



Raport de analiza emitenti AeRO – partea 1

Sumar:

- Piata AeRO este in acest moment cea mai activa de la BVB, cu un numar record de listari in ultimele luni si cu lichiditate in crestere continua.
- In general, randamentele aduse de emitentii noi de pe AeRO au fost mult peste cele de pe piata principala a BVB.
- In mai multe cazuri, randamentul raportat la pretul din plasamentul privat a fost mult mai mare decat cel care putea fi obtinut cumparand actiunile dupa listare.
- Oferta este una destul de variata, de la IT pana la agricultura. Diversificarea este mult mai mare decat pe piata principala, unde vorbim in principal de financiar, energie si utilitati.
- Numarul mare de emitenti face ca selectia sa fie foarte importanta. In functie de tipul de investitor, poate fi pus accentul mai mult pe potentialul de dezvoltare sau, dimpotriva, pe siguranta.
- Majoritatea emitentilor au multipli de piata mari, peste cei ai emitentilor similari din alte tari. In unele cazuri ei sunt justificati de asteptarile de crestere, in altele mai degraba de exuberanta investitorilor de retail. Exista, totusi, si un emitent care nu se incadreaza in acest tipar.
- Rezultatele consolidate sau cele trimestriale nu sunt obligatorii pentru emitentii de pe AeRO, insa publicarea lor e un semn de seriozitate si de interes fata de relatia cu investitorii.
- Evaluările favorabile fac ca mai multi emitenti sa aleaga finantarea prin piata de capital, prin emisiunea de actiuni, in acest fel intrand in firma suma importante, iar actionarii existenti ramanand cu detineri asemanatoare. E un lucru la care investitorii trebuie sa fie atenti, pentru ca poate influenta evaluarea si performantele bursiere ale emitentilor.

Departamentul Analiza
+4021.321.40.90
analiza@primet.ro

*Indicatorii sunt calculati cu preturile de inchidere din data de 17.06.2021

In lipsa mult asteptatelor listari ale companiilor mari, in frunte cu Hidroelectrica, piata AeRO este in momentul de fata cel mai efervescent sector al Bursei de Valori Bucuresti, cu un numar de listari de neimaginat pana nu demult. Plasamentele private au ajuns sa fie urmarite cu mare interes de majoritatea investitorilor de retail, de la cei care cauta un „YOLO trade” pana la cei mai conservatori, care incep sa gaseasca emitenti interesanti si in afara pietei principale.

Randamentele aduse pana acum de emitentii listati recent pe AeRO au fost, in majoritatea cazurilor, cu mult peste cele care puteau fi obtinute pe piata principala a BVB, insa pentru mai multi dintre ei au existat diferente mari intre randamentele raportate la pretul din plasamentul privat si cele raportate la pretul de la listare. Mai exact, intre plasamentul privat si listare a avut loc cea mai mare apreciere a cotatei, dupa listare fiind inregistrate in unele cazuri chiar scaderi.

Pentru ca interesul continua sa fie unul foarte ridicat in jurul emitentilor care s-au listat deja sau sunt in proces de listare pe AeRO, ne-am propus sa facem o analiza sumara a celor mai importanti dintre cei care sunt deja la tranzactionare, selectati in functie de lichiditate si capitalizare. Deocamdata acesti indicatori nu sunt 100% relevanti, pentru ca lichiditatea este influentata un unele cazuri de tranzactiile din primele zile de dupa listare, iar capitalizarea nu reflecta intotdeauna si dimensiunea businessului.

In acest material sunt prezentati primii 5 dintre ei, cu informatiile si indicatorii care consideram ca pot ajuta la fundamentarea unei decizii de investitie.

Acest raport nu reprezinta o recomandare de investitii, iar preturile calculate cu mediana emitentilor similari nu sunt preturi tinta la care ne asteptam sa ajunga actiunile lor, nefiind obtinute in urma unei evaluari riguroase a emitentilor.

Agroland Business System (AG)

Agroland Business System a fost infiintata in anul 2009, iar in prezent activitatea principala este vanzarea de produse pentru ferma si gradina in magazine specializate. Este, practic, o combinatie intre bricolaj, pet shop si magazin specializat pentru agricultura, ceea ce face din companie un actor daca nu unic, cu siguranta atipic pe piata. De aici vin cateva avantaje si dezavantaje. In prima categorie, existenta unui mix de produse greu de gasit in alte magazine, ceea ce asigura companiei o pozitionare strategica pe piata. In a doua categorie, ingustarea bazei de clienti si includerea in mixul de vanzari a unor categorii de produse cu un succes limitat.

Datele privind structura vanzarilor arata exact dezavantajul despre care vorbeam. Mai exact, vanzarile sunt concentrate pe doua categorii, Furaje si concentrate, respectiv Pui. In 2019, ponderea primei categorii era de 46,03% din venituri, iar a celei de-a doua categorii de 31,19%, in timp ce in S1 2020, intr-o perioada marcata de pandemia COVID, ponderile ajunsesera la 50,58%, respectiv 34,96%. In aceste conditii, apare intrebarea daca se justifica existenta unui magazin de dimensiuni mai mari, in care sa fie incluse produse pentru animale de companie sau gradina, sau sunt doar bani cheltuiti degeaba. De asemenea, e o situatie care ridica semne de intrebare asupra capacitatii companiei de a concura cu magazinele specializate de bricolaj sau pet shop, care au retele si resurse foarte mari.

Deocamdata e prea devreme pentru a raspunde la aceste intrebari, diversificarea fiind realizata pe parcurs, iar rezultatele ei urmand sa fie mai clare in anii urmatori. In acest moment directia este clar una de extindere a dimensiunii magazinelor si de crestere a numarului de produse vandute. Diversificarea nu se manifesta doar pe orizontala, prin includerea unor categorii noi de produse, ci si pe verticala, prin cumpararea Avicola Mihailesti, care urmeaza sa furnizeze pui de o zi pentru magazinele sale.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Horia Dan Cardos	9.004.500	76,50%
Stefan Martin	1.000.500	8,50%
Persoane fizice	1.639.498	13,93%
Persoane juridice	126.092	1,07%
Free float total	1.765.590	15,00%

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni	15%
Data incheiere plasament privat	23.11.2020
Data listare	01.03.2021
Pret curent	19,64 RON/actiune
Pret plasament privat	4,50 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	22,80 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	336,44%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	-13,86%

Sursa: BVB

O particularitate importanta a Agroland este faptul ca majoritatea magazinelor sunt in franciza, 189 din totalul de 248, mai exact. Asta face ca riscurile asociate sa fie mai mici, la fel si costurile fixe necesare. Pe de alta parte, profitul este impartit in doua, iar marjele la care opereaza compania se diminueaza considerabil. De asemenea, deciziile importante nu depind doar de conducerea companiei, ci si de partenerii cu care lucreaza. Nefiind vorba de un brand arhicunoscut ca McDonald's sau KFC, puterea de negociere in fata retelei de francize este mult mai mica.

Din perspectiva investitorilor la Bursa, un mare avantaj al Agroland comparativ cu alti emitenti listati recent pe piata AeRO este faptul ca e o afacere matura, stabila, care presupune riscuri investitionale mai mici decat un start-up sau o companie cu un istoric scurt. Pentru investitorii predispusi la risc si aflati in cautare de „unicorni” e posibil ca acest lucru sa nu fie atat de atractiv, insa pentru un investitor obisnuit e o bila alba. O alta bila alba este publicarea rezultatelor financiare trimestriale, care nu sunt obligatorii in cazul emitentilor de pe AeRO, insa fac diferenta intre o firma preocupata de relatia cu investitorii si una mai putin atenta la acestia. Pe de alta parte, o bila neagra este lipsa rezultatelor financiare consolidate, foarte utile in cazul unui grup structurat pe mai multe companii, fiecare dintre ele avand activitate. Au fost publicate rezultate consolidate preliminare pentru 2020, insa nu si rezultatele anuale finale sau cele trimestriale.

Plusuri si minusuri emitent

Avantaje (+)

- Pozitionare strategica data de mixul de produse original
- Afacere matura si stabila
- Scalabilitate ridicata a afacerii
- Rezultate trimestriale publicate
- Riscuri mai mici date de magazinele in franciza

Dezavantaje (-)

- Baza de clienti mai mica
- Concentrare mare a veniturilor, in ciuda diversificarii
- Marja mica de profit
- Datorii financiare destul de mari
- Concurenti puternici pe partea de bricolaj si pet shop
- Lipsa datelor financiare consolidate
- Free float mic

Rezultate financiare

Indicator (RON)	T1 2021	T1 2020	Evolutie T1	2020	2019	Evolutie anuala
Venituri operationale totale	46.324.089	34.487.002	34,32%	167.911.819	134.542.486	24,80%
Cifra de afaceri	45.014.238	34.485.161	30,53%	165.369.049	133.643.488	23,74%
Variatia stocurilor	751.168	0		0	0	
Alte venituri din exploatare	558.683	1.840	30263,21%	241.951	898.998	-73,09%
Cheltuieli operationale totale	-45.134.432	-33.607.075	34,30%	-157.144.298	-130.750.000	20,19%
Materii prime si materiale	-3.374.118	-225.306	1397,57%	-3.504.090	-1.199.263	192,19%
Alte cheltuieli materiale	-373.962	-116.620	220,67%	-612.591	-296.726	106,45%
Cheltuieli cu energia si apa	-681.840	-118.336	476,19%	-553.714	-225.337	145,73%
Cheltuieli privind marfurile	-30.730.421	-27.234.086	12,84%	-122.896.419	-108.160.897	13,62%
Reduceri comerciale primite	-17.613	-25.512	-30,96%	664.069	1.988.080	-66,60%
Cheltuieli cu personalul	-3.720.470	-2.039.890	82,39%	-10.873.375	-7.852.657	38,47%
Amortizare si ajustari de valoare	-377.131	-189.588	98,92%	-904.061	-861.095	4,99%
Alte cheltuieli operationale	-5.894.103	-3.708.760	58,92%	-18.464.116	-14.142.105	30,56%
Rezultat operational	1.189.657	879.927	35,20%	10.767.521	3.792.486	183,92%
Rezultat financiar net	-466.044	-145.024	221,36%	-990.897	-871.162	13,74%
Profit brut	723.613	734.903	-1,54%	9.776.624	2.921.324	234,66%
Impozit pe profit	-106.156	-94.425	12,42%	-1.142.174	-455.431	150,79%
Profit net	617.457	640.478	-3,59%	8.634.450	2.465.893	250,16%

Primul trimestru al anului a fost unul bun din punct de vedere al veniturilor pentru Agroland, fara ca acest lucru sa se concretizeze in sa si intr-un profit pe masura. Veniturile operationale ale companiei au crescut cu 34,32% la nivel trimestrial, de la 34,49 mil. RON in T1 2020 la 46,32 mil. RON in T1 2021, ducand veniturile TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) la 179,75 mil. RON. Este un nivel mai mare decat al multor emitenti listati pe piata principala a BVB, inclusiv al catorva dintre emitentii inclusi in indicele BET-BK.

Indicator	T1 2021	2020	Diferenta
ROE	38,40%	39,59%	-1,19%
ROA	9,11%	13,17%	-4,06%
Marja neta	4,79%	5,14%	-0,35%
P/E	26,85		
P/BV	10,31		
P/S	1,29		
Indatorare financiara		45,68%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

Cheltuielile operationale au crescut in acelasi ritm, cu 34,3%, ramanand foarte aproape de venituri, la 45,1 mil. RON. Cele mai mari influente asupra acestei cresteri au venit de la cheltuielile cu marfurile, +3,5 mil. RON (+12,84%) si cele cu materiile prime si materialele, +3,15 mil. RON (+1.397,57%). Daca in primul caz e un lucru normal, veniturile companiei venind pana anul trecut exclusiv din vanzarea de marfuri, in cazul celei de-a doua categorii cresterea este una neobisnuita. Motivul cel mai probabil este incorporarea Avicola Mihailesti, cu care Agroland a intrat si pe zona de productie. Anul trecut, din veniturile operationale de 167,9 mil. RON, 161,97 mil. RON erau din vanzarea de marfuri, in timp ce in 2019 procentul era chiar mai mare, aproape de 100%.

Alte cheltuieli cu cresteri mai importante au fost cele din categoria „Alte cheltuieli operationale”, +2,19 mil. RON (+58,92%), pentru care nu exista explicatii in rezultatele financiare, si cheltuielile cu personalul, +1,68 mil. RON (+82,39%). In cazul celor din urma, cresterea este pusa de conducere pe seama preluarii salariatilor de la Avicola Mihailesti, a angajarii de personal

sezonier si a deschiderii de noi magazine, pentru care momentan nu au fost inregistrate venituri. E posibil ca si o parte din cresterea de la „Alte cheltuieli operationale” sa fi avut legatura tot cu resursa umana, cea mai mare parte a acestor cheltuieli fiind cu prestatiile externe, inasa e greu de spus cu certitudine, acestea nefiind defalcate pe categorii.

Ritmul asemanator de crestere a veniturilor si cheltuielilor a facut ca profitul operational sa aiba o evolutie modesta, +309,7 mii RON, de la 879,9 mii RON la 1,19 mil. RON, chiar daca in termeni procentuali cresterea pare destul de mare, +35,20%. Cresterea profitului operational a fost compensata inasa integral de pierderea financiara mai mare, in crestere de la 145 mii RON la 466 mii RON. Asta a facut ca profitul net trimestrial sa scada usor, cu 3,59%, de la 640,5 mii RON la 617,5 mii RON.

Aceste rezultate vin dupa un an 2020 foarte bun, in care profitul net a crescut cu 250,16%, de la 2,47 mil. RON la 8,63 mil. RON, iar veniturile totale cu 24,8%, de la 134,5 mil. RON la 167,9 mil. RON. Este un ritm de crestere ridicat, care va fi pastrat cel mai probabil si in perioada urmatoare, avand in vedere planurile de deschidere a unui numar destul de mare de magazine. Ramane de vazut daca dupa aceasta crestere accelerata va putea fi crescuta si marja de profit, aflata la 5,14% in 2020, in crestere de la doar 1,83% in anul anterior. De asemenea, trebuie avute in vedere riscurile pe care le presupune politica de dezvoltare rapida, la finalul lui 2020 compania avand datoriile financiare de 45,68%, un procent destul de mare.

Efectul de levier dat de indatorarea ridicata face ca ROE sa fie la un nivel foarte bun, 38,4%, in ciuda marjei de profit foarte mici. Pe de alta parte, multiplul P/BV este aproape de 11, mult peste nivelul obisnuit al unei companii listate, si nu numai pentru cele din Romania. Comparativ, „unicornul” UiPath are un P/BV de 19,15, pe cea mai mare piata de capital din lume. O explicatie posibila pentru aceasta situatie tine de faptul ca magazinele sunt in franciza, ele contribuind la cifra de afaceri a companiei, dar nu si la activele acesteia, ceea ce duce la o rata de rotatie mare a activelor si, implicit, a capitalului propriu. Asa se explica si diferenta intre multiplul P/BV foarte mare si multiplul P/S destul de mic.

Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti magazine articole pentru casa	12,60	2,09	0,59	4,16	
Agroland	26,86	10,31	1,29	19,00	
Diferenta	113,17%	393,30%	118,64%	356,73%	
Pret cu mediana emitentilor	9,2131	3,9813	8,9826	4,3001	6,6193

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Mixul de produse atipic al Agroland face ca emitentii similari sa fie mai greu de identificat. Am considerat ca sub-sectorul magazinelor cu articole pentru casa (Home Products Stores) este cel mai relevant, in tabelul de mai sus fiind medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

Se observa ca toti multiplii Agroland sunt considerabil mai mari decat cei ai companiilor din sector. Printre explicatiile posibile sunt incadrarea mai dificila intr-un sector anume, rata mare de crestere, care atrage investitori interesati de companii de tip Growth, si interesul mare al investitorilor de retail. Nefiind vorba de o selectie riguroasa a emitentilor comparabili, nu putem spune cu certitudine ca e vorba de supraevaluare si nu de incadrarea intr-o nisa care sa justifice astfel de multipli.

Norofert (NRF)

Norofert a fost infiintata in anul 2000, fiind initial distribuitor de ingrasaminte conventionale pentru mai multi producatori din strainatate. In anul 2009 a trecut de la distributia de ingrasaminte conventionale la cea de ingrasaminte ecologice, iar din 2016 a inceput sa si produca ingrasaminte ecologice.

In prezent compania este unul dintre putinii producatori de ingrasaminte de acest fel din Romania, avand insa o concurenta puternica din partea importatorilor acestui tip de produse.

In afara de produsele proprii, Norofert vinde si seminte si pesticide conventionale cumparate de la terti, pe care le include in pachete impreuna cu ingrasamintele sale. Argumentul este usurinta mai mare de a vinde pachete de acest fel comparativ cu vanzarea separata a produselor. In a doua parte a lui 2019 a fost lansata si o gama de produse pentru agricultura conventionala, Karisma, cu care compania incearca sa-si mareasca baza de clienti, una destul de mica daca e vorba doar de agricultura ecologica. Potrivit memorandumului de listare al Norofert, in anul 2017 doar 1,93% din terenul agricol din Romania era folosit in agricultura ecologica, fiind vorba, asadar, de o piata de desfacere extrem de mica.

O alta metoda de a castiga piata de desfacere este prin extinderea in strainatate, pentru asta fiind infiintata o subsidiara in SUA, in statul Ohio. Momentan nu avem informatii referitoare la succesul acestei subsidiare, inasa e de asteptat ca pe parcursul anului sa apara mai multe detalii.

Deocamdata, inasa, Norofert ramane un actor pe piata locala, iar aceasta aduce numeroase provocari, cea mai mare dintre ele fiind puterea financiara redusa a clientilor, sau in unele cazuri neseriozitatea acestora. Conform aceluiasi memorandum de listare, rata de nerecuperare a creantelor de la fermieri era de 20%, un procent foarte mare. De asemenea, potrivit raportului

Actionar	Numar actiuni	Procent
Popescu Vlad Andrei	3.104.874	38,69%
Popescu Ileana	1.525.600	19,01%
Alexe Marian-Marius	928.928	11,57%
Persoane fizice	2.196.827	27,38%
Persoane juridice	232.245	2,89%
Free float total	3.393.466	42,29%

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni	35,5%
Data incheiere plasament privat	18.07.2019
Data listare	03.03.2020
Pret curent	18,68 RON/actiune
Pret plasament privat (ajustat)	2,50 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare (ajustat)	3,47 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	647,20%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	438,33%

anual pe 2020, pentru cei care platesc la timp se fac reduceri de pana la 50%, o practica nemaialtadata in alte domenii. De altfel, termenele de plata sunt destul de mari, fiind oferita creditare pe o perioada de 180-280 de zile de la livrarea produsului. Practic, e un fel de vanzare „pe caiet” a produselor, in speranta ca mai apoi cumparatorul va da dovada de bunavointa. Chiar si cu o asemenea generozitate, exista creante ramase pe termen lung in bilant, acestea, alaturi de alte probleme ducand la o opinie contrara a auditorului pentru situatiile financiare pe 2020, o situatie foarte rara pentru emitentii listati la BVB, chiar si printre cei cu probleme financiare.

In 2019, solutia identificata de conducerea companiei era reorientarea intr-o masura mai mare catre distribuitori in dauna vanzarilor directe catre fermieri, mai exact tintirea unui raport de 70%/30% intre distribuitori si fermieri. Raportul anual pe 2020 contine informatii contradictorii in aceasta privinta. Pe de o parte, la pagina 17 se specifica faptul ca 10% din vanzari au provenit de la distribuitori, 85% de la fermieri mari si 5% de la fermieri mici, in timp ce la pagina 18 apare un tabel in care distribuitorii au 67%, marii fermieri 25%, iar micii fermieri 8%.

Din pacate, aceasta nu este singura inadvertenta din raportarile Norofert, iar cea mai mare dintre ele a aparut in luna martie, atunci cand auditorul a emis o opinie contrara pentru situatiile financiare pe 2020. Printre altele, auditorul a atras atentia asupra unei supraevaluari a stocurilor (si implicit a rezultatului financiar pe 2020) cu 4,87 mil. RON, dintre care 2,33 mil. RON productie in curs de executie la cost de productie supraevaluat si 2,54 mil. RON diferente de inventar neinregistrate si marfuri pentru care descarcarea de gestiune s-a facut eronat. De asemenea, in anul 2020 au fost stornate facturi de 2,2 mil. RON aferente anului 2019, afectand rezultatele financiare pe 2019. Aici nu e clar unde apar acele facturi, pentru ca rezultatele pe 2019 publicate initial arata aceleasi venituri ca si rezultatele comparative pe 2019 din raportul anual pentru 2020.

Nu in ultimul rand, cam un sfert din creantele la 31 decembrie 2020 (4,65 mil. RON din totalul de 18,39 mil. RON creante fata de terti) erau mai vechi de 365 de zile, pentru ele fiind inregistrate ajustari de valoare de doar 345 mii RON. Chiar daca termenul de incasare a creantelor este in general unui ridicat, e vorba de creante pentru care e clar ca incasarea are o probabilitate mai redusa, asa ca lipsa provizioanelor distorsioneaza rezultatele financiare.

Per total, e vorba de o diferenta de pana la 9,5 mil. RON (mai mult sau mai putin, in functie de riscul aferent fiecarei creante in parte) intre rezultatele preliminare raportate si rezultatele reale, mult peste profitul inregistrat de grup. Rezultatele finale au avut o diferenta de profit brut de doar 2,75 mil. RON fata de cele preliminare, pentru care aparuse opinia contrara a auditorului. Opinia auditorului pentru rezultatele financiare finale a fost una cu rezerve, iar majoritatea problemelor semnalate initial au ramas nerezolvate. Singurul aspect rezolvat a fost cel al diferentelor de inventar si descarcarilor de gestiune eronate, in timp ce pentru creante doar a fost bagat gunoiul sub pres: au fost rescadentate creante in valoare de 2,98 mil. RON din totalul de 4,65 mil. RON mai vechi de 365 de zile, in asa fel incat sa para ca sunt in termenul de plata normal.

Dincolo de problemele propriu-zise sau de faptul ca ele nu au fost rezolvate nici dupa opinia contrara a auditorului, apare o problema de credibilitate pentru conducerea companiei, pentru ca o parte a acestor probleme nu au legatura cu chichitele contabilitatii, ci par mai degraba incercari de a cosmetiza rezultatele financiare, ceea ce in final induce in eroare publicul. Faptul ca „se stia” din anii trecuti ca exista asemenea inadvertente nu scuza cu nimic perpetuarea lor.

O alta cosmetizare o vedem chiar in memorandumul de listare, acolo unde emitentul precizeaza ca are o cota de piata de 30%, insa pentru a o calcula sunt luate in calcul niste criterii favorabile, scotand din ecuatie importatorii de ingrasaminte care concureaza pe aceeasi piata, unii dintre ei cu cifre de afaceri de 10-20 de ori mai mari decat Norofert.

La capitolul plusuri, Norofert este unul dintre cei doar doi emitenti listari recent pe AeRO care publica rezultate financiare consolidate, un aspect pozitiv, fiind vorba de un grup in care mai multe dintre companii au activitate. Pe de alta parte, in T1 2021 nu au fost publicate rezultate trimestriale, desi pentru T3 2020 acestea fusesera publicate. Din cate se pare, problemele cu auditul au facut ca rezultatele trimestriale sa nu mai fie publicate, iar cele semestriale ar urma sa fie auditate inaintea publicarii, pentru a sterge din imaginea proasta aparuta in martie.

Un alt lucru care iese in evidenta din raportarile financiare, si nu neaparat in sens pozitiv, este preocuparea companiei pentru masini. In raportul anual pe 2020 apar 25 de autoturisme, la putin peste 40 de angajati. Trei dintre acestea sunt de lux, un Mercedes G-Class, un Infiniti M37 si un Infiniti Q5.

Deocamdata investitorii par sa treaca peste toate neajunsurile enumerate mai sus, iar la majorarea de capital din aprilie s-au scris toate cele 550.000 de actiuni nou emise, la un pret de circa 13,1 lei pe actiune. Prima de emisiune foarte mare a facut ca diluarea pozitiei actionarilor majoritari sa fie foarte mica, desi acestia au scris foarte putin sau deloc. Ramane de vazut daca emitentul va reusi sa indeplineasca asteptarile mari ale investitorilor in anii urmasi sau nu.

Plusuri si minusuri emitent

Avantaje (+)

- Domeniu cu potential important
- Crestere mare a cifrei de afaceri in ultimii ani
- Rezultate consolidate
- Incredere mare din partea investitorilor
- Marja de profit afectata doar marginal de cresterea accelerata
- Potential de extindere si pe segmentul conventional
- Free float si lichiditate destul de mari

Dezavantaje (-)

- Rezultate financiare distorsionate, care genereaza lipsa de credibilitate
- Practici contabile neortodoxe
- Riscuri mari legate de incasarea creantelor
- Concurenta puternica din partea importatorilor
- Lipsa rezultatelor la T1
- Cosmetizare exagerata a informatiilor
- Cheltuieli inutile cu masinile de lux
- Crestere rapida a datoriilor

Rezultate financiare

Dupa ce rezultatele preliminare aratau o crestere cu 36% a profitului net, pana la 6,26 mil. RON, rezultatele finale pe 2020 au fost considerabil mai slabe, cu un profit net in scadere cu 17,7%, de la 4,62 mil. RON in 2019 la 3,8 mil. RON in 2020.

Diferenta principala intre rezultatele preliminare si cele finale a venit de la cheltuielile cu marfurile, cu circa 2,5 mil. RON mai mari in rezultatele finale, 8,87 mil. RON fata de 6,35 mil. RON in cele preliminare. Este vorba aproape sigur despre marfurile pentru care descarcarea de gestiune s-a facut in mod eronat, mentionate in raportul de audit.

Veniturile operationale au ramas la acelasi nivel, cu o crestere de 110,73% fata de anul anterior, un ritm foarte bun, mai ales daca avem in vedere ca a fost mentinut pentru o perioada mai indelungata. Veniturile s-au dublat aproape in fiecare an, ajungand de la 1,3 mil. RON in 2015 la 31,1 mil. RON in 2020. Cresterea din 2020 a venit partial si de la variatia mare a stocurilor, cu un plus de 6,09 mil. RON, explicatia companiei fiind ca s-a produs mai mult pe stoc pentru a anticipa comenzile ulterioare.

Atat in cazul cifrei de afaceri, cat si al variatiei stocurilor e necesara o doza de prudenta. Cifra de afaceri include venituri pentru care mai apoi au fost aplicate reduceri, in cazul in care facturile au fost platite in termenul stabilit. E o practica nemaiintalnita in alte domenii, inasa, potrivit conducerii Norofert, in domeniul agricol este una uzuala, iar reducerile pot ajunge si pana la 50%. Reducerile respective nu au fost aplicate asupra veniturilor operationale, ci au fost incadrate la cheltuieli financiare, ceea ce, din nou, este neobisnuit. In 2020, ele au totalizat circa 2 mil. RON. Din 2021 este de asteptat ca reducerile sa nu mai apara separat in contul de profit si pierdere, iar veniturile sa fie la nivelul lor real. In cazul variatiei stocurilor, potrivit raportului de audit, nivelul este mai mare decat ar trebui sa fie, productia in curs de executie fiind inregistrata la pretul de vanzare, nu la costul de productie. Cu aceste doua lucruri luate in calcul, cresterea veniturilor ar fi fost ceva mai mica.

Datele financiare arata o performanta operationala imbunatatita, insotita de un rezultat financiar net slab, care a dus in final la scaderea profitului net. Cresterea veniturilor operationale totale a fost compensata doar partial de cheltuielile operationale mai mari, chiar daca ritmul de crestere al acestora a fost unul mai alert decat cel al veniturilor, +143,93%, de la 9,5 mil. RON la 23,2 mil. RON. In aceasta crestere a cheltuielilor, cele mai mari influente le-au avut cheltuielile cu marfurile, +4,26 mil.

Indicator (RON)	2020	2019	Evolutie anuala
Venituri operationale totale	31.183.917	14.798.106	110,73%
Cifra de afaceri	24.377.595	14.859.551	64,05%
Variatia stocurilor	6.091.152	-106.655	-5811,08%
Cheltuieli operationale totale	-23.200.881	-9.511.107	143,93%
Materii prime si materiale	-2.855.293	-573.468	397,90%
Cheltuieli privind marfurile	-8.867.045	-4.606.531	92,49%
Alte cheltuieli materiale	-338.467	-29.636	1042,08%
Cheltuieli cu personalul	-4.333.997	-1.964.869	120,57%
Amortizare si ajustari de valoare	-1.108.851	124.006	-994,19%
Alte cheltuieli operationale	-5.697.228	-2.460.609	131,54%
Rezultat operational	7.983.036	5.286.999	50,99%
Rezultat financiar net	-3.116.310	-75.910	4005,27%
Profit brut	4.816.726	5.211.089	-7,57%
Impozit pe profit	-1.013.308	-588.672	72,13%
Profit net	3.803.418	4.622.417	-17,72%

Indicator	2020	2019	Diferenta
ROE	21,83%	24,01%	-2,18%
ROA	9,79%	14,19%	-4,40%
Marja neta	12,20%	12,20%	0,00%
P/E	39,41		
P/BV	8,60		
P/S	4,81		
Indatorare financiara	37,16%	4,53%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

RON (+92,49%), alte cheltuieli operationale, +3,24 mil. RON (+131,54%), cu personalul, +2,37 mil. RON (+120,57%) si cu materiile prime si materialele, +2,28 mil. RON (+397,9%). Cheltuielile cu materii prime si materiale au crescut ca urmare a cresterii vanzarilor, iar alte cheltuieli operationale au crescut in mare parte din acelasi motiv. Cheltuielile cu personalul au avut o evolutie foarte abrupta, fiind mai mult decat duble in 2020 fata de 2019, desi numarul de angajati a crescut intr-un ritm mult mai lent, de la 32 la 41. Cheltuiala medie pe angajat a crescut cu 72,16% de la un an la altul, de la 61.402 lei in 2019 (5.117 lei pe luna) la 105.707 lei in 2020 (8.808 lei pe luna).

Cheltuielile cu marfurile au crescut la randul lor intr-un ritm alert, aici fiind vorba si de ajustari determinate de raportul de audit. Atrage atentia faptul ca marfurile au o pondere mult mai mare in cheltuieli decat materiile prime, desi vanzarile sunt in mod normal orientate mai mult pe produse finite decat marfuri. In lipsa unei defalcari a veniturilor nu putem sti care este marja de profit la care sunt vandute marfurile si nici ponderea lor in vanzarile totale. Daca ar fi vandute fara niciun profit, ponderea in veniturile totale ar fi de 28,4%, in scadere de la 31,1% in 2019, si de 36,4% in cifra de afaceri, in crestere de la 31% in 2019. Cel mai probabil, insa, exista si o marja de profit, iar ponderea marfurilor e ceva mai mare. Ar fi important de stiut care e cifra exacta, pentru a concluziona in ce masura Norofert este producator de ingrasaminte ecologice si in ce masura e distribuitor de ingrasaminte conventionale.

Rezultatul financiar net a fost, asa cum spuneam si mai sus, influentat puternic de reducerile acordate pentru clientii care au platit produsele la timp, o alta influenta venind din partea obligatiunilor emise in ianuarie 2020, circa 1 mil. RON.

Rezultatul net in scadere cu 17,72% este la un nivel acceptabil, mai ales pentru o companie aflata in expansiune accelerata, insa de el atarna problemele identificate in raportul de audit, iar in viitor acestea ar putea inghiti o parte importanta din profit.

Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti produse chimice pentru agricultura	18,12	3,41	1,91	7,21	
Norofert	39,24	8,57	4,79	16,42	
Diferenta	116,56%	151,32%	150,79%	127,74%	
Pret cu mediana emitentilor	8,6259	7,4328	7,4486	8,2024	7,9274

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care consideram ca se incadreaza Norofert este cel al produselor chimice pentru agricultura (Agricultural Chemicals), in tabelul de mai sus fiind medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

La fel ca si in cazul Agroland, toti multiplii sunt cel putin dubli fata de cei ai emitentilor similari. La Norofert, insa, diferentele sunt mult mai uniforme, incadrandu-se intr-un interval destul de mic. Avand in vedere ca e vorba de un emitent cu o rata de crestere ridicata, evaluarea mai exuberanta poate fi considerata justificata. Pe de alta parte, nu trebuie scapat din vedere faptul ca trei dintre indicatorii folositi pentru multipli, profitul net, cifra de afaceri si EBITDA, sunt influentati de ciudateniile

contabile cum ar fi problemele din raportul de audit sau inregistrarea reducerilor la cheltuieli financiare. De asemenea, trebuie avut in vedere ca momentan capitalizarea nu include majorarea de capital recenta. Dupa ce vor fi adaugate si cele 550.000 de actiuni in plus, multipli vor fi ceva mai mari.

Holde Agri Invest (HAI)

Holde Agri Invest SA a fost infiintata in anul 2018, proiectul care sta la baza sa fiind realizat, inasa, cu doi ani mai devreme. In afara de societatea-mama, grupul mai include 10 subsidiare detinute integral, direct sau indirect. Majoritatea sunt exploataii agricole, iar una dintre ele, Holde Agri Operational, le deserveste pe toate celelalte prin servicii operationale.

Strategia grupului este de a cumpara ferme agricole de mari dimensiuni, pe care ulterior sa le exploateze in conditii de eficienta ridicata, dupa ce in prealabil realizeaza investitii pentru modernizarea acestora. In anul 2020 au fost exploatare 7.827 de hectare, iar pana la jumatatea lui 2021 suprafata urma sa ajunga la 9.250 de hectare. Cea mai mare parte a terenurilor sunt in arenda, obiectivul pe termen lung fiind de 25% terenuri in proprietate si 75% in arenda. Primele ferme cumparate au fost in judetul Teleorman, ulterior grupul extinzandu-se si in judetul Calarasi. Planurile pentru anii urmasori sunt de a ajunge la 20.000-30.000 ha de teren exploatat.

Modelul de business presupune aporturi regulate de capital din partea unor noi investitori, din care sa fie finantata extinderea si achizitionarea de utilaje agricole moderne. Cea mai recenta majorare de capital este in desfasurare chiar in aceste zile, la un pret de 1,38 lei/actiune pentru actionarii existenti si, ulterior, la un pret intre 1,39 si 1,55 lei/actiune in cadrul unui plasament privat pentru cei care nu sunt actionari in prezent. Este un pret mai mare

Actionar	Numar actiuni	Procent
Vertical Seven Group	4.855.125	13,04%
Alti actionari	32.387.496	86,96%
Free float total	32.387.496	86,96%

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni (in 2 plasamente)	53,05%
Data incheiere plasament privat 2	12.06.2020
Data listare	01.10.2020
Pret curent	1,50 RON/actiune
Pret plasament privat	1,135 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	1,80 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	34,71%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	-16,67%

Sursa: BVB

decat cel din plasamentele private derulate in 2019 si 2020.

In afara de cele 37,2 milioane de actiuni ordinare listate la BVB (clasa A), emitentul are si 5,8 milioane de actiuni preferentiale (clasa B) care dau dreptul la un dividend de 50% din valoarea nominala, in limita a 35% din profitul anual distribuibil, fara sa dea, insa, drept de vot. Distribuirea de dividende catre detinatorii de actiuni de clasa B va incepe in 2022, din profitul pe anul 2021. La valoarea nominala si numarul de actiuni din prezent, ar fi vorba de maximum 2,9 mil. RON, in cazul in care profitul net ar fi suficient de mare incat suma sa nu fie plafonata la 35%.

Spre deosebire de un emitent clasic, antreprenorii care au lansat Holde Agri Invest nu au ramas cu un numar mare de actiuni, preferand o metoda diferita de control asupra emitentului. Mai exact, emitentul a incheiat un contract de management pe 10 ani cu firma detinuta de acestia, Holde Agri Management SRL, perioada fiind impartita in trei intervale, unul initial de 2 ani si doua ulterioare de cate 4 ani, intre fiecare dintre ele urmand sa fie reconfirmata ca administrator. In cazul in care nu este reconfirmata, insa, emitentul ar trebui sa plateasca penalitati catre firma de administrare. Asadar, probabilitatea de a pierde controlul asupra operatiunilor firmei este destul de mica, actionarii actuali sau viitori neavand motive sa plateasca penalitati decat daca lucurile ar merge foarte prost.

Onorariile prevazute in contractul de management sunt unele destul de mari. In fiecare an, emitentul va trebui sa plateasca firmei de administrare 53.200 EUR onorariu fix, la care se adauga 19.950 EUR pentru fiecare modul de 2.000 ha de teren exploatat (asta ar insemna 200-300.000 EUR la 20-30 ha, cat este tinta companiei pentru anii urmatori). De asemenea, se plateste si un onorariu anual de performanta intre 15% si 35% din EBIT, in functie de EBIT realizat pe hectar. In conditiile unui grad de indatorare ridicat (mai mare decat cel din prezent), suma ar urma sa fie mai mica, iar o pierdere operationala dintr-un an va fi dedusa din profitul anilor urmatori in calculul bonusului. De asemenea, la finalul celor 10 ani va trebui platit un „exit bonus” intre 15% si 25% din IRR-ul proiectului, calculat in functie de valoarea societatii la momentul respectiv si sumele investite pe parcurs. Pe masura ce afacerea se va extinde, e de asteptat ca sumele platite catre administrator sa ajunga la mai multe milioane de lei anual, la ele adaugandu-se si dividendele preferentiale, iar ce mai ramane sa ajunga la actionarii obisnuiti. E vorba de niste costuri destul de mari, care vor impune necesitatea unor performante operationale foarte bune pentru ca actionarii sa aiba un randament satisfactor.

In momentul de fata, o parte destul de importanta a productiei este ecologica, mai ales pe terenurile din Teleorman. In memorandumul de listare se precizeaza ca 35% din suprafata era operata in regim bio, iar obiectivul pe termen lung era de 10-20% exploatat in acest fel, in conditiile cresterii suprafetei totale. Potrivit aceluiasi document, preturile produselor bio erau cu 150-200% mai mari decat ale celor conventionale. Pe de alta parte, din cifrele publicate in raportul anual pe 2020 rezulta, conform calculelor noastre, ca productia la hectar pentru produsele bio a fost in sezonul agricol 2019-2020 de 1,47 tone, in timp ce pentru produsele conventionale a fost de 3,74 tone, o diferenta mai mare decat cea a pretului. Desigur, acestea sunt niste cifre generale, din care nu putem trage neaparat concluzia ca un tip de cultura este mai profitabil decat celalalt. Pentru asta ar trebui sa avem informatii referitoare la costurile presupuse de fiecare tip de cultura in parte si o impartire pe tipuri de produse, cu pretul mediu aferent fiecaruia.

Pe langa utilajele moderne in care au fost investiti o parte din banii atrasi de la investitori, un aspect pozitiv este existenta si extinderea spatiilor de depozitare, care ajuta grupul sa vanda la preturi mai bune, in perioada in care pretul este mai mare. La capitolul minusuri, terenurile exploatate in acest moment nu sunt irigate, ceea ce face ca productia sa depinda de conditiile meteorologice si sa fie volatila. Pe termen mediu exista intentia de a investi si in sisteme de irigatii, insa nu e clar cand ar urma sa se intample asta.

Politica de extindere constanta aduce cu ea si cateva riscuri, mai ales in conditiile fragmentarii terenurilor agricole din Romania. Fermele la care sa poata fi implementata eficientizarea dorita de Holde sunt in numar destul de mic, asa ca in timp am putea vedea fie preturi mai mari platite pentru cele care se incadreaza in criterii, fie cumpararea unora care sa necesite investitii mari sau, in cel mai rau caz, sa nu aiba potentialul de a fi eficientizate si de a produce un profit satisfactor.

In ceea ce priveste raportarile, un aspect important pentru emitentii de pe AeRO tocmai pentru ca nu exista obligatia de a avea aceeasi transparenta ca pe piata principala, Holde Agri Invest sta poate cel mai bine dintre emitentii inclusi in acest raport, cu o exceptie negativa importanta, inasa: nu are raportare financiara pentru T1 2021, desi, in mod paradoxal, are raportarea pentru T3 2020. In rest totul pare la un nivel intre AeRO si BVB, cu rezultate financiare consolidate, informatii suficient de detaliate, chiar si cu note contabile extinse, similare celor publicate de emitentii de pe piata principala. Nu in ultimul rand, este singurul emitent care are un auditor cunoscut, Mazars, restul fiind auditate de firme mici sau chiar de persoane fizice.

Este cu atat mai surprinzator faptul ca actiunile HAI au avut o evolutie bursiera foarte „cuminte”, cu o crestere modesta fata de plasamentul privat si chiar cu scadere fata de momentul listarii, in timp ce alti emitenti au fost tinta unui entuziasm nestapanit al investitorilor. Cel mai plauzibil motiv este ca vorbim de un emitent care nu este si nu isi propune sa fie unul de tip Growth, iar investitorii de pe piata AeRO cauta mai degraba emitenti care ar putea avea cresteri uriase, chiar si cu riscurile aferente. Deocamdata, HAI pare sa fie prea mic pentru BVB si prea lipsit de adrenalina pentru AeRO.

Plusuri si minusuri emitent

Avantaje (+)

- Plan de afaceri construit foarte clar
- Resurse financiare mari date de rundele de finantare dese
- Rezultate consolidate
- Concurenti cu putere financiara redusa
- Spatii de depozitare
- Free float si lichiditate mari si in crestere

Dezavantaje (-)

- Costuri mari de administrare
- Actiuni preferentiale care mananca din profit
- Dependenta fata de conditiile meteo
- Lipsa rezultatelor la T1
- Dificultate de a gasi tinte de achizitie noi
- Domeniu cu marje de profit destul de mici

Rezultate financiare

Rezultatele pe 2020 au înregistrat o îmbunătățire considerabilă față de anul anterior, însă trebuie avut în vedere faptul că în 2019 erau exploatare suprafețe destul de mici, iar utilajele încă nu erau la standardele necesare. Prin urmare, comparația între cei doi ani are o relevanță limitată. Mai mult, așa cum se specifică și în raportul auditorului, 2020 a fost primul an pentru care s-au întocmit situații financiare consolidate, iar cifrele pentru 2019 nu sunt în întregime comparabile.

În mod paradoxal, deși nu vorbim de o companie de tip Growth, veniturile operationale totale au crescut cu nu mai puțin de 342,88%, motivele fiind explicate mai sus. Majoritatea categoriilor de venituri incluse aici au crescut, cea mai mare contribuție venind chiar de la activitatea de bază, cu o creștere de 17 ori a veniturilor din vânzarea produselor agricole proprii, până la 21,9 mil. RON. O pondere importantă în veniturile totale o au subvențiile pentru culturi, acestea ajungând la 41% din veniturile obținute din vânzarea produselor agricole și 20% din veniturile operationale totale.

Printre veniturile nerecurente se numără 2,4 mil. RON încasați de la APIA sub formă de subvenții pentru anul agricol 2017-2018. De asemenea, au fost încasate despăgubiri de seceta și asigurări în valoare totală de 2,2 mil. RON, după ce în 2019 nu existaseră astfel de venituri.

Cheltuielile au crescut la rândul lor, însă într-un ritm mai lent. Cele mai mari creșteri au venit de la cheltuielile legate de producție, mai exact cele cu materialele, +8,8 mil. RON, cu personalul, +3,88 mil. RON, arenda, + 5,5 mil. RON și amortizarea, +2,38 mil. RON. Indemnizația de management a crescut doar cu 68% față de anul anterior, în condițiile în care componenta de performanță legată de EBIT a fost raportată la o sumă mai mică, în 2019 fiind înregistrat un EBIT negativ. Dacă luăm în calcul doar rezultatul din 2020, onorariul anual de performanță ar fi de circa 1,4 mil. RON, mai mult decât dublu față de întreaga indemnizație încasată în 2020. Nu e clar, însă, cât din această indemnizație se înregistrează în același an și cât în anul următor.

Indicator (RON)	2020	2019	Evoluție anuală
Venituri operationale totale	43.872.158	9.906.022	342,88%
Vanzari produse agricole proprii	21.946.346	1.287.138	1605,05%
Vanzari marfuri	5.321.798	351.983	
Vanzari active	1.552.747	797.336	94,74%
Variatia stocurilor	-3.114.525	2.067.819	-250,62%
Alte venituri operationale, din care	15.051.268	5.401.746	178,64%
Subventii culturi	8.986.385	5.205.492	72,63%
Alte subventii	626.861	192.114	226,30%
Despagubiri (seceta, asigurari)	2.190.712	0	-
Alte venituri	3.247.310	4.140	78337,44%
Cheltuieli cu materialele	-12.575.260	-3.787.413	232,03%
Arenda	-5.503.089	-1.624.278	238,80%
Cheltuieli cu personalul	-5.359.165	-1.367.550	291,88%
Cheltuieli cu amortizarea	-4.068.153	-1.687.405	141,09%
Alte cheltuieli operationale	-7.141.421	-5.336.654	33,82%
Indemnizatie contract management	-638.977	-380.161	68,08%
Rezultat operational	5.471.568	-4.277.439	-227,92%
Rezultat financiar net	-387.997	-315.266	23,07%
Profit brut	5.083.571	-4.592.705	-210,69%
Impozit pe profit	-1.644.320	-49.529	3219,91%
Profit net	3.439.251	-4.642.234	-174,09%

Indicator	2020	2019	Diferența
ROE	7,46%	-15,64%	23,10%
ROA	3,54%	-10,69%	14,23%
Marja netă	7,84%	-46,86%	54,70%
P/E	18,78		
P/BV	1,40		
P/S	1,47		
Indatorare financiara	37,94%	21,66%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

Per total, influenta mai mare a veniturilor a facut ca rezultatul operational sa treaca de la o pierdere de 4,28 mil. RON in 2019 la un profit de 5,47 mil. RON in 2020. Desi datoriile financiare au crescut destul de mult, de la 9,4 mil. RON la 36,8 mil. RON, rezultatul financiar net a avut o crestere mult mai mica, de 23,07%, de la 315 mii RON la 388 mii RON. Impozitul pe profit, pe de alta parte, a fost mult mai mare decat in 2019, asa ca rezultatul net anual a avut o crestere ceva mai mica decat a celui operational, +8,08 mil. RON, fata de +9,75 mil. RON.

Trecerea pe profit a facut ca HAI sa ajunga la unii dintre cei mai mici multipli de piata de pe AeRO, cu un P/E sub 20 si P/BV si P/S sub 2. In viitor ne putem astepta ca rentabilitatea sa se imbunatateasca, pe masura ce afacerea va atinge un punct critic de dezvoltare, insa in acelasi timp vom vedea si costuri mai mari cu contractul de management si cu dividendele preferentiale, asa ca momentan e greu de spus daca multiplii vor merge in sus sau in jos.

Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti produse agricole	20,08	1,87	1,59	3,92	
Holde Agri Invest	18,78	1,40	1,47	6,77	
Diferenta	-6,47%	-25,13%	-7,55%	72,70%	
Pret cu mediana emitentilor	1,6038	2,0036	1,6224	0,8685	1,5246

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat Holde Agri Invest este cel al produselor agricole (Farm Products), in tabelul de mai sus fiind medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Desi domeniul de activitate oficial este „Activitati ale holdingurilor”, in realitate grupul este unul de productie agricola, iar emitentii relevanti sunt cei activi in acest domeniu, indiferent de forma de organizare. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

Spre deosebire de majoritatea emitentilor de pe piata AeRO, Holde Agro Invest are multipli destul de apropiati de cei ai companiilor similare, ba chiar trei dintre cei patru luati in calcul sunt mai mici decat mediana emitentilor similari. Este singurul emitent dintre cei analizati pentru care media preturilor calculate cu multiplii companiilor similare este mai mica decat pretul de piata, de obicei diferenta fiind destul de mare in directia opusa.

Safetech Innovations (SAFE)

Safetech Innovations a fost infiintata in anul 2011, avand ca obiect principal de activitate furnizarea de servicii si solutii de securitate cibernetica. Este primul emitent din acest domeniu listat la BVB si al doilea din IT dupa Bittnet. Desi activeaza de destul de mult timp, nu a reusit sa ajunga inca la o dimensiune foarte mare, un motiv pentru asta fiind fragmentarea foarte mare a pietei. Un alt motiv este faptul ca pana in 2016 s-a axat mai mult pe vanzarea de hardware, iar in 2017 a schimbat modelul de business.

Potrivit informatiilor furnizate de companie, serviciile pe care le presteaza acopera intreaga gama necesara pentru securizarea informatica a clientilor, incepand de la diagnosticarea problemelor, continuand cu implementarea solutiilor de securitate si terminand cu mententanta pe termen lung a acestora. Fiecare dintre aceste etape poate fi prestata si separat, ceea ce ofera un avantaj suplimentar. De exemplu, in memorandumul de listare apar mai multi clienti pentru care au fost realizate doar teste sau evaluari ale securitatii, fara alte servicii sau produse furnizate.

Tipul de business derulat de companie face ca majoritatea clientilor sa fie companii mari, cu putere financiara ridicata, ceea ce reprezinta un avantaj din punctul de vedere al sigurantei financiare. Pe de alta parte, diferenta mare de dimensiune face ca puterea de negociere sa fie una extrem de redusa fata de acesti clienti, iar preturile obtinute sa fie mai mici decat ar fi fost intr-un alt context. Fragmentarea pietei de IT pune la randul sau presiune pe preturi, fiind vorba de un mediu foarte competitiv. Totusi, in momentul de fata cererea este una foarte mare, iar in domeniul cibersecuritatii e de asteptat sa creasca. E de ajuns sa ne gandim ca la intalnirea dintre Joe Biden si Vladimir Putin s-a discutat despre atacuri cibernetice mai mult decat despre rachete si avioane de lupta, pentru a ne da seama ca piata este una cu mare potential de crestere.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Gansac Victor	1.250.000	40,00%
Rusu Paul	1.250.000	40,00%
Persoane fizice	531.855	17,02%
Persoane juridice	93.145	2,98%
Free float total	625.000	20,00%

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni	20%
Data incheiere plasament privat	19.10.2020
Data listare	29.01.2021
Pret curent	65,40 RON/actiune
Pret plasament privat	4,00 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	20,40 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	1.535,00%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	220,59%

Sursa: BVB

Exista doua segmente importante pe care aceasta crestere se poate materializa. Pe de o parte, apararea institutiilor publice impotriva atacurilor care tin de siguranta nationala, folosite tot mai des ca o arma de diverse tari cu regimuri dictatoriale, pe de alta parte, apararea atat a firmelor mari, cat si a institutiilor impotriva infractorilor cibernetici deveniti tot mai multi si mai sofisticati. Aparitia pandemiei COVID, combinata cu un apogeu al criptomonedelor, care ofera varianta ideala de a ascundele roadele infractiunilor, a facut ca si firmele din domeniul securitatii sa fie la mare cautare.

In afara de potentialul domeniului, un plus destul de important este dat de realizarea de solutii IT in-house, care aduc valoare adaugata si diferentiaza compania fata de multitudinea de IT-isti care doar implementeaza produse realizate de altii.

Un mic dezavantaj din perspectiva investitionala este dificultatea de a face previziuni, in conditiile in care produsele si serviciile vandute de companie nu sunt doar foarte specializate, ci si descrise destul de vag in raportarile financiare, tocmai pentru ca presupun o doza importanta de confidentialitate. O solutie de securitate poate sa valoreze mii sau zeci de mii de euro, dar si sau milioane, in functie de complexitate si scara la care este realizata si implementata. La fel, un client de mari dimensiuni poate la fel de bine sa aiba nevoie de servicii pentru o agentie izolata sau pentru intreaga firma.

Din raportarile companiei e destul de greu de tras o concluzie asupra pozitiei sale pe piata, singurele informatii utile pentru asta venind de la prezentarea clientilor mari. Cel mai mare client in anul 2020 a fost o banca, cu 15,88% din cifra de afaceri, ceea ce inseamna aproape 3 mil. RON. Urmatorii clienti au avut ponderi de 12,73%, 9,91% si 9,85%, restul fiind la 5% sau mai jos. Particularitatile afacerii fac ca in fiecare an cifra de afaceri sa fie concentrata pe un numar mic de clienti, insa acesti clienti se schimba de la un an la altul. Asadar, exista o dependenta pe termen scurt fata de clientii mari, insa pe termen lung majoritatea clientilor devin mici.

O alta particularitate a domeniului este scalabilitatea mare. Piata tinta este una virtual nelimitata, existand posibilitatea de a lucra la distanta pentru majoritatea proiectelor, iar standardele de securitate informatica fiind aceleasi peste tot in lume. Safetech este unul dintre putinii emitenti de la BVB (nu doar de pe AeRO) pentru care exista in mod real posibilitatea de a se extinde la nivel international. Totusi, daca acest obiectiv va fi atins vreodata, momentan pare sa mai necesite timp. Exista deja contracte cu clienti din strainatate, insa ele au o pondere mica in cifra de afaceri, cam 9% in 2019 si sub 5% in 2020.

O situatie atipica pentru un emitent de pe piata AeRO este existenta dividendelor. Acestea au fost distribuite in fiecare din ultimii ani, ajungand chiar la 100% din profit in 2017 si 2018. E greu de spus daca acest lucru este bun sau rau. Pe de o parte, ofera un element atractiv pentru unii investitori, insa pe de alta parte, semnaleaza ca emitentul nu este interesat intr-o masura atat de mare de expansiune. Si, tinand cont de cota la care a ajuns actiunea SAFE, e clar ca o mare parte a investitorilor asteapta o crestere fulminanta a afacerii in anii urmatori.

O alta situatie oarecum atipica pentru emitentii de pe AeRO este indatorarea financiara foarte mica. La 31 martie 2021, datoriile financiare ale companiei erau de doar 3,82% din activele totale, in scadere de la 4,56% la finalul lui 2020. Totusi, in mod paradoxal, nici capitalul propriu nu are o pondere mare in activele totale, doar 21,2% la finalul T1 2021. Explicatia pentru aceasta situatie este data de veniturile in avans foarte mari inregistrate in bilant, cea mai mare parte fiind venituri din subventii. Este vorba, mai exact, de sume aferente proiectelor finantate din fonduri europene derulate de companie, acestea fiind prezente si in activ, sub forma de creante. Faptul ca proiectele cu fonduri europene influenteaza intr-o masura atat de mare situatia bilantiera este mai degraba un lucru negativ, pentru ca arata o afacere la o dimensiune mica. Iar proiectele finantate din fonduri europene nu pot aduce o marja de profit semnificativa, pentru asta e nevoie de vanzari in mediul economic normal.

Capitalul propriu mic si profitul la randul sau destul de mic fac ca investitiile mari in extindere, daca ele ar fi in planul conducerii, sa fie oricum greu de finantat prin indatorare, potentialul de a contracta credite fiind limitat de acesti indicatori. Pe de alta parte, evaluarea foarte favorabila a actiunilor deschide usa pentru o extindere finantata prin majorari de capital. Asa cum s-a vazut de curand la NRF, o majorare la un pret al actiunii apropiat de cel de piata poate aduce sume importante in companie, fara sa dilueze in mod semnificativ pozitia actionarilor existenti si fara ca acestia sa fie nevoiti sa participe. Desigur, pentru un astfel de demers e nevoie ca banii sa aiba si o destinatie, iar deocamdata se pare ca nu exista niste planuri concrete care sa necesite investitii mari.

Plusuri si minusuri emitent

Avantaje (+)

- Domeniu de mare perspectiva
- Solutii informatice realizate in-house
- Context favorabil dat de atacurile cibernetice in crestere
- Scalabilitate ridicata a afacerii
- Rezultate trimestriale publicate
- Riscuri foarte mici de neincasare a creantelor
- Potential real de extindere internationala
- Datorii financiare foarte mici

Dezavantaje (-)

- Ruleaza sume foarte mici, mai ales raportat la capitalizare
- Putere mica de negociere in fata clientilor
- Activitate greu de previzionat din afara firmei
- Piata fragmentata si foarte competitiva
- Nu par sa aiba in plan o extindere accelerata
- Pondere mare a proiectelor cu fonduri europene
- Free float mic

Rezultate financiare

Indicator (RON)	T1 2021	T1 2020	Evolutie T1	2020	2019	Evolutie anuala
Venituri operationale totale	6.510.360	2.485.476	161,94%	18.499.284	12.974.331	42,58%
Cifra de afaceri	4.401.916	2.039.125	115,87%	14.721.560	10.545.775	39,60%

Venituri din productia de imobilizari	2.009.514	337.882	494,74%	3.396.340	2.067.026	64,31%
Alte venituri operationale	98.930	108.469	-8,79%	381.384	361.530	5,49%
Cheltuieli operationale totale	-6.138.053	-2.742.185	123,84%	-14.709.418	-11.229.844	30,99%
Cheltuieli materiale	-2.731.414	-1.113.233	145,36%	-4.724.445	-3.951.755	19,55%
Alte cheltuieli materiale	-10.455	-9.369	11,59%	-32.781	-29.591	10,78%
Cheltuieli cu energia si apa	-13.402	-17.301	-22,54%	-51.519	-59.066	-12,78%
Cheltuieli privind marfurile	-51.339	0	-	-180.282	-251.080	-28,20%
Cheltuieli cu personalul	-1.829.978	-1.033.732	77,03%	-6.128.456	-4.637.297	32,16%
Amortizare si ajustari de valoare	-608.185	-192.006	216,75%	-912.870	-628.081	45,34%
Alte cheltuieli operationale	-893.280	-376.544	137,23%	-2.679.065	-1.672.974	60,14%
Rezultat operational	372.307	-256.709	-245,03%	3.789.866	1.744.487	117,25%
Rezultat financiar net	-17.207	-58.717	-70,70%	-181.801	-228.137	-20,31%
Profit brut	355.100	-315.426	-212,58%	3.608.065	1.516.350	137,94%
Impozit pe profit	-71.017	0	-	-515.447	-268.207	92,18%
Profit net	284.082	-315.426	-190,06%	3.092.618	1.248.143	147,78%

Asa cum am observat si in cazul bilantului, contul de profit si pierdere a fost influentat intr-o masura destul de mare de proiectele cu fonduri europene accesate de companie. Acestea au acoperit aproape jumatate din cresterea veniturilor operationale din primul trimestru al anului, prin intermediul veniturilor din productia de imobilizari, care au inregistrat un plus de 1,67 mil. RON (+494,74%). Cifra de afaceri a avut o crestere ceva mai mare in valoare absoluta, 2,36 mil. RON (+115,87%), inasa diferenta fata de activitatile cu fonduri europene este una destul de mica.

Indicator	T1 2021	2020	Diferenta
ROE	57,63%	50,51%	7,12%
ROA	12,22%	11,74%	0,48%
Marja neta	16,39%	16,72%	-0,33%
P/E	55,35		
P/BV	31,90		
P/S	9,07		
Indatorare financiara	3,82%	4,56%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

In cazul cheltuielilor, departajarea intre fondurile europene si activitatea in mediul concurential este mai greu de facut, asa ca nu putem ajunge la o concluzie clara in legatura cu profitabilitatea fiecarui tip de activitate. De departe, cea mai mare crestere de cheltuieli a fost cea a cheltuielilor materiale, cu 1,62 mil. RON (+145,36%), ele fiind legate de nivelul de activitate, care, la randul sau, a crescut destul de mult. O alta crestere importanta a fost cea a cheltuielilor cu personalul, cu 796 mii RON (+77,93%), partial ca urmare a cresterii numarului de angajati permanenti de la 38 la 43 si partial ca urmare a cresterii salariului mediu. Vorbim de o crestere rezonabila, avand in vedere cresterile care au avut loc si in alte domenii, unele dintre ele cu forta de munca mai putin specializata decat cel IT.

Amortizarea a avut la randul sau o crestere procentuala destul de mare, dupa punerea in functiune a mai multor active corporale (in principal servere, laptopuri, mobilier si monitoare), si aici fiind vorba in principal tot de proiecte cu finantare europeana.

Per total, cheltuielile operationale au avut un ritm de crestere ceva mai mic decat veniturile, ajutand la trecerea pe profit operational, 372 mii RON, fata de o pierdere de 256,7 mii RON in T1 2020. Si in anul 2020 profitul operational a avut o crestere importanta, de peste 100%, fiind influentat in principal tot de veniturile mai mari. Atunci, inasa, cifra de afaceri a avut o influenta mai mare decat in T1, iar veniturile din proiecte cu fonduri europene una mai mica.

Veniturile si cheltuielile financiare au o pondere destul de mica in activitatea companiei, asa ca rezultatul inainte de impozitare a fost apropiat de cel operational. Impozitul pe profit, pe de alta parte, a crescut de la 0 in T1 2020 la 71 mii RON in T1 2021, echivalent cu o rata de impozitare efectiva de 10% in T1 si una de 13,71% TTM. Rezultatul net a trecut, la fel ca si cel operational, de la pierdere la profit, insa dimensiunea acestuia este una destul de mica, doar 284 mii RON.

Marja neta este una destul de mica pentru un domeniu cu valoare adaugata, 16,39% TTM, insa este in crestere fata de 2019, atunci cand era mai jos de 10%. Capitalul propriu mic necesar pentru desfasurarea activitatii face ca rentabilitatea acestuia, ROE, sa fie una dintre cele mai mari de pe piata AeRO si in general dintre emitentii listati la BVB, peste 50%.

Multiplii de piata, pe de alta parte, sunt la un nivel foarte ridicat, mai ales P/BV si P/S. E drept ca domeniul IT are in general multipli de piata mari, insa chiar si dupa aceste standarde vorbim de niste cifre destul de mari. Pentru ca ele sa fie justificate va fi nevoie de o crestere sustinuta a activitatii in anii urmatiori.

Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti infrastructura software	39,64	4,43	4,46	10,65	
Safetech Innovations	55,35	31,90	9,07	35,56	
Diferenta	39,63%	620,09%	103,36%	233,90%	
Pret cu mediana emitentilor	46,8375	9,0822	32,1592	19,5869	26,9165

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat Safetech Innovations este cel de infrastructura software (Software – Infrastructure), aici fiind incadrati si majoritatea emitentilor internationali din domeniu. In tabelul de mai sus sunt medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

In linie cu majoritatea emitentilor de pe piata AeRO, multiplii SAFE sunt considerabil mai mari decat cei ai companiilor internationale similare, diferenta fiind ca in acest caz raportul nu este la fel de uniform. Vorbim despre diferente intre 39% si 620% intre multiplii SAFE si cei ai altor emitenti, asa ca e mai greu decat in alte cazuri sa tragem concluzii.

IHunt Technology Import-Export (HUNT)

IHunt Technology a fost infiintata destul de recent, in anul 2015, fiind importator de telefoane fabricate in China, mai intai sub branduri chinezești, apoi sub propriul brand. In momentul de fata, planurile companiei includ extinderea de la telefoane mobile si accesorii pentru acestea la produse diverse din categoria Smart Home. In afara de activitatea de baza, in ultima perioada compania s-a orientat si spre investitii la Bursa, participand la mai multe plasamente private ale unor potentiali viitori emitenti pe piata AeRO.

Modelul de business este unul cu un potential ridicat de profit, in sa si cu riscuri destul de mari. Pe partea pozitiva, compania reuseste sa produca rezultate mari cu resurse destul de mici. E adevarat ca acest lucru nu se datoreaza doar afacerii in sine, ci si modului de finantare, cu un grad destul de ridicat de indatorare.

Reversul medaliei este acumularea mai multor riscuri destul de importante, care e de asteptat sa ramana de actualitate pe termen lung.

In primul rand, dependenta fata de producatorii de electronice din China aduce cu sine riscuri dintre cele mai diverse. Transportul poate sa intarzie sau sa nu mai ajunga deloc, comenzile pot la randul lor sa intarzie sau sa nu aiba calitatea necesara, producatorii pot fi suprasolicitati de clienti mai mari sau, in unele cazuri, sa dea faliment. In viitor lucrurile se pot schimba, in sa in acest moment IHunt nu este un nume mare pe piata, are comenzi mici, iar pentru producatorii chinezi este spre capatul listei de prioritati, ceea ce amplifica riscurile de mai sus. Mai mult,

in contextul politic actual nu ar fi de mirare ca in anii urmatiori sa apara fie taxe vamale mult mai mari pentru importurile din China, fie chiar interdictii, chiar si fara Donald Trump la Casa Alba. E drept ca, intr-o asemenea situatie, ar exista si posibilitatea reorientarii spre alte tari asiatice, in sa pe termen scurt problemele ar fi destul de mari. O parte a acestor riscuri sunt combatute prin existenta unei echipe permanente localizate in Shanghai, care asigura interfata cu producatorii chinezi.

Actionar	Numar actiuni	Procent
Stroe Cezar Catalin	10.614.500	75,28%
Alti actionari	3.485.500	24,72%
Free float total	3.485.500	24,72%

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Vanzare pe piata secundara
Procent actiuni	10%
Data incheiere plasament privat	-
Data listare	09.07.2019
Pret curent	7,22 RON/actiune
Pret plasament privat	-
Pret de deschidere dupa listare	0,74 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	-
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	875,68%

Sursa: BVB

O alta problema pe care o presupune in mod natural acest model de business este lipsa unui avantaj competitiv real. Asa cum in Dragonul Rosu toti comerciantii vand aceleasi lucruri, importate de obicei tot din China, chiar daca isi pun ulterior o eticheta proprie pe ele, si produsele IHunt sunt aceleasi care se vand si cu branduri chinezesti, la preturi asemanatoare. Marketingul poate ajuta la atragerea unui numar mai mare de clienti in defavoarea celorlalte produse similare, eficienta operationala poate ajuta la obtinerea unui raport mai bun intre pret si costuri, insa in final marja de manevra este atat de mica incat orice greseala sau ghinion te poate scoate de pe piata.

Moda vanzarii de telefoane si alte produse electronice nu este noua, incepand de la jumatatea anilor 2000 au existat multe branduri „romano-chineze”, insa majoritatea fie au sucombat pe parcurs, fie au ajuns departe de perioada de apogeu. Despre niciun astfel de brand nu se poate spune ca a trecut cu adevarat testul timpului. Momentan IHunt este la inceput si pe un trend ascendent, iar faptul ca altii nu au reusit sa-si mentina pozitia pe piata nu inseamna ca si in acest caz se va intampla la fel. Este, insa, un lucru demn de luat in calcul.

Printre planurile anuntate de conducerea companiei se numara si extinderea pe pietele externe, momentan aceasta fiind materializata prin prezenta pe platformele eMag din Bulgaria si Ungaria. Ca principiu, domeniul este unul in care extinderea internationala este la indemana, insa deocamdata e vorba mai degraba de un mit. Toata lumea stie ca se poate, dar nimeni nu a reusit sa o faca pana acum.

Ca tendinta generala, dupa ce a inceput vanzarea de telefoane sub brandul propriu cu modele rezistente la socuri si intemperii, IHunt se muta treptat spre modele smartphone. Avantajul este ca piata tinta este mult mai mare decat in cazul telefoanelor rezistente, iar marjele de profit sunt probabil ceva mai mari. Dezavantajul, concurenta mult mai puternica de pe aceasta piata, mai ales pe segmentele middle si low-end, singurele pe care compania are o sansa reala de a concura. Pe segmentul premium e greu de crezut ca ar fi multi consumatori care sa aleaga iHunt in loc de iPhone, chiar daca ambele au un “i” la inceput. In privinta altor produse decat telefoanele mobile e greu sa tragem concluzii in acest moment, ele fiind in stadiu incipient sau de proiect.

Numarul de angajati al companiei este unul destul de mic, in ciuda cresterii constante a cifrei de afaceri in ultimii ani. La finalul anului 2020 erau 21 de angajati, cu 2 mai multi decat in anul anterior, insa cu 4 mai putini decat in 2018. Cheltuielile cu personalul pe parcursul anului trecut au reprezentat doar 3,9% din cheltuielile cu marfurile si 3,1% din cheltuielile totale. Este o dovada in plus a faptului ca modelul de business permite obtinerea de rezultate mari cu resurse mici. Pe de alta parte, cheltuielile mici cu personalul sunt specifice afacerilor cu valoare adaugata mica, expuse la riscuri precum cele prezentate mai sus.

Din punct de vedere investitional, IHunt se remarca prin modul in care s-a listat la Bursa. Daca majoritatea celorlalti emitenti noi de pe AeRO au derulat in prealabil un plasament privat prin care si-au majorat capitalul, in acest caz a fost vorba de o vanzare de actiuni pe piata secundara. Mai intai circa 10% din numarul total de actiuni, dupa care au urmat vanzari treptate din partea actionarului principal, pana cand procentul a ajuns aproape de 25%. In ciuda vanzarilor repetate de actiuni, pretul a crescut fulminant de la listare si pana in prezent, avand un randament post-listare chiar mai mare decat in cazul SAFE.

O bila alba pentru companie este publicarea rezultatelor trimestriale, pe care mai multi emitenti prefera sa le omita, nefiind obligati sa faca asta in cazul pietei AeRO. Faptul ca nu sunt disponibile rezultate consolidate nu este o problema in acest moment, nefiind vorba de un grup cu mai multe companii active. Un minus legat tot de rezultatele financiare este lipsa unei defalcari a datoriilor, datoriile financiare putand fi doar approximate din comentariile la rezultate, fara sa fie prezentate in mod distinct.

Plusuri si minusuri emitent

Avantaje (+)

- Obtin rezultate mari utilizand resurse mici
- Sunt pe un trend crescator de cativa ani
- Brand pozitionat pe piata destul de rapid
- Rentabilitate foarte mare, marja de profit buna
- Rezultate trimestriale publicate

Dezavantaje (-)

- Dependentia fata de producatorii din China, cu riscuri mari asociate
- Istoric negativ al altor branduri romanesti similare
- Concurenta foarte puternica pe segmentul pe care activeaza
- Datorii financiare mari
- Valoare adaugata mica si lipsa unui avantaj competitiv

Rezultate financiare

Indicator (RON)	T1 2021	T1 2020	Evolutie T1	2020	2019	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	10.395.907	6.298.791	65,05%	42.665.382	24.930.417	71,14%
Productia vanduta	402.538	315.075	27,76%	1.687.376	1.112.269	51,71%
Venituri vanzare marfuri	9.993.369	5.983.716	67,01%	40.978.006	23.818.148	72,05%
Alte venituri operationale	530	224.192	-99,76%	225.990	462.465	-51,13%
Cheltuieli materiale si utilitati	-41.670	-22.792	82,83%	-92.828	-109.443	-15,18%
Cheltuieli cu marfurile	-6.948.088	-4.020.281	72,83%	-27.711.880	-17.409.969	59,17%
Cheltuieli cu personalul	-276.471	-247.916	11,52%	-1.077.367	-946.420	13,84%
Ajustari de valoare imobilizari	-48.700	-39.490	23,32%	-109.568	-194.585	-43,69%
Alte cheltuieli operationale	-1.573.831	-1.462.411	7,62%	-5.634.184	-5.465.554	3,09%
Rezultat operational	1.507.677	730.093	106,50%	7.974.418	1.236.258	545,04%
Rezultat financiar net	-230.437	-50.626	355,18%	-658.215	-496.297	32,63%
Profit brut	1.277.240	679.467	87,98%	7.316.203	739.961	888,73%
Impozit pe profit	-176.723	-89.255	98,00%	-1.158.455	-109.060	962,22%
Profit net	1.100.517	590.212	86,46%	6.157.748	630.901	876,02%

Anul 2020 a adus o crestere spectaculoasa a rezultatelor IHunt, profitul net la finalul anului fiind de aproape 10 ori mai mare decat cel din 2019, 6,16 mil. RON, fata de 630,9 mii RON. Cifra de afaceri a crescut la randul sau accelerat, cu 71,14%, de la 24,9 mil. RON la 42,7 mil. RON, aceasta fiind, de altfel, si sursa principala a cresterii de profit.

Primul trimestru din 2021 a continuat aceasta tendinta, chiar daca intr-un ritm putin mai lent, cifra de afaceri urcand cu 65,05%, de la 6,3 mil. RON in T1 2020 la 10,4 mil. RON in T1 2021. Consolidarea pozitiei pe piata si conditiile economice favorabile au fost factorii principali care au contribuit la aceasta crestere rapida.

In privinta cheltuielilor situatia este destul de simpla, marea majoritate a acestora fiind reprezentate de cheltuielile cu marfurile. In T1 2021 ele au crescut cu 72,83% fata de perioada similara din 2020, de la 4,02 mil. RON la 6,95 mil. RON, dupa ce in 2020 cresterea fusese de doar 59,17% comparativ cu 2019. Se observa ca situatia s-a inversat, cheltuielile avand de data aceasta un ritm de crestere mai rapid decat cel al veniturilor (inclusiv al veniturilor din vanzarea marfurilor), dupa ce anul trecut veniturile au avut un ritm de crestere mai rapid. Nu exista o explicatie pentru aceasta schimbare in raportarile financiare, si nici nu putem intui care ar putea fi din informatiile disponibile.

In cazul IHunt, un incidator important este marja obtinuta din vanzarea marfurilor, exprimata atat in suma absoluta, cat si procentual. In T1 2021 marja bruta din vanzarea marfurilor a fost de 3,05 mil. RON, in crestere cu 55,10% de la 1,96 mil. RON in T1 2020. Marja procentuala a fost de 30,47% in T1 2021, in scadere de la 32,81% in T1 2020, explicatia fiind ritmul mai rapid de crestere al cheltuielilor, despre care vorbeam mai sus. Totusi, nu e vorba de o scadere mare, iar nivelul actual este oricum mai mare decat cel din 2019, de doar 26,9%. De asemenea, fiind vorba de rezultate trimestriale, e posibil ca ele sa includa elemente conjuncturale care mai apoi sa se regleze in trimestrele urmatoare.

Practic, marja bruta din vanzarea marfurilor sustine restul afacerii, din ea fiind platite celelalte cheltuieli si, ideal, obtinut si un profit cat mai mare. Rezultatul final este determinat de cat de mult poate adauga compania in plus la pretul telefoanelor fata de costul la care le cumpara. Fiind un brand aflat la inceput de drum, exista potential de crestere pentru marja procentuala, pentru ca preturile pot fi crescute, in mod normal, pe masura ce brandul devine mai cunoscut pe piata. Nu exista, insa, nicio garantie in aceasta privinta, mai ales pe o piata foarte concurentiala cum este cea a telefoanelor mobile.

Spre deosebire de alti emitenti, cheltuielile cu personalul au fost tinute sub control destul de bine in aceasta perioada, chiar daca veniturile au avut cresteri mari. In T1, cheltuielile cu personalul au crescut cu doar 11,52%, de la 247,9 mii RON la 276,5 mii RON, dupa ce in 2020 crescusera cu 13,84%, pana la 1,08 mil. RON. Asa cum am spus si mai sus, ponderea cheltuielilor cu personalul in totalul cheltuielilor este una foarte mica, probabil printre cele mai mici dintre toti emitentii de la BVB.

Cresterea marjei brute din vanzarea marfurilor a adus dupa ea o crestere apropiata a profitului operational, de la 730 mii RON la 1,51 mii RON (+106,5%). Profitul net a avut o crestere ceva mai mica, de 86,46%, de la 590,2 mii RON la 1,1 mil. RON, in principal din cauza pierderii financiare mai mari, de 230 mii RON, fata de 50 mii RON in T1 2020.

Marja neta TTM este la 14,26%, un nivel mai mare decat in cazul SAFE (13,71%), care activeaza intr-un domeniu mult mai ofertant din acest punct de vedere. Impreuna cu marja procentuala pentru marfuri, acest indicator arata ca pana acum reteta

Indicator	T1 2021	2020	Diferenta
ROE	70,30%	70,91%	-0,60%
ROA	20,13%	28,84%	-8,71%
Marja neta	14,26%	14,43%	-0,17%
P/E	15,27		
P/BV	10,73		
P/S	2,18		

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

gasita de conducerea IHunt este una buna, care permite nu doar obtinerea de cota de piata, ci si de marje de profit destul de mari. Ramane de vazut daca ea va putea functiona pe termen mediu si lung, in conditiile multiplerelor riscuri enumerate mai sus.

Atat rentabilitatea capitalului propriu (ROE), cat si cea a activelor (ROA) sunt cele mai mari din randul emitentilor inclusi in acest material. Prima dintre ele beneficiaza si de efectul de levier dat de indatorare, insa a doua are legatura doar cu activitatea firmei, fara sa tina de cont de structura de finantare. In ciuda cresterii foarte mari a cotatei bursiere, indicatorii P/E si P/S au ramas la un nivel destul de mic comparativ cu restul emitentilor de pe AeRO, singurul care este foarte sus fiind P/BV, din cauza gradului mare de indatorare.

Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti electronice si electrocasnice	15,57	1,88	1,15	6,75	
IHunt Technology Import-Export	15,27	10,73	2,18	11,48	
Diferenta	-1,93%	470,74%	89,57%	70,07%	
Pret cu mediana emitentilor	7,3618	1,2650	3,8087	4,2452	4,1702

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat IHunt Technology este cel de electronice si electrocasnice (Consumer Electronics and Appliances). Chiar daca nu produce electronice, am considerat ca este mai aproape de acest sector decat de cel de retail. In tabelul de mai sus sunt medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

IHunt este al doilea emitent dintre cei analizati, alaturi de Holde Agri Invest, pentru care unul dintre multipli este mai mic decat mediana emitentilor similari. Este vorba despre P/E, aflat putin sub mediana. Ceilalti trei multipli, pe de alta parte, sunt mult mai mari, in cazul P/BV diferenta fiind chiar una consistenta. Per total se poate spune ca este mai degraba supraevaluat, insa ritmul de crestere a afacerii este unul foarte bun in acest moment, ceea ce poate justifica aceasta supraevaluare si poate face ca ea sa fie una temporara.

Departament analiza,

Marius Pandelescu

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

Raportul săptămânal

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

Editoriale

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

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

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



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

WWW.PRIMET.RO

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

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

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

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

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

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

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

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

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

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

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

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



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

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

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

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO