540.674.212 lei.

Astfel, valoarea de piață a capitalului propriu, rontunjită, este:

$$V_{\text{piață}} = 1.583.255.200 \text{ lei echivalent a } 3.7971 \text{ lei/acțiune}$$

## 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 patrimoniului societății, pe baza activității curente desfășurate în cadrul acesteia cât și de impactul activelor intangibile neidentificabile distinct asupra valorii companiei. Metoda are la bază cashflow-urile estimate în conformitate cu proiecțiile financiare întocmite de managementul companiei. 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 activității Zentiva SA cuantificate prin proiecții financiare;
- ✓ În cadrul acestei abordări se ține cont de toate elementele de active intangibile imposibil de cuantificat separat;
- ✓ Previunile financiare au fost elaborate ținând cont de situația actuală a societății, de istoricul activității cât și de informațiile cunoscute la data evaluării privind evoluția viitoare a pieței specifice și analizate de noi împreună cu managementul acesteia;

Alături de estimarea valorii de piață a unei acțiuni în conformitate cu Standardele de Evaluare a Bunurilor 2018, pentru respectarea prevederilor articolului 38 paragraful 3 al Legii 24/2017 în raport au fost calculate și valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflat în circulație, conform ultimei situații financiare auditate precum și prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei raportului de evaluare.

**Valorile calculate conform articolului 38 paragraful 3 al Legii 24/2017**

- a) prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei raportului de evaluare: **3,4961 lei/acțiune**;
- b) valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflat în circulație, conform ultimei situații financiare: **0,8828 lei/acțiune**.

Notă:

Prețul și valoarea de mai sus nu reprezintă estimări ale valorii în conformitate cu Standardele de Evaluare a Bunurilor 2018, fiind calculate expres în vederea respectării cerințelor Legii nr. 24/2017, art. 38, paragraful 3.

Astfel, opinia evaluatorului privind valoarea de piață a capitalului propriu aferent ZENTIVA S.A. este:

**1.562.425.400 lei echivalent a 3,7472 lei/acțiune**

**Mihaela LUȚIA, CFA**  
Membru titular ANEVAR

Evaluarea Întreprinderilor  
Evaluarea Proprietăților  
Imobiliare



**Georgiana GHEORGHE**  
Membru titular ANEVAR

Evaluarea Întreprinderilor  
Evaluarea Proprietăților  
Imobiliare



**Adrian Ioan POPA-BOCHIȘ,**  
**MRICS, REV, MAA**  
Membru acreditat ANEVAR  
Membru titular ANEVAR

Evaluarea Întreprinderilor  
Evaluarea Proprietăților  
Imobiliare  
Evaluarea Bunurilor Mobile  
Evaluarea Instrumentelor  
Financiare



## 5. ANEXE

### 5.1. Estimarea valorii activului net pe acțiune

#### ACTIVUL NET CONTABIL

Articolul 38 din Legea nr. 24/2017 privind emitentii de instrumente financiare și operațiuni de piață prevede că una din valorile luate în calcul pentru stabilirea pretului din oferta publică de preluare obligatorie este „valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflate în circulație, conform ultimei situații financiare auditate”

Societatea comercială ZENTIVA S.A. București aplică Reglementările contabile conforme cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară aprobate prin Ordinul MFP nr. 2844/2016.

Ultimele situații financiare întocmite de societate sunt cele aferente exercitiului financiar 2017. Aceste situații financiare sunt auditate de către Ernst & Young București care a emis opinia de audit fără rezerve.

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.

Activul net contabil s-a calculat pe baza situațiilor financiare încheiate la data de 31.12.2017, obținându-se următoarele rezultate:

lei

Specificatie	Nr. rd.	Valori contabile la 31.12.2017
A. ACTIVE IMOBILIZATE	1	
I. IMOBILIZARI NECORPORALE	2	768.975
II. IMOBILIZARI CORPORALE	3	136.824.367
ACTIVE IMOBILIZATE - TOTAL	4	137.593.342
B. ACTIVE CIRCULANTE	5	
I. STOCURI	6	40.549.376
II. CREANTE	7	157.877.971
IV. CASA SI CONTURI LA BANCII	8	160.792.773
ACTIVE CIRCULANTE - TOTAL	9	359.220.120
C. CHELTUIELI IN AVANS	10	298.838
D. DATORII MAI MICI DE UN AN	11	100.574.236
E. ACTIVE CIRCULANTE, RESPECTIV DATORII CURENTE NETE	12	258.944.722
F. TOTAL ACTIVE MINUS DATORII CURENTE	13	396.538.064
H. PROVIZIUNEA PENTRU RISURI SI CHELTUIELI	14	28.443.097
J. CAPITAL SI REZERVA	15	
I. CAPITAL (rd. 17 – rd 18), din care:	16	40.944.420
-capital subscris varsat	17	41.696.115
-alte elemente de capital propriu (ct. 103)	18	751.695
II. PRIME DE CAPITAL	19	24.964.505
III. REZERVA DIN REEVALUARE	20	39.781.342
IV. REZERVA	21	159.917.686
V. REZULTATUL REPORTAT - Sold C	22	13.245.258
VI. REZULTATUL EXERCITIULUI - Sold C	23	89.241.756
TOTAL CAPITALURI PROPRII	24	368.094.967
ACTIV NET CONTABIL	25	368.094.967
Numar de actiuni SCD	26	416.961.150
Valoarea contabila pe actiune	27	0,8828

Valoarea activului net contabil la data de 31.12.2017 este de 368.094.967 lei, în consecință valoarea activului net contabil al societății, raportat la numărul de acțiuni aflate în circulație, conform ultimei situații financiare este de **0,8828 lei/actiune**.

## 5.2. Estimarea prețului mediu ponderat al acțiunilor

Prețului mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei de întocmire a Anexei

**Emitent**

SC ZENTIVA SA București, simbol SCD

### Perioada de referință pentru aplicarea metodei

Considerăm perioada de referință ca fiind perioada de 12 luni precedentă datei de întocmire a Anexei, respectiv perioada 28 noiembrie 2017- 27 noiembrie 2018.

### Determinarea prețului

Specificație	Valoare
Număr de acțiuni tranzacționate:	49.508.139
Valoarea tranzacțiilor (lei):	173.083.095
<b>Preț mediu ponderat (lei/acțiune):</b>	<b>3,4961</b>



Sursa: BVB

Data: 28 Noiembrie 2018

Istoric cu trz. simbol SCD efectuate in perioada 28.11.2017-27.11.2018										
Crt.	Symbol	Date	Total Value(traded)	Volume	Trade Count	Open	Close	Average	Low	High
1	SCD	28.11.2017	33,74	14	2	2,41	2,41	2,41	2,41	2,41
2	SCD	29.11.2017	1.313,07	544	8	2,41	2,42	2,41	2,41	2,42
3	SCD	30.11.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
4	SCD	01.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
5	SCD	02.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
6	SCD	03.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
7	SCD	04.12.2017	7.401,20	3.083	6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,42
8	SCD	05.12.2017	30.594,52	12.531	16	2,42	2,45	2,44	2,42	2,45
9	SCD	06.12.2017	22.225,63	8.931	22	2,45	2,47	2,49	2,45	2,51
10	SCD	07.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
11	SCD	08.12.2017	55.119,84	21.360	18	2,5	2,58	2,58	2,5	2,6
12	SCD	09.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
13	SCD	10.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
14	SCD	11.12.2017	7.177,12	2.827	10	2,56	2,52	2,54	2,52	2,56
15	SCD	12.12.2017	27.061,10	10.614	25	2,52	2,5	2,55	2,5	2,58
16	SCD	13.12.2017	5.704,00	2.266	7	2,52	2,5	2,52	2,5	2,53
17	SCD	14.12.2017	162.442,14	56.704	24	2,5	2,87	2,86	2,48	2,87
18	SCD	15.12.2017	55.232,10	16.737	12	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
19	SCD	16.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
20	SCD	17.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
21	SCD	18.12.2017	323.189,85	95.114	71	3,4	3,43	3,4	3,36	3,47
22	SCD	19.12.2017	182.781,31	53.753	20	3,4	3,41	3,4	3,4	3,42
23	SCD	20.12.2017	32.494,20	9.541	16	3,4	3,41	3,41	3,4	3,41
24	SCD	21.12.2017	15.128,81	4.447	6	3,41	3,4	3,4	3,4	3,41
25	SCD	22.12.2017	7.290,62	2.136	7	3,4	3,43	3,41	3,4	3,43
26	SCD	23.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
27	SCD	24.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
28	SCD	25.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
29	SCD	26.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
30	SCD	27.12.2017	6.988,48	2.045	6	3,42	3,41	3,42	3,41	3,42
31	SCD	28.12.2017	15.369,79	4.509	12	3,41	3,41	3,41	3,4	3,44
32	SCD	29.12.2017	1.043,64	306	2	3,41	3,44	3,41	3,41	3,44
33	SCD	30.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
34	SCD	31.12.2017	0	0	0	0	0	0	0	0
35	SCD	01.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
36	SCD	02.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
37	SCD	03.01.2018	1.037,30	305	2	3,46	3,4	3,4	3,4	3,46
38	SCD	04.01.2018	13.349,54	3.920	7	3,41	3,41	3,41	3,4	3,41
39	SCD	05.01.2018	49.410,06	14.466	17	3,42	3,41	3,42	3,41	3,44
40	SCD	06.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
41	SCD	07.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
42	SCD	08.01.2018	17.231,13	5.053	10	3,42	3,41	3,41	3,41	3,42
43	SCD	09.01.2018	33.437,14	9.824	13	3,41	3,4	3,4	3,4	3,41
44	SCD	10.01.2018	43.739,84	12.824	14	3,41	3,41	3,41	3,41	3,42
45	SCD	11.01.2018	21.267,31	6.236	10	3,43	3,41	3,41	3,41	3,43
46	SCD	12.01.2018	28.763,35	8.435	9	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
47	SCD	13.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
48	SCD	14.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
49	SCD	15.01.2018	44.192,30	12.930	8	3,42	3,41	3,42	3,41	3,42
50	SCD	16.01.2018	2.783,06	816	3	3,42	3,41	3,41	3,41	3,42
51	SCD	17.01.2018	25.012,35	7.335	12	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
52	SCD	18.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
53	SCD	19.01.2018	6.254,04	1.834	3	3,43	3,41	3,41	3,41	3,43
54	SCD	20.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
55	SCD	21.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
56	SCD	22.01.2018	72.670,90	21.337	10	3,41	3,41	3,41	3,4	3,41
57	SCD	23.01.2018	10.605,10	3.110	6	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
58	SCD	24.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
59	SCD	25.01.2018	43.123,25	12.675	7	3,4	3,41	3,4	3,4	3,41
60	SCD	26.01.2018	12.626,43	3.707	7	3,41	3,42	3,41	3,4	3,42
61	SCD	27.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
62	SCD	28.01.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
63	SCD	29.01.2018	2.264,40	666	1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
64	SCD	30.01.2018	26.860,00	7.900	2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
65	SCD	31.01.2018	10.390,95	3.056	2	3,4	3,41	3,4	3,4	3,41
66	SCD	01.02.2018	19.449,49	5.704	9	3,41	3,42	3,41	3,4	3,42
67	SCD	02.02.2018	54.260,60	15.959	5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
68	SCD	03.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
69	SCD	04.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
70	SCD	05.02.2018	20.452,38	6.051	7	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38

Istoric cu trz. simbol SCD efectuate in perioada 28.11.2017-27.11.2018										
Crt.	Symbol	Date	Total Value(traded)	Volume	Trade Count	Open	Close	Average	Low	High
71	SCD	06.02.2018	68.743,15	20.756	12	3,31	3,33	3,31	3,31	3,33
72	SCD	07.02.2018	9.671,23	2.868	8	3,39	3,38	3,37	3,36	3,4
73	SCD	08.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
74	SCD	09.02.2018	13.688,22	4.023	8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,42
75	SCD	10.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
76	SCD	11.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
77	SCD	12.02.2018	13.614,00	4.000	5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,41
78	SCD	13.02.2018	15.082,59	4.425	6	3,41	3,41	3,41	3,4	3,41
79	SCD	14.02.2018	6.103,00	1.795	5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
80	SCD	15.02.2018	127.917,62	37.234	15	3,43	3,42	3,44	3,42	3,44
81	SCD	16.02.2018	41.385,42	12.101	5	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
82	SCD	17.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
83	SCD	18.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
84	SCD	19.02.2018	85.561,97	25.014	12	3,43	3,43	3,42	3,42	3,44
85	SCD	20.02.2018	96.550,02	28.231	4	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
86	SCD	21.02.2018	50.303,03	14.601	10	3,42	3,45	3,45	3,42	3,45
87	SCD	22.02.2018	4.588,17	1.332	4	3,45	3,44	3,44	3,44	3,45
88	SCD	23.02.2018	7.090,81	2.067	3	3,44	3,43	3,43	3,43	3,44
89	SCD	24.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
90	SCD	25.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
91	SCD	26.02.2018	9.120,19	2.664	6	3,43	3,42	3,42	3,42	3,43
92	SCD	27.02.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
93	SCD	28.02.2018	13.069,37	3.807	9	3,43	3,44	3,43	3,43	3,44
94	SCD	01.03.2018	14.853,92	4.318	6	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44
95	SCD	02.03.2018	9.112,56	2.649	4	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44
96	SCD	03.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
97	SCD	04.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
98	SCD	05.03.2018	27.826,16	8.089	14	3,44	3,44	3,44	3,44	3,44
99	SCD	06.03.2018	31.420,41	9.115	15	3,44	3,45	3,45	3,44	3,45
100	SCD	07.03.2018	31.536,25	9.140	14	3,45	3,45	3,45	3,45	3,46
101	SCD	08.03.2018	25.129,80	7.284	11	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
102	SCD	09.03.2018	30.807,60	8.928	14	3,45	3,47	3,45	3,45	3,47
103	SCD	10.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
104	SCD	11.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
105	SCD	12.03.2018	55.718,46	16.150	19	3,45	3,45	3,45	3,45	3,46
106	SCD	13.03.2018	45.605,20	13.216	19	3,45	3,45	3,45	3,45	3,46
107	SCD	14.03.2018	49.090,05	14.229	23	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
108	SCD	15.03.2018	92.294,46	26.752	24	3,45	3,45	3,45	3,45	3,46
109	SCD	16.03.2018	86.658,84	25.118	22	3,45	3,45	3,45	3,45	3,47
110	SCD	17.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
111	SCD	18.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
112	SCD	19.03.2018	15.980,40	4.632	6	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
113	SCD	20.03.2018	37.135,80	10.764	15	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
114	SCD	21.03.2018	18.329,85	5.313	8	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
115	SCD	22.03.2018	33.754,30	9.774	18	3,46	3,45	3,45	3,45	3,46
116	SCD	23.03.2018	28.838,55	8.359	14	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
117	SCD	24.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
118	SCD	25.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
119	SCD	26.03.2018	61.986,15	17.967	31	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
120	SCD	27.03.2018	52.971,30	15.354	27	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
121	SCD	28.03.2018	90.779,44	26.248	31	3,45	3,46	3,46	3,45	3,46
122	SCD	29.03.2018	91.257,50	26.375	39	3,46	3,46	3,46	3,46	3,46
123	SCD	30.03.2018	63.591,34	18.379	25	3,46	3,46	3,46	3,46	3,46
124	SCD	31.03.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
125	SCD	01.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
126	SCD	02.04.2018	61.504,32	17.784	27	3,46	3,46	3,46	3,45	3,46
127	SCD	03.04.2018	8.194,65	2.404	4	3,4	3,45	3,41	3,4	3,45
128	SCD	04.04.2018	9.347,32	2.901	7	3,3	3,22	3,22	3,21	3,3
129	SCD	05.04.2018	2.492,24	767	3	3,25	3,25	3,25	3,24	3,25
130	SCD	06.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
131	SCD	07.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
132	SCD	08.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
133	SCD	09.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
134	SCD	10.04.2018	7.589,72	2.331	5	3,26	3,25	3,26	3,26	3,26
135	SCD	10.04.2018	168.757.232,00	48.216.352	1.779	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
136	SCD	11.04.2018	1.088,91	333	1	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
137	SCD	12.04.2018	11.118,70	3.330	8	3,4	3,29	3,34	3,29	3,4
138	SCD	13.04.2018	7.835,49	2.361	3	3,31	3,33	3,32	3,31	3,33
139	SCD	14.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
140	SCD	15.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0

Istoric cu trz. simbol SCD efectuate in perioada 28.11.2017-27.11.2018										
Crt.	Symbol	Date	Total Value(traded)	Volume	Trade Count	Open	Close	Average	Low	High
141	SCD	16.04.2018	6.569,72	1.969	5	3,35	3,33	3,34	3,26	3,35
142	SCD	17.04.2018	22.958,61	6.666	6	3,33	3,47	3,44	3,33	3,47
143	SCD	18.04.2018	6.742,44	1.983	5	3,46	3,4	3,4	3,4	3,46
144	SCD	19.04.2018	11.268,04	3.315	8	3,4	3,4	3,4	3,39	3,4
145	SCD	20.04.2018	3.426,70	1.000	3	3,41	3,46	3,43	3,41	3,46
146	SCD	21.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
147	SCD	22.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
148	SCD	23.04.2018	19.544,35	5.755	13	3,41	3,39	3,4	3,38	3,41
149	SCD	24.04.2018	6.657,33	1.968	6	3,39	3,38	3,38	3,38	3,39
150	SCD	25.04.2018	5.520,16	1.632	5	3,38	3,4	3,38	3,38	3,4
151	SCD	26.04.2018	11.209,70	3.315	6	3,39	3,38	3,38	3,38	3,39
152	SCD	27.04.2018	2.251,08	666	1	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
153	SCD	28.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
154	SCD	29.04.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
155	SCD	30.04.2018	10.119,01	2.998	4	3,38	3,37	3,38	3,37	3,38
156	SCD	01.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
157	SCD	02.05.2018	7.047,94	2.093	5	3,37	3,36	3,37	3,36	3,37
158	SCD	03.05.2018	65.441,22	18.934	13	3,36	3,5	3,46	3,35	3,5
159	SCD	04.05.2018	47.744,94	13.666	4	3,5	3,37	3,49	3,37	3,5
160	SCD	05.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
161	SCD	06.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
162	SCD	07.05.2018	15.753,33	4.647	9	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39
163	SCD	08.05.2018	2.257,74	666	1	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39
164	SCD	09.05.2018	8.583,48	2.532	7	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39
165	SCD	10.05.2018	28.373,80	8.151	10	3,39	3,5	3,48	3,39	3,5
166	SCD	11.05.2018	28.433,98	8.107	7	3,5	3,51	3,51	3,5	3,51
167	SCD	12.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
168	SCD	13.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
169	SCD	14.05.2018	59.533,52	16.998	7	3,51	3,5	3,5	3,5	3,51
170	SCD	15.05.2018	24.629,50	7.037	4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
171	SCD	16.05.2018	22.112,35	6.317	4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,51
172	SCD	17.05.2018	4.557,00	1.302	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
173	SCD	18.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
174	SCD	19.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
175	SCD	20.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
176	SCD	21.05.2018	42.073,66	12.021	5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,54
177	SCD	22.05.2018	2.628,50	751	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
178	SCD	23.05.2018	2.278,50	651	1	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
179	SCD	24.05.2018	5.724,00	1.632	4	3,5	3,54	3,51	3,5	3,54
180	SCD	25.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
181	SCD	26.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
182	SCD	27.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
183	SCD	28.05.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
184	SCD	29.05.2018	4.662,00	1.332	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
185	SCD	30.05.2018	14.112,00	4.032	5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
186	SCD	31.05.2018	2.331,00	666	1	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
187	SCD	01.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
188	SCD	02.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
189	SCD	03.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
190	SCD	04.06.2018	17.157,00	4.902	3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
191	SCD	05.06.2018	9.502,50	2.715	3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
192	SCD	06.06.2018	7.938,00	2.268	4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
193	SCD	07.06.2018	14.983,50	4.281	7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
194	SCD	08.06.2018	7.763,00	2.218	5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
195	SCD	09.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
196	SCD	10.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
197	SCD	11.06.2018	12.831,00	3.666	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
198	SCD	12.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
199	SCD	13.06.2018	18.483,50	5.281	8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
200	SCD	14.06.2018	4.609,50	1.317	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
201	SCD	15.06.2018	2.278,50	651	1	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
202	SCD	16.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
203	SCD	17.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
204	SCD	18.06.2018	6.940,50	1.983	3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
205	SCD	19.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
206	SCD	20.06.2018	1.456,00	416	2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
207	SCD	21.06.2018	5.711,52	1.632	4	3,5	3,49	3,5	3,49	3,5
208	SCD	22.06.2018	2.310,22	666	4	3,49	3,42	3,47	3,42	3,49
209	SCD	23.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
210	SCD	24.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0



Istoric cu trz. simbol SCD efectuate in perioada 28.11.2017-27.11.2018										
Crt.	Symbol	Date	Total Value(traded)	Volume	Trade Count	Open	Close	Average	Low	High
211	SCD	25.06.2018	5.196,47	1.517	4	3,42	3,41	3,43	3,41	3,5
212	SCD	26.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
213	SCD	27.06.2018	2.322,18	679	3	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
214	SCD	28.06.2018	16.798,00	4.900	3	3,42	3,43	3,43	3,42	3,43
215	SCD	29.06.2018	4.544,12	1.332	4	3,43	3,41	3,41	3,41	3,43
216	SCD	30.06.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
217	SCD	01.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
218	SCD	02.07.2018	6.762,03	1.983	4	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
219	SCD	03.07.2018	4.439,82	1.302	2	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
220	SCD	04.07.2018	2.271,06	666	2	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
221	SCD	05.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
222	SCD	06.07.2018	4.542,12	1.332	3	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
223	SCD	07.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
224	SCD	08.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
225	SCD	09.07.2018	2.278,06	668	2	3,5	3,41	3,41	3,41	3,5
226	SCD	10.07.2018	4.565,99	1.339	3	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
227	SCD	11.07.2018	4.542,12	1.332	1	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41
228	SCD	12.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
229	SCD	13.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
230	SCD	14.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
231	SCD	15.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
232	SCD	16.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
233	SCD	17.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
234	SCD	18.07.2018	6.556,14	1.968	6	3,33	3,33	3,33	3,32	3,34
235	SCD	19.07.2018	20.478,85	6.130	11	3,34	3,33	3,34	3,33	3,35
236	SCD	20.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
237	SCD	21.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
238	SCD	22.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
239	SCD	23.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
240	SCD	24.07.2018	1.302,96	392	4	3,33	3,28	3,32	3,28	3,33
241	SCD	25.07.2018	11.342,82	3.483	5	3,28	3,23	3,26	3,16	3,3
242	SCD	26.07.2018	339,2	105	2	3,23	3,24	3,23	3,23	3,24
243	SCD	27.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
244	SCD	28.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
245	SCD	29.07.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
246	SCD	30.07.2018	6.500,05	1.998	3	3,26	3,25	3,25	3,25	3,26
247	SCD	31.07.2018	2.122,26	651	1	3,26	3,26	3,26	3,26	3,26
248	SCD	01.08.2018	3.752,26	1.151	4	3,26	3,26	3,26	3,26	3,26
249	SCD	02.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
250	SCD	03.08.2018	5.431,16	1.666	3	3,26	3,26	3,26	3,26	3,26
251	SCD	04.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
252	SCD	05.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
253	SCD	06.08.2018	2.177,82	666	2	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
254	SCD	07.08.2018	2.177,82	666	2	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
255	SCD	08.08.2018	4.365,45	1.335	4	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
256	SCD	09.08.2018	4.326,41	1.317	3	3,29	3,28	3,29	3,28	3,29
257	SCD	10.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
258	SCD	11.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
259	SCD	12.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
260	SCD	13.08.2018	2.154,80	651	2	3,31	3,3	3,31	3,3	3,31
261	SCD	14.08.2018	2.204,36	666	2	3,31	3,3	3,31	3,3	3,31
262	SCD	15.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
263	SCD	16.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
264	SCD	17.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
265	SCD	18.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
266	SCD	19.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
267	SCD	20.08.2018	9.088,03	2.749	5	3,4	3,28	3,31	3,28	3,4
268	SCD	21.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
269	SCD	22.08.2018	8.692,05	2.634	5	3,3	3,3	3,3	3,29	3,31
270	SCD	23.08.2018	6.803,32	2.055	5	3,31	3,4	3,31	3,3	3,4
271	SCD	24.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
272	SCD	25.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
273	SCD	26.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
274	SCD	27.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
275	SCD	28.08.2018	85.696,54	25.969	10	3,31	3,3	3,3	3,29	3,31
276	SCD	29.08.2018	4.019,38	1.247	5	3,24	3,23	3,22	3,21	3,24
277	SCD	30.08.2018	351	108	1	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
278	SCD	31.08.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
279	SCD	01.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
280	SCD	02.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0

Istoric cu trz. simbol SCD efectuate in perioada 28.11.2017-27.11.2018										
Crt.	Symbol	Date	Total Value(traded)	Volume	Trade Count	Open	Close	Average	Low	High
281	SCD	03.09.2018	8.715,27	2.682	8	3,25	3,25	3,25	3,24	3,25
282	SCD	04.09.2018	2.115,75	651	2	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
283	SCD	05.09.2018	5.303,34	1.632	3	3,25	3,27	3,25	3,24	3,27
284	SCD	06.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
285	SCD	07.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
286	SCD	08.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
287	SCD	09.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
288	SCD	10.09.2018	214,5	65	1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
289	SCD	11.09.2018	11.576,76	3.499	7	3,39	3,28	3,31	3,27	3,39
290	SCD	12.09.2018	4.368,96	1.332	2	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28
291	SCD	13.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
292	SCD	14.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
293	SCD	15.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
294	SCD	16.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
295	SCD	17.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
296	SCD	18.09.2018	4.211,58	1.266	3	3,35	3,28	3,33	3,28	3,38
297	SCD	19.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
298	SCD	20.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
299	SCD	21.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
300	SCD	22.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
301	SCD	23.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
302	SCD	24.09.2018	2.184,48	666	1	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28
303	SCD	25.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
304	SCD	26.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
305	SCD	27.09.2018	5.471,26	1.639	3	3,34	3,32	3,34	3,32	3,34
306	SCD	28.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
307	SCD	29.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
308	SCD	30.09.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
309	SCD	01.10.2018	1.608,39	483	1	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33
310	SCD	02.10.2018	12.844,20	3.847	3	3,33	3,34	3,34	3,33	3,34
311	SCD	03.10.2018	13.427,82	3.953	8	3,38	3,42	3,4	3,38	3,42
312	SCD	04.10.2018	5.162,55	1.500	3	3,4	3,45	3,44	3,4	3,45
313	SCD	05.10.2018	6.926,13	2.000	4	3,4	3,47	3,46	3,4	3,47
314	SCD	06.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
315	SCD	07.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
316	SCD	08.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
317	SCD	09.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
318	SCD	10.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
319	SCD	11.10.2018	4.346,10	1.317	2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
320	SCD	12.10.2018	3.926,80	1.166	3	3,45	3,3	3,37	3,3	3,45
321	SCD	13.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
322	SCD	14.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
323	SCD	15.10.2018	2.158,98	651	2	3,32	3,31	3,32	3,31	3,32
324	SCD	16.10.2018	6.633,65	1.998	5	3,33	3,31	3,32	3,31	3,33
325	SCD	17.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
326	SCD	18.10.2018	4.399,86	1.332	3	3,31	3,3	3,3	3,3	3,31
327	SCD	19.10.2018	4.395,60	1.332	4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
328	SCD	20.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
329	SCD	21.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
330	SCD	22.10.2018	1.965,65	577	2	3,4	3,45	3,41	3,4	3,45
331	SCD	23.10.2018	4.395,60	1.332	4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
332	SCD	24.10.2018	99,3	30	1	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31
333	SCD	25.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
334	SCD	26.10.2018	496,5	150	1	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31
335	SCD	27.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
336	SCD	28.10.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
337	SCD	29.10.2018	2.204,46	666	1	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31
338	SCD	30.10.2018	3.310,00	1.000	1	3,31	3,31	3,31	3,31	3,31
339	SCD	31.10.2018	3.320,00	1.000	1	3,32	3,32	3,32	3,32	3,32
340	SCD	01.11.2018	33.083,54	10.000	8	3,32	3,3	3,31	3,3	3,32
341	SCD	02.11.2018	9.950,00	3.000	2	3,31	3,32	3,32	3,31	3,32
342	SCD	03.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
343	SCD	04.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
344	SCD	05.11.2018	4.797,91	1.451	5	3,32	3,32	3,31	3,29	3,32
345	SCD	06.11.2018	11.393,40	3.451	6	3,31	3,3	3,3	3,3	3,31
346	SCD	07.11.2018	2.736,00	800	1	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
347	SCD	08.11.2018	6.604,70	1.998	5	3,31	3,3	3,31	3,3	3,31
348	SCD	09.11.2018	135,2	40	1	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
349	SCD	10.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
350	SCD	11.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
351	SCD	12.11.2018	6.179,00	1.850	2	3,34	3,34	3,34	3,34	3,34
352	SCD	13.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
353	SCD	14.11.2018	6.596,40	1.998	5	3,31	3,3	3,3	3,3	3,31
354	SCD	15.11.2018	15.585,30	4.540	11	3,34	3,44	3,43	3,34	3,45
355	SCD	16.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
356	SCD	17.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
357	SCD	18.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
358	SCD	19.11.2018	12.747,34	3.707	10	3,44	3,4	3,44	3,4	3,45
359	SCD	20.11.2018	10.865,48	3.200	7	3,4	3,39	3,4	3,38	3,44
360	SCD	21.11.2018	2.381,32	700	2	3,4	3,44	3,4	3,4	3,44
361	SCD	22.11.2018	30.691,59	8.793	9	3,47	3,5	3,49	3,47	3,5
362	SCD	23.11.2018	3.921,60	1.120	3	3,48	3,52	3,5	3,48	3,52
363	SCD	24.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
364	SCD	25.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
365	SCD	26.11.2018	0	0	0	0	0	0	0	0
366	SCD	27.11.2018	3.644,92	1.031	6	3,53	3,56	3,54	3,52	3,56