



## Raport de analiza rezultate AeRO S1 2021

In primul material dedicat analizei rezultatelor financiare ale emitentilor listati pe piata AeRO i-am luat in calcul pe cei mai lichizi dintre cei listati in „noul val”, tinand cont si de dimensiunea afacerilor derulate de acestia. La fel ca si in cazul emitentilor de pe piata principala, am avut parte de surprize placute sau de confirmari ale unor asteptari pozitive, dar si de rezultate slabe, mai mult sau mai putin asteptate.

Probabil cele mai bune rezultate au fost cele ale Safetech Innovations (SAFE), mai ales ca ele au fost obtinute in jumatatea mai slaba a anului. IHunt (HUNT) a avut de asemenea rezultate foarte bune, mentinandu-se la marje de profit neasteptat de mari pentru domeniul sau, in timp ce Simtel Team (SMTL) ar fi putut avea o crestere procentuala cu trei cifre a profitului net daca nu ar fi avut costurile cu listarea la bursa.

Mambricolaj (MAM) si 2Performant Network (2P) au avut cele mai slabe rezultate, ambele asumate si cauzate de extinderea agresiva, realizata in sa prin metode diferite.

Norofert (NRF) si Argoserv Mariuta (MILK) au avut rezultate bune care vor trebui, in sa confirmate in S2, in timp ce Agroland Business System (AG) a fost in situatia opusa, cu rezultate slabe care ar putea fi rasturnate in a doua jumatate a anului. Pentru Holde Agri Invest (HAI) e imposibil de tras o concluzie pozitiva sau negativa, modelul de business fiind unul puternic sezonier si bazat pe intrari periodice de capital.

\*Rezultatele financiare ale Holde Agri Invest sunt consolidate, toate celelalte fiind individuale. Multiplii de piata P/E, P/BV si P/S sunt calculati cu preturile de inchidere de la data de 21.10.2021.

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

[analiza@primet.ro](mailto:analiza@primet.ro)

## Safetech Innovations (SAFE) – rezultate foarte bune in semestrul mai slab al anului

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>13.173.504</b>	<b>5.986.783</b>	<b>120,04%</b>	<b>18.499.284</b>	<b>12.974.331</b>	<b>42,58%</b>
Cifra de afaceri	9.290.326	5.282.634	<b>75,87%</b>	14.721.560	10.545.775	39,60%
Venituri din productia de imobilizari	3.682.338	507.334	<b>625,82%</b>	3.396.340	2.067.026	64,31%
Alte venituri operationale	194.964	193.019	<b>1,01%</b>	381.384	361.530	5,49%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>11.537.578</b>	<b>5.346.878</b>	<b>115,78%</b>	<b>-14.709.418</b>	<b>-11.229.844</b>	<b>30,99%</b>
Cheltuieli materiale	-4.728.079	-1.922.522	<b>145,93%</b>	-4.724.445	-3.951.755	19,55%
Alte cheltuieli materiale	-26.318	-18.933	<b>39,01%</b>	-32.781	-29.591	10,78%
Cheltuieli cu energia si apa	-29.166	-29.510	<b>-1,17%</b>	-51.519	-59.066	-12,78%
Cheltuieli privind marfurile	-71.073	-40.717	<b>74,55%</b>	-180.282	-251.080	-28,20%
Cheltuieli cu personalul	-3.678.513	-2.278.703	<b>61,43%</b>	-6.128.456	-4.637.297	32,16%
Amortizare si ajustari de valoare	-1.667.990	-670.990	<b>148,59%</b>	-912.870	-628.081	45,34%
Alte cheltuieli operationale	-1.337.316	-385.514	<b>246,89%</b>	-2.679.065	-1.672.974	60,14%
<b>Rezultat operational</b>	<b>1.619.818</b>	<b>619.449</b>	<b>161,49%</b>	<b>3.789.866</b>	<b>1.744.487</b>	<b>117,25%</b>
Rezultat financiar net	-37.125	-110.533	<b>-66,41%</b>	-181.801	-228.137	-20,31%
<b>Profit brut</b>	<b>1.592.925</b>	<b>525.576</b>	<b>203,08%</b>	<b>3.608.065</b>	<b>1.516.350</b>	<b>137,94%</b>
Impozit pe profit	-309.176	-100.370	<b>208,04%</b>	-515.447	-268.207	92,18%
<b>Profit net</b>	<b>1.283.749</b>	<b>425.206</b>	<b>201,91%</b>	<b>3.092.618</b>	<b>1.248.143</b>	<b>147,78%</b>

Primul semestru al anului a fost unul foarte bun pentru Safetech, atat veniturile operationale totale, cat si profitul net ajungand peste nivelul obtinut pe tot parcursul lui 2019, in conditiile in care primul semestru este intotdeauna mai slab decat al doilea.

Veniturile operationale au crescut la nivel semestrial cu 120,04%, de la 5,97 mil. RON in S1 2020 pana la 13,17 mil. RON in S1 2021, cresterea fiind determinata in principal de cifra de afaceri, insa intr-o proportie destul de mare si de veniturile din productia de imobilizari, aferente in principal proiectelor finantate din fonduri europene. Cifra de afaceri a crescut cu 75,87% (+4 mil. RON), de la 5,28 mil. RON la 9,29 mil. RON, in timp ce veniturile din productia de imobilizari au avut un ritm de crestere mult mai alert, de 625,82% (+3,17 mil. RON), de la 507 mii RON la 3,68 mii RON. In mod normal veniturile din productia de imobilizari trebuie privite cu oarecare reticenta, nefiind venituri care sa presupuna intrari de numerar, insa in cazul Safetech vorbim despre proiecte cu fonduri europene, care asigura si intrarile de numerar aferente acestor venituri. Pe de alta parte, fondurile europene presupun limitari semnificative ale profitabilitatii, iar o pondere mare in activitatea emitentului poate reduce marjele de profit.

Cheltuielile operationale au crescut intr-un ritm apropiat de cel al veniturilor, cea mai mare crestere venind de la cheltuielile cu materii prime si materiale, + 145,93% (+2,81 mil. RON), de la 1,92 mil. RON in S1 2020 la 4,73 mil. RON in S1 2021. Cresterea abrupta a cheltuielilor cu materiile prime si materialele a facut ca acestea sa ajunga mai mari decat cheltuielile cu personalul, care erau in mod traditional cele mai mari din contul de profit si pierdere, un lucru obisnuit in domeniul IT. Si cheltuielile cu personalul au avut o crestere destul de mare, de 61,43% (+1,4 mil. RON), de la 2,28 mil. RON la 3,68 mil. RON, determinata

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	56,70%	184,63%	-127,93%
ROA	15,11%	14,18%	0,93%
Marja neta	15,38%	16,72%	-1,33%
P/E	<b>56,15</b>		
P/BV	<b>31,84</b>		
P/S	8,64		

atat de cresterea numarului de angajati de la 37 la 44, cat si de cresterea salariului mediu. De asemenea, amortizarea si pozitia „Alte cheltuieli operationale” au crescut cu aproape 1 mil. RON, in primul caz din cauza activelor fixe achizitionate in cadrul proiectelor cu fonduri europene, iar in al doilea caz in principal ca urmare a cresterii cifrei de afaceri.

Explicatia principala furnizata de companie pentru cresterea disproportionata a cheltuielilor cu materiile prime si materialele este cresterea ponderii solutiilor de securitate in cifra de afaceri, combinata cu cresterea cifrei de afaceri, inasa includerea acestora in cheltuielile cu materiile prime e destul de ciudata. In cazul Bittnet, de exemplu, solutiile IT cumparate de la terti si implementate ulterior pentru clienti sunt incluse la cheltuielile cu marfurile, nu la materii prime.

Cresterea veniturilor si cheltuielilor intr-un ritm asemanator a facut ca profitul operational sa creasca la randul sau destul de mult, cu 161,49% (+1 mil. RON), de la 619 mii RON pana la 1,62 mil. RON. Profitul net a avut chiar un procent de crestere ceva mai mare, de 201,91%, ajungand la 1,28 mil. RON in primele 6 luni ale anului. Profitul net TTM a ajuns la 3,95 mil. RON, cu 27,7% mai mare decat cel din anul 2020.

Tinand cont de sezonalitatea afacerii, e de asteptat ca in al doilea semestru al anului sa vedem o crestere importanta a profitului, mult mai mare decat cea din S1 in suma absoluta. Bugetul revizuit al emitentului arata un profit de 5,7 mil. RON pentru tot anul 2021, la o cifra de afaceri de 23,5 mil. RON, ceea ce ar insemna ca in S2 vor fi inregistrate venituri cu doar 53% mai mari decat cele din S1. In 2020, veniturile din al doilea semestru au fost cu 178% mai mari decat cele din primul, asa ca e posibil ca estimarea din buget sa fie una conservatoare. Chiar si la aceste cifre, multiplii de piata raman unii foarte mari chiar si pentru emitentii din acelasi domeniu, mai ales P/BV si P/S, iar o imbunatatire a rezultatelor i-ar aduce doar intr-o zona mai decenta.

## I Hunt Technology Import-Export (HUNT) – semestru foarte bun, cu marje de profit mari si constante

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
Venituri operationale totale	20.759.172	14.952.032	<b>38,84%</b>	42.891.372	25.392.882	68,91%
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>20.619.108</b>	<b>14.727.627</b>	<b>40,00%</b>	<b>42.665.382</b>	<b>24.930.417</b>	<b>71,14%</b>
Productia vanduta	828.716	764.473	<b>8,40%</b>	1.687.376	1.112.269	51,71%
Venituri vanzare marfuri	19.790.392	13.963.154	<b>41,73%</b>	40.978.006	23.818.148	72,05%
Alte venituri operationale	140.064	224.405	<b>-37,58%</b>	225.990	462.465	-51,13%
Cheltuieli operationale totale	-17.234.200	-12.674.440	<b>35,98%</b>	-34.916.954	-24.156.624	44,54%
Materii prime si materiale	-32.324	-19.928	<b>62,20%</b>	-41.745	-57.940	-27,95%
Alte cheltuieli materiale	-20.315	-10.377	<b>95,77%</b>	-27.974	-35.106	-20,32%
Alte cheltuieli externe	-12.605	-10.504	<b>20,00%</b>	-23.109	-16.397	40,93%
Cheltuieli cu marfurile	-13.450.436	-9.396.325	<b>43,15%</b>	-27.711.880	-17.409.969	59,17%
Cheltuieli cu personalul	-544.043	-476.638	<b>14,14%</b>	-1.077.367	-946.420	13,84%
Ajustari de valoare imobilizari	-94.662	-62.053	<b>52,55%</b>	-109.568	-194.585	-43,69%
Alte cheltuieli operationale	-3.078.965	-2.698.615	<b>14,09%</b>	-5.634.184	-5.465.554	3,09%
<b>Rezultat operational</b>	<b>3.524.972</b>	<b>2.277.592</b>	<b>54,77%</b>	<b>7.974.418</b>	<b>1.236.258</b>	<b>545,04%</b>
Rezultat financiar net	-444.278	-75.386	<b>489,34%</b>	-658.215	-496.297	32,63%
<b>Profit brut</b>	<b>3.080.694</b>	<b>2.202.206</b>	<b>39,89%</b>	<b>7.316.203</b>	<b>739.961</b>	<b>888,73%</b>
Impozit pe profit	-409.638	-319.844	<b>28,07%</b>	-1.158.455	-109.060	962,22%

<b>Profit net</b>	<b>2.671.056</b>	<b>1.882.362</b>	<b>41,90%</b>	<b>6.157.748</b>	<b>630.901</b>	<b>876,02%</b>
-------------------	------------------	------------------	---------------	------------------	----------------	----------------

Revenirea economica si cresterea semnificativa a consumului au ajutat din plin IHunt, compania avand un prim semestru cu cresteri pe linie, atat pe partea de venituri, cat si pe cea de profit. Chiar si asa, cresterile nu au mai fost la fel de mari ca in 2020, atunci cand cifra de afaceri a crescut cu peste 70%, iar profitul a fost de aproape 10 ori mai mare decat in 2019.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	62,83%	73,45%	-10,61%
ROA	18,98%	28,84%	-9,86%
Marja neta	14,26%	14,36%	-0,09%
P/E	12,43		
P/BV	7,81		
P/S	1,77		

Cifra de afaceri din S1 2021 a fost cu 40% mai mare decat cea din perioada similara a anului anterior, ajungand de la 14,7 mil. RON la 20,6 mil. RON, ea fiind formata aproape integral din venituri din vanzarea marfurilor (19,79 mil. RON, fata de 13,96 mil. RON in S1 2020). Din pacate, in lipsa notelor contabile e greu de spus cu certitudine care sunt sursele principale ale acestei cresteri si care a fost structura vanzarilor in perioada analizata. In raportul semestrial al companiei cresterea veniturilor este pusa pe seama produselor din gama smart-home incluse in oferta si a lansarii platformei iHunt Marketplace, fara sa fie oferite, insa, cifre concrete din care sa rezulte aceasta relatie de cauzalitate.

Dat fiind specificul activitatii emitentului, cresterea veniturilor a fost insotita de o crestere proportionala a cheltuielilor cu marfurile, care acopera aproape 80% din cheltuielile totale. Marja bruta de profit din vanzarea marfurilor s-a mentinut in aceeasi zona ca si anul trecut, inregistrand o scadere usoara de la 32,71% in S1 2020 pana la 32,04% in S1 2021. Este un nivel foarte bun, iar dimensiunile mici ale celorlalte cheltuieli fac ca la final aproape jumătate din aceasta marja bruta sa devina profit net disponibil pentru actionari. Per total, cresterea veniturilor si pastrarea unei marje constante de profit din vanzarea marfurilor au facut ca marja bruta in suma absoluta sa urce cu 1,77 mil. RON, de la 4,57 mil. RON pana la 6,34 mil. RON.

Din aceasta crestere au fost sustinute cheltuieli mai mari cu prestatiile externe, incadrate la categoria „Alte cheltuieli operationale” si cu personalul, singurele doua categorii de cheltuieli care au o pondere sesizabila in total in afara celor cu marfurile.

Cresterea marjei brute nu a sustinut doar cheltuieli mai mari, ci si un profit operational cu 54,77% mai mare, de la 2,28 mil. RON in S1 2020 la 3,52 mil. RON in S1 2021. Marja operationala a crescut de la 15,23% in S1 2020 pana la 16,98% in primele sase luni ale acestui an, ramanand insa sub nivelul de 18,59% inregistrat pe tot anul 2020.

Profitul net nu a avut o crestere la fel de mare, urcand doar cu 41,9%, de la 1,88 mil. RON la 2,67 mil. RON, motivul principal fiind inrautatirea rezultatului financiar net, de la o pierdere de 75 mii RON in S1 2020 la una de 444 mii RON in S1 2021. La randul sau, pierderea financiara mai mare a fost cauzata de cheltuielile cu emisiunile de obligatiuni. In cazul IHunt trebuie urmarit cu atentie si rezultatul financiar, el putand fi influentat in bine sau in rau de participarea la plasamente private ale altor companii care intentioneaza sa se listeze pe piata AeRO. Potrivit celei mai recente raportari a companiei, aceasta detinea actiuni la Agroland Business System, Appraisal & Valuation, Connections Consult si DN Agrar Group.

Perspectivile companiei raman unele bune pentru perioada urmatoare, fiind totusi de urmarit in ce masura va fi afectata compania de criza semiconductorilor, care pana acum a avut un impact marginal asupra sa. Pe termen mai lung este de vazut daca va putea fi mentinuta o marja de profit apropiata de cea din prezent, dar si cum va fi influentata de cresterea foarte probabila a costurilor de finantare, pe masura ce inflatia va incepe sa puna presiune pe dobanzi.

## Norofert (NRF) – rezultate bune, care insa vor trebui confirmate si de incasarea creantelor in S2

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>16.878.056</b>	<b>15.785.236</b>	<b>6,92%</b>	<b>30.576.551</b>	<b>14.608.428</b>	<b>109,31%</b>
Cifra de afaceri	19.876.258	14.890.035	<b>33,49%</b>	24.923.735	14.670.599	69,89%
Variatia stocurilor	-3.330.444	555.209	<b>-699,85%</b>	4.937.646	-107.382	-4698,21%
Alte venituri operationale	341.242	339.992	<b>0,37%</b>	715.170	45.211	1481,85%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-10.057.148</b>	<b>-10.368.060</b>	<b>-3,00%</b>	<b>-21.444.207</b>	<b>-11.082.712</b>	<b>93,49%</b>
Materii prime si materiale	-2.574.719	-1.852.133	<b>39,01%</b>	-3.670.882	-801.008	358,28%
Cheltuieli privind marfurile	-1.690.481	-3.365.678	<b>-49,77%</b>	-7.685.478	-6.839.003	12,38%
Alte cheltuieli materiale	-219.897	-126.635	<b>73,65%</b>	-289.610	-224.970	28,73%
Cheltuieli cu personalul	-2.024.838	-1.846.859	<b>9,64%</b>	-3.751.798	-1.459.853	157,00%
Amortizare si ajustari de valoare	-650.636	-127.670	<b>409,62%</b>	-780.820	252.111	-409,71%
Alte cheltuieli operationale	-2.896.577	-3.049.085	<b>-5,00%</b>	-5.265.619	-2.009.989	161,97%
<b>Rezultat operational</b>	<b>6.820.908</b>	<b>5.417.176</b>	<b>25,91%</b>	<b>9.132.344</b>	<b>3.525.716</b>	<b>159,02%</b>
Rezultat financiar net	-588.980	-311.510	<b>89,07%</b>	-3.083.116	-54.964	5509,34%
<b>Profit brut</b>	<b>6.231.928</b>	<b>5.105.666</b>	<b>22,06%</b>	<b>6.049.228</b>	<b>3.470.752</b>	<b>74,29%</b>
Impozit pe profit	-1.142.750	-746.843	<b>53,01%</b>	-999.513	-543.571	83,88%
<b>Profit net</b>	<b>5.089.176</b>	<b>4.358.823</b>	<b>16,76%</b>	<b>5.049.715</b>	<b>2.927.181</b>	<b>72,51%</b>

Veniturile Norofert nu au mai crescut in ritmul din anii anteriori, insa per total rezultatele financiare semestriale au fost unele bune, cu o consolidare atat a veniturilor, cat si a marjelor de profit. Veniturile operationale totale au crescut cu 6,92%, de la 15,79 mil. RON in S1 2020 la 16,88 mil. RON in S1 2021, aceasta evolutie fiind compusa dintr-o crestere mai mare a cifrei de afaceri, cu 33,49% si o variatie negativa a stocurilor, dupa o variatie pozitiva a acestora in S1 2020.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	31,69%	38,78%	-7,08%
ROA	12,93%	14,98%	-2,05%
Marja neta	18,25%	16,51%	1,74%
P/E	<b>26,91</b>		
P/BV	<b>8,53</b>		
P/S	4,91		

La randul sau, cresterea cifrei de afaceri a fost compusa dintr-o crestere a productiei vandute cu 3,87 mil. RON, o scadere a veniturilor din vanzarea marfurilor cu 3,28 mil. RON si o scadere considerabila a reducerilor comerciale acordate, cu 4,4 mil. RON. Reducerile comerciale nu sunt diferentiate pe produse proprii si marfuri, asa ca e greu de spus exact de unde vine aceasta scadere, insa e clar ca forta de negociere a companiei in relatia cu clientii a cunoscut o imbunatatire notabila, in cazul in care lucrurile se vor mentine pe acelasi trend.

Cheltuielile operationale au avut o traiectorie diferita de cea a veniturilor, scazand cu 3%, de la 10,37 mil. RON la 10,06 mil. RON, in principal pe seama cheltuielilor mai mici cu marfurile, acestea fiind in scadere de la 3,37 mil. RON la 1,69 mil. RON (-49,77%). In ciuda scaderii cheltuielilor cu marfurile, marja bruta din vanzarea de marfuri a scazut de la 2,13 mil. RON in S1 2020 la 518 mii RON in S1 2021, fara a lua in calcul reducerile comerciale. Prin urmare, scaderea cheltuielilor a fost compensata de o scadere ceva mai mare a veniturilor din aceasta categorie.

Exceptand marfurile, cheltuielile operationale au avut o crestere usoara, la fel ca si veniturile, determinata in principal de cheltuielile cu materiile prime si materialele, (+39,01%, 722 mii RON) si a celor cu amortizarea si amortizarile de valoare (+409,62%, 523 mii RON).

In final, daca scoatem din calcul veniturile si cheltuielile din vanzarea marfurilor, care sunt accesorii activitatii principale (in principal ingrasaminte conventionale cumparate de la terti si revandute la pachet cu cele ecologice produse de companie), obtinem o imagine usor diferita, cu o crestere considerabil mai mare a veniturilor din activitatea principala, insotita de o crestere a cheltuielilor operationale aferente. Asa cum spuneam si mai sus, in lipsa unei defalcari a reducerilor comerciale e greu sa ne dam seama cat de mare e de fapt cresterea veniturilor din activitatea de baza.

Un aspect care pentru Norofert are o importanta aparte este dimensiunea creantelor comerciale, acestea crescand cu 54% intre 30 iunie 2020 si 30 iunie 2021, de la 19,93 mil. RON la 30,77 mil. RON. Este o crestere destul de mare, iar problemele avute in trecut cu recuperarea creantelor de la o parte a clientilor si cu inregistrarea in contabilitate a creantelor incerte inseamna ca va trebui sa fim foarte atenti la rezultatele financiare urmatoare pentru a vedea in ce proportie vor fi incasate.

Dinamica mai buna a veniturilor comparativ cu cea a cheltuielilor a facut ca profitul operational semestrial sa creasca de la 5,42 mil. RON la 6,82 mil. RON (+25,91%). Profitul net a avut o crestere mai mica, de 16,76%, de la 4,36 mil. RON la 5,09 mil. RON, fiind tras in jos de rezultatul financiar si de impozitul pe profit mai mare.

Urmarind datele TTM observam ca diferenta dintre profitul operational si cel net este mult mai mare decat cea din S1. Astfel, profitul operational TTM este de 10,53 mil. RON, in timp ce profitul net TTM este de doar 5,78 mil. RON, motivul acestei diferente fiind rezultatul financiar net din S2 2020, o pierdere de circa 3 mil. RON. Ea a fost determinata de inregistrarea la cheltuieli financiare a reducerilor acordate clientilor care plateau la timp facturile, un lucru care din 2021 nu se mai intampla. Asta face ca pentru S2 2021 sa ne asteptam la diferente de la un an la altul si la dificultati de interpretare a rezultatelor financiare.

Perspectivile pentru a doua jumatate a anului si pentru 2022 par sa fie unele foarte bune, in conditiile in care anul agricol a fost unul mai bun decat cel anterior, iar pretul produselor agricole a crescut chiar si acolo unde productia a fost una mare. Prin urmare, ar trebui sa nu mai apara dificultati de plata din partea clientilor, sau cel putin sa fie mai rare. Nu in ultimul rand, cresterea gazelor naturale va scumpi ingrasamintele traditionale, facand ca produsele ecologice sa devina mai competitive decat erau pana acum.

Un aspect pozitiv este ca au fost luate masuri pentru rezolvarea problemelor semnalate de auditorul anterior, iar raportul semestrial al Norofert chiar exceleaza fata de restul emitentilor de pe AeRO, avand inclusiv note contabile (extrem de utile, insa absente la toti ceilalti emitenti analizati). Deocamdata ramane problema comparatiei cu perioadele anterioare, atunci cand contabilitatea si raportarile financiare au fost realizate intr-un mod mai ciudat, insa de anul viitor ar trebui sa dispara si acest neajuns.



## Agroland Business System (AG) – profit in scadere, determinat cel mai probabil de schimbarea mixului de produse

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>128.590.348</b>	<b>121.841.966</b>	<b>5,54%</b>	<b>167.911.819</b>	<b>134.542.486</b>	<b>24,80%</b>
Cifra de afaceri	128.168.570	121.801.550	<b>5,23%</b>	165.369.049	133.643.488	23,74%
Alte venituri din exploatare	586.340	40.416	<b>1350,76%</b>	241.951	898.998	-73,09%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-119.693.924</b>	<b>-111.818.298</b>	<b>7,04%</b>	<b>-157.144.298</b>	<b>-130.750.000</b>	<b>20,19%</b>
Materii prime si materiale	-8.564.016	-798.086	<b>973,07%</b>	-3.504.090	-1.199.263	192,19%
Alte cheltuieli materiale	537.331	-236.676	<b>-327,03%</b>	-612.591	-296.726	106,45%
Cheltuieli cu energia si apa	-1.308.854	-240.656	<b>443,87%</b>	-553.714	-225.337	145,73%
Cheltuieli privind marfurile	-86.504.679	-92.649.345	<b>-6,63%</b>	-122.896.419	-108.160.897	13,62%
Reduceri comerciale primite	184.190	391.937	<b>-53,01%</b>	664.069	1.988.080	-66,60%
Cheltuieli cu personalul	-8.116.157	-5.947.929	<b>36,45%</b>	-10.873.375	-7.852.657	38,47%
Amortizare si ajustari de valoare	-860.463	-361.542	<b>138,00%</b>	-904.061	-861.095	4,99%
Cheltuieli cu provizioanele	-28.002	-1.288.002	<b>-97,83%</b>	-56.004	-56.004	0,00%
Alte cheltuieli operationale	-14.495.943	-10.924.674	<b>32,69%</b>	-18.464.116	-14.142.105	30,56%
<b>Rezultat operational</b>	<b>8.896.424</b>	<b>10.023.668</b>	<b>-11,25%</b>	<b>10.767.521</b>	<b>3.792.486</b>	<b>183,92%</b>
Rezultat financiar net	-1.362.177	-377.485	<b>260,86%</b>	-990.897	-871.162	13,74%
<b>Profit brut</b>	<b>7.534.247</b>	<b>9.646.183</b>	<b>-21,89%</b>	<b>9.776.624</b>	<b>2.921.324</b>	<b>234,66%</b>
Impozit pe profit	-1.012.603	-1.209.701	<b>-16,29%</b>	-1.142.174	-455.431	150,79%
<b>Profit net</b>	<b>6.521.644</b>	<b>8.436.482</b>	<b>-22,70%</b>	<b>8.634.450</b>	<b>2.465.893</b>	<b>250,16%</b>

Extinderea accelerata a companiei nu a adus inca rezultatele pe care le asteptau investitorii, profitul fiind in scadere in prima jumatate a anului, iar veniturile doar in crestere usoara, in ciuda numarului mare de magazine deschise (7 magazine MegaAgroland). E adevarat ca nu ne putem astepta ca acestea sa aduca inca de la inceput venituri mari, insa in conditiile economice actuale, marcate de o crestere mare a consumului populatiei si preturi mai mari pentru aproape orice, doar din vanzarile magazinelor vechi ar fi fost de asteptat sa vina o crestere mai mare decat cea realizata efectiv.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	23,72%	63,18%	-39,46%
ROA	6,25%	16,03%	-9,78%
Marja neta	3,85%	5,14%	-1,30%
P/E	<b>30,27</b>		
P/BV	<b>7,18</b>		
P/S	1,16		

Cifra de afaceri a crescut cu 5,23%, de la 121,84 mil. RON in S1 2020 pana la 128,17 mil. RON in S1 2021, dupa ce in 2020 crescuse cu 23,74%, pana la 165,37 mil. RON. O explicatie posibila pentru aceasta performanta relativ modesta este schimbarea mixului de produse, cu o pondere mai mica a celor care in trecut asigurau aproape toata cifra de afaceri. Furajele si concentratele au scazut de la 51% la 46% din cifra de afaceri, iar puii au scazut de la 35% la 29%. Fiind vorba de produse cu vanzari sezoniere, veniturile erau inregistrate in cea mai mare parte in primul semestru al anului, in 2020 cifra de afaceri din S2 fiind de doar 43,57 mil. RON, de aproape patru ori mai mica decat cea din S1.

Schimbarea ponderii veniturilor pe semestre o putem vedea si in bugetul de venituri si cheltuieli pe 2021, acolo unde au fost estimate venituri de 121 mil. RON la sase luni si 200 mil. RON pe intregul an. Asadar, rezultatele modeste de acum s-ar putea dovedi doar rezultatul reorientarii strategice a companiei catre alte tipuri de produse, asta daca bugetul pentru intregul an va fi realizat, desigur.

Un alt rezultat al schimbarilor in strategia companiei este cresterea ponderii vanzarilor de produse proprii in dauna celor de marfuri, in special dupa cumpararea si integrarea activelor Avicola Mihailesti, din judetul Giurgiu. Veniturile din vanzarea produselor proprii au crescut de peste 10 ori, de la 1,17 mil. RON la 11,89 mil. RON, in timp ce veniturile din vanzarea marfurilor au scazut cu 5,86%, de la 125,1 mil. RON pana la 117,77 mil. RON, diferenta pana la cresterea cifrei de afaceri fiind reprezentata de reducerile comerciale mai mici acordate in S1 2021 comparativ cu perioada similara din 2020. E de asteptat ca in viitor aceasta tendinta sa continue, compania intentionand sa devina si producator de oua, iar pe partea de furaje, cea mai mare categorie de produse din portofoliul Agroland, fiind de asemenea achizitionat un producator din Caransebes.

Cheltuielile operationale au fost la randul lor influentate de aceasta schimbare, fiind inregistrata o scadere de 6,14 mil. RON a cheltuielilor cu marfurile, concomitent cu o crestere de 7,77 mil. RON a celor cu materiile prime si materialele. Desi par niste cifre mari, practic este vorba doar despre includerea productiei de pui in companie, dupa ce anterior acestia erau comparati de la terti.

Cea mai mare crestere de cheltuieli a fost cea a categoriei „Alte cheltuieli operationale”, cu 32,69%, de la 10,92 mil. RON pana la 14,49 mil. RON (+3,57 mil. RON), fiind vorba mai exact de cheltuielile cu prestatiile externe. Cel mai probabil aceste servicii in plus ale tertilor au fost contractate pentru deschiderea magazinelor noi. O alta crestere mai mare de cheltuieli a fost cea a cheltuielilor cu personalul, +36,45%, de la 5,95 mil. RON la 8,12 mil. RON, si aici putand fi vorba de magazinele noi pentru care a trebuit angajat personal suplimentar. De asemenea, cheltuielile cu energia si apa au crescut cu circa 1 mil. RON, in timp ce la polul opus au fost cheltuielile cu provizioanele, care au scazut de la 1,29 mil. RON pana aproape de zero. De altfel, provizioanele respective au fost reversate inca din S2 2020, la finalul anului cheltuielile din aceasta categorie fiind infime.

Cresterile de cheltuieli, combinate cu veniturile doar cu putin mai mari, au dus la o scadere a profitului operational de la 10,02 mil. RON pana la 8,9 mil. RON. Rezultatul financiar net a fost la randul sau mai slab decat anul trecut, in principal din cauza pozitiei „Alte cheltuieli financiare”, pentru care nu exista nicio explicatie in raportarile financiare. Per total, profitul net a scazut cu 22,7%, ajungand la 6,52 mil. RON pe primele sase luni ale anului si 6,78 mil. RON TTM.

Pentru a doua jumatate a anului asteptarile ar trebui sa fie unele pozitive, avand in vedere ca in mixul de produse au intrat mai multe categorii care aduc venituri pe tot parcursul anului. Reorientarea spre alte produse diminueaza unul dintre elementele negative ale afacerii, si anume plafonarea posibilitatilor de crestere. In acelasi timp, insa, ea duce compania pe niste pietee cu concurenta puternica, existand riscul ca in final sa nu aiba succes. Al doilea semestru al anului ne va oferi o imagine mai clara in legatura cu acest lucru.

## Simtel Team (SMTL) – crestere solida a activitatii, profit sub potential din cauza listarii pe AeRO

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>18.527.116</b>	<b>14.256.299</b>	<b>29,96%</b>	<b>42.050.903</b>	<b>23.077.537</b>	<b>82,22%</b>
Cifra de afaceri	18.524.450	14.077.596	31,59%	n.a.	n.a.	n.a.
Alte venituri operationale	2.666	178.703	-98,51%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-17.315.543</b>	<b>-13.338.204</b>	<b>29,82%</b>	n.a.	n.a.	n.a.
Cheltuieli cu materialele	-8.663.278	-7.258.825	19,35%	-19.402.369	-9.224.299	110,34%



Cheltuieli cu personalul	-1.841.585	-1.370.476	<b>34,38%</b>	-2.825.192	-2.142.056	31,89%
Amortizare si cheltuieli de valoare	-242.524	-247.866	<b>-2,16%</b>	-489.382	-417.531	17,21%
Alte cheltuieli operationale	-6.568.156	-4.461.037	<b>47,23%</b>	-501.735	-403.151	24,45%
<b>Profit operational</b>	<b>1.211.573</b>	<b>918.095</b>	<b>31,97%</b>	<b>5.299.589</b>	<b>1.647.900</b>	<b>221,60%</b>
Rezultat financiar net	-293.586	-287.182	<b>2,23%</b>	-734.455	-278.529	163,69%
<b>Profit brut</b>	<b>917.987</b>	<b>630.913</b>	<b>45,50%</b>	<b>4.665.135</b>	<b>1.369.370</b>	<b>240,68%</b>
Impozit pe profit	-161.952	-94.753	<b>70,92%</b>	-709.488	-233.984	203,22%
<b>Profit net</b>	<b>756.035</b>	<b>536.160</b>	<b>41,01%</b>	<b>3.955.647</b>	<b>1.135.386</b>	<b>248,40%</b>

Simtel a avut un prim semestru bun, cu cresteri de doua cifre atat pentru venituri, cat si pentru profitul net si cel operational. Energia regenerabila si-a pastrat ponderea dominanta in cifra de afaceri, ajungand foarte aproape de 80% din aceasta, in timp ce pe partea de telecomunicatii se asteapta in continuare implementarea infrastructurii 5G in Romania.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	20,18%	54,69%	-34,51%
ROA	11,16%	12,82%	-1,66%
Marja neta	9,01%	9,41%	-0,39%
P/E	48,15		
P/BV	9,72		
P/S	4,34		

Cifra de afaceri a companiei a crescut cu 31,59%, de la 14,08 mil. RON in S1 2020 la 18,52 mil. RON in S1 2021, acesta fiind semestrul mai slab in mod traditional pentru Simtel. Anul trecut, veniturile din al doilea semestru au fost aproape duble fata de cele din primul. In ceea ce priveste evolutia pe linii de business lucurile nu sunt clare, in raportul semestrial existand niste cifre care se bat cap in cap. Calculand veniturile pe linii de business dupa ponderea in cifra de afaceri prezentata acolo rezulta o crestere de 35% a veniturilor din energia regenerabila (de la 10,8 mil. RON la 14,6 mil. RON) si de 31,5% a celor din telecomunicatii (de la 2,8 mil. RON la 3,7 mil. RON), insa in raportul semestrial se vorbeste despre o crestere de 40% a veniturilor din energie regenerabila si 15% a celor din telecomunicatii. Asadar, undeva exista o greseala.

Cheltuielile operationale au avut un ritm de crestere asemanator celui al veniturilor, apreciindu-se cu 29,82% (+3,98 mil. RON) in primul semestru. Un lucru interesant este ca factorul principal care a contribuit la aceasta crestere de cheltuieli nu a avut legatura cu activitatea propriu-zisa a companiei, ci cu listarea la bursa. Este vorba mai exact despre pozitia „Alte cheltuieli operationale”, compusa in principal din cheltuielile cu prestatiile externe, a carei crestere de 2,1 mil. RON din S1 2021 a fost generata in principal de costurile cu plasamentul privat si listarea pe piata AeRO. Ca o ironie a sortii, listarea la bursa a privat compania de o crestere mult mai consistenta a profitului, care ar fi putut atrage la randul sau o crestere a cotatei bursiere. Este insa o cheltuiala nerecurenta, care va aduce beneficii pe termen lung.

O alta categorie de cheltuieli cu o crestere mare este cea a cheltuielilor cu materialele, aici fiind incluse atat materiile prime si materialele, cat si marfurile. Aceasta a crescut cu 19,35% (+1,4 mil. RON), pana la 8,66 mil. RON in S1 2021. La fel ca si la alti emitenti, am vazut o crestere mare a cheltuielilor cu materiile prime si materialele (+5,93 mil. RON), insotita de o scadere mare a cheltuielilor cu marfurile (-5 mil. RON, in S1 2021 cheltuielile cu marfurile fiind zero), cel mai probabil ca urmare a reclassificarii contabile a panourilor fotovoltaice si a altor elemente instalate ulterior pentru clienti. Nu e clar de ce ar fi acestea incadrate la materii prime, din moment ce nu sunt folosite la fabricarea unor produse noi, ci sunt cumparate si revandute in aceeași stare catre clienti.

Cheltuielile cu personalul au crescut la randul lor cu 34,38% (+471 mii RON), atat ca urmare a angajarii de personal nou, cat si ca urmare a cresterii salariului mediu.

Cresterea intr-un ritm asemanator a veniturilor si cheltuielilor a facut ca profitul operational sa creasca la randul sau cu circa 30%, mai exact cu 31,97%, pana la 1,21 mil. RON. Desi in valoare absoluta profitul net a crescut mai putin decat cel operational, in termeni procentuali a avut o crestere mai mare, de 41,01%, de la 536 mii RON la 756 mii RON. Este vorba despre niste cifre mici, asa ca procentul de 41% nu inseamna mare lucru, o cheltuiala mica in plus sau in minus putand sa-l duca la fel de bine la +100% sau la -40%. Nu trebuie sa uitam ca este vorba de semestrul mai slab, mai ales din punct de vedere al profitului, iar bugetul pentru 2021 estimeaza o crestere de aproape 50% a veniturilor si de 60% a profitului net fata de 2020. Ar fi un ritm de crestere mai mare decat cel din S1, inasa, fiind vorba de un business in care vanzarile sunt realizate prin contracte cu termeni prestabiliti, estimarile sunt mai usor de realizat si ar trebui sa aiba o acuratete mai mare decat in alte domenii. De asemenea, trebuie avut in vedere ca in lipsa cheltuielilor nerecurente cu listarea pe AeRO am fi vorbit deja de un profit mult mai mare inca din S1.

Chiar daca rezultatele sunt bune, multiplii de piata continua sa fie mult peste media pietei si vor ramane destul de mari chiar daca este realizat sau chiar depasit bugetul din acest an. Ei pot fi justificati si de asteptarile pentru retelele 5G, care ar putea aduce o perioada de crestere consistenta pe segmentul de telecomunicatii. Nu trebuie sa ne lasam, totusi, luati de val, iar marja neta de doar 9% la care activeaza compania ne reaminteste usor cel mai mare neajuns pe care il are Simtel: puterea mica de negociere in relatia cu gigantii economici care ii sunt clienti.

### Mambricolaj (MAM) – rezultate slabe cauzate de cheltuielile cu extinderea

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>24.984.017</b>	<b>16.908.874</b>	<b>47,76%</b>	<b>39.911.038</b>	<b>29.369.370</b>	<b>35,89%</b>
Productia vanduta	1.654.068	819.193	101,91%	2.079.401	1.274.873	63,11%
Vanzari nete marfuri	23.329.949	16.089.681	45,00%	37.831.637	28.094.497	34,66%
Materii prime si materiale	-376.264	-226.989	65,76%	-397.748	-480.733	-17,26%
Alte cheltuieli externe	-163.398	-74.245	120,08%	-185.201	-118.211	56,67%
Cheltuieli privind marfurile	-16.513.463	-10.979.893	50,40%	-26.555.056	-19.781.579	34,24%
Cheltuieli cu personalul	-4.873.337	-1.672.868	191,32%	-4.756.630	-3.156.451	50,70%
Ajustari de valoare imobilizari	-295.400	-80.653	266,26%	-275.263	-149.598	84,00%
Alte cheltuieli operationale	-2.813.059	-1.248.166	125,38%	-3.645.343	-2.623.720	38,94%
<b>Rezultat operational</b>	<b>614.541</b>	<b>2.509.204</b>	<b>-75,51%</b>	<b>4.064.148</b>	<b>2.970.927</b>	<b>36,80%</b>
Rezultat financiar net	-36.187	145.464	-124,88%	173.075	244.305	-29,16%
<b>Profit brut</b>	<b>578.354</b>	<b>3.654.668</b>	<b>-84,17%</b>	<b>4.237.223</b>	<b>3.215.232</b>	<b>31,79%</b>
Impozit pe profit	-73.823	-361.100	-79,56%	-631.065	-455.759	38,46%
<b>Profit net</b>	<b>504.531</b>	<b>2.293.568</b>	<b>-78,00%</b>	<b>3.606.158</b>	<b>2.759.473</b>	<b>30,68%</b>

Rezultatele Mambricolaj ar putea fi folosite intr-un studiu de caz comparativ care sa arate avantajele magazinelor online in fata celor clasice. Compania este echivalentul „brick-and-mortar” al IHunt, ambele activand in comertul cu amanuntul. Faptul ca una vinde cuie si suruburi (simplificand, desigur), iar cealalta telefoane inteligente

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	12,24%	23,43%	-11,19%
ROA	6,43%	13,26%	-6,83%
Marja neta	3,79%	9,04%	-5,25%
P/E	38,39		
P/BV	4,70		
P/S	1,45		

nu are nicio importanta, valoarea adaugata adusa de comerciant fiind aceeasi.

Daca in cazul IHunt S1 2021 a adus o crestere de 42% a profitului net, in conditiile unei cresteri accelerate a vanzarilor, in cazul Mambricolaj aceeasi perioada a adus o scadere de 78% a profitului, tot in conditiile cresterii accelerate a vanzarilor. Cifra de afaceri a crescut cu 47,76%, de la 16,9 mil. RON pana la 24,98 mil. RON, ponderea vanzarilor de marfuri fiind de peste 90%. Veniturile din productia vanduta, constand cel mai probabil in servicii prestate in magazinele companiei, au avut la randul lor o crestere destul de mare, de 101,91%, sau 835 mii RON in suma absoluta (fata de 7,24 mil. RON in cazul veniturilor nete din vanzarea marfurilor). Asa cum era de asteptat, cheltuielile cu marfurile au tinut pasul cu veniturile obtinute de pe urma acestora, crescand cu 50,4% (+5,53 mil. RON), de la 10,98 mil. RON pana la 16,5 mil. RON. Nu trebuie omis faptul ca in S1 2020 am avut si o perioada de lockdown, asa ca o parte a cresterii vine din efectul de baza, nu neaparat din cresterea agresiva.

Pana aici situatia arata asemanator cu cea de la IHunt, ordinul de marime fiind la randul sau apropiat, atat pentru cifrele propriu-zise, cat si pentru procentul de crestere. Mai mult, pentru a sustine afirmatia de mai sus, marja bruta procentuala de profit din vanzarea de marfuri a fost tot in jurul nivelului de 30%, 29,22% in S1 2021, fata de 31,76% in perioada similara din 2020. Asadar chiar nu conteaza prea mult daca vinzi niste produse de inalta tehnologie sau unele care exista de cand lumea.

Conteaza, insa, unde le vinzi. In cazul MAM, extinderea cu inca un magazin si imbunatatirile aduse celor doua existente deja au generat niste cresteri de cheltuieli considerabile, in principal in zona de salarii. Cheltuielile totale cu personalul aproape s-au triplat, de la 1,67 mil. RON in S1 2020 la 4,87 mil. RON in S1 2021, impactul extinderii in aceasta diferenta fiind estimat de companie la 1,8 mil. RON. De asemenea, cresterea salariilor pentru angajatii existenti a avut un impact estimat la 1,2 mil. RON, conditiile de pe piata fortei de munca fiind complet nefavorabile companiei si generand inclusiv necesitatea de a aduce angajati din Asia. De asemenea, cheltuielile cu prestatiile externe au crescut cu 140,29% (+1,51 mil. RON), dintre care circa 1,1 mil. RON pentru deschiderea magazinului Ghencea si extinderea magazinului Morarilor.

Revenind la comparatia cu IHunt, in cazul retailerului de electronice atat cheltuielile cu personalul, cat si cele cu prestatiile externe au avut cresteri modeste, de circa 15% fiecare. Cheltuielile cu personalul au oricum o pondere foarte mica in cheltuielile totale, doar 3% in S1 2021, fata de 20% in cazul Mambricolaj. Iar extinderea nu a necesitat construirea si utilizarea unui magazin, ci doar adaptarea capacitatii logistice si eventual o crestere a cheltuielilor cu reclamele online. Aceste diferente au facut ca, in timp ce businessul online al HUNT a generat o crestere cu 55% a profitului operational, cel derulat de MAM in magazinele fizice sa aduca o scadere pana aproape de zero a acestui indicator.

Mai exact, profitul operational a scazut cu 75,51%, de la 2,51 mil. RON pana la 614 mii RON in primul semestru al anului. La randul sau, profitul net a avut o scadere asemanatoare, de 78%, de la 2,29 mil. RON pana la 504 mii RON, ducand profitul net TTM la 1,82 mil. RON, fata de 3,6 mil. RON in anul 2020. Bugetul companiei continua sa arate un profit estimat de 5,4 mil. RON in 2021, insa e putin probabil ca acest lucru sa se intample. Anul trecut, profitul net a fost mult mai mic in S2 decat in S1, iar pentru a fi indeplinita tinta din buget ar fi nevoie ca in S2 2021 sa vedem o crestere de 3,7 ori fata de perioada similara din 2020 si de 9,7 ori fata de S1 2021.

Per total rezultatele sunt slabe, insa justificabile prin extindere si costurile necesare pentru aceasta. Daca luam in calcul si efectul de baza fata de S1 2020 rezultatele sunt chiar mai slabe decat par, pentru ca atunci a fost o perioada in care veniturile au fost reduce considerabil, desi chiriile, personalul si alte cheltuieli au trebuit acoperite in continuare macar partial. Daca noile locatii au succes, costurile de acum vor fi recuperate si vor genera si profit in semestrele urmatoare. Din punct de vedere al unui investitor, totusi, extinderea prelungita si agresiva preconizata de companie inseamna mai multi ani cu profituri mici

asemanatoare celui din S1 2021, iar asta poate fi o problema. In final, totul se rezuma la rabdarea fiecaruia si la increderea pe care o au ca dupa toata perioada de investitii va veni si o perioada de profituri mari.

## Agroserv Mariuta (MILK) – crestere de profit trasa in jos de cheltuielile cu dobanzile

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>47.346.868</b>	<b>37.627.049</b>	<b>25,83%</b>	<b>74.243.851</b>	<b>63.208.977</b>	<b>17,46%</b>
Cifra de afaceri	25.619.906	20.509.762	<b>24,92%</b>	48.717.929	40.228.382	21,10%
Venituri aferente costului productiei in curs	14.806.066	11.403.848	<b>29,83%</b>	17.517.600	17.515.397	0,01%
Venituri din subventii de exploatare	5.274.416	4.614.480	<b>14,30%</b>	n.a.	n.a.	n.a.
Alte venituri	1.646.480	1.098.959	<b>49,82%</b>	8.008.322	5.465.199	46,53%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-44.294.809</b>	<b>-36.262.229</b>	<b>22,15%</b>	<b>-77.710.361</b>	<b>-60.186.372</b>	<b>29,12%</b>
Materii prime si materiale consumabile	-24.346.272	-19.902.768	<b>22,33%</b>	n.a.	n.a.	n.a.
Cheltuieli cu personalul	-6.133.113	-4.784.263	<b>28,19%</b>	-10.429.342	-7.008.243	48,82%
Amortizare si ajustari de valoare	-5.029.703	-4.403.468	<b>14,22%</b>	-9.214.013	-8.485.336	8,59%
Alte cheltuieli operationale	-8.337.943	-6.787.298	<b>22,85%</b>	-3.618.099	-2.801.216	29,16%
<b>Rezultat operational</b>	<b>3.052.059</b>	<b>1.364.820</b>	<b>123,62%</b>	<b>-3.466.510</b>	<b>6.225.742</b>	<b>-155,68%</b>
Rezultat financiar net	-2.453.237	-895.981	<b>173,80%</b>	-2.693.101	-3.107.654	-13,34%
<b>Profit brut</b>	<b>598.822</b>	<b>468.839</b>	<b>27,72%</b>	<b>-6.159.611</b>	<b>3.118.089</b>	<b>-297,54%</b>
Impozit pe profit	0	-77.081	<b>-100,00%</b>	0	-95.484	-100,00%
<b>Profit net</b>	<b>598.822</b>	<b>391.758</b>	<b>52,86%</b>	<b>-6.159.611</b>	<b>3.022.605</b>	<b>-303,78%</b>

Producatorul de lactate a avut un prim semestru destul de bun, cu cresteri de venituri si profit, ramanand insa pe pierdere neta pe ultimele 12 luni din cauza rezultatului slab din S2 2020.

Veniturile operationale totale au crescut cu 25,83% (+9,72 mil. RON), de la 37,63 mil. RON la 47,35 mil. RON, o

crestere mai mare decat cea inregistrata anul trecut. Din aceasta crestere, cifra de afaceri a avut un plus de 5,11 mil. RON (+24,92%), iar veniturile aferente productiei in curs de executie 3,4 mil. RON (+29,83%). Ponderea acestora este in mod traditional una ridicata la Agroserv Mariuta, ca urmare a particularitatilor domeniului in care activeaza.

Cea mai mare parte a veniturilor a fost obtinuta din vanzarea de produse procesate, inasa veniturile din vanzarea de produse vegetale si cele din zootehnie au inca ponderi semnificative in cifra de afaceri, impreuna acoperind cam un sfert din aceasta. Veniturile din productia vegetala, desi raman cele mai mici dintre cele trei categorii, au avut o crestere considerabila, de la aproape zero in S1 2020 pana la 1,16 mil. RON in S1 2021.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	-15,75%	-34,59%	18,84%
ROA	-3,83%	-4,83%	1,00%
Marja neta	-7,09%	-8,30%	1,21%
P/E	-	-	-
P/BV	3,23	-	-
P/S	1,45	-	-

Cheltuielile operationale au avut o crestere ceva mai mica, de doar 22,15%, de la 36,26 mil. RON pana la 44,29 mil. RON (+8,03 mil. RON), cea mai mare parte a acestei cresteri venind de la cheltuielile cu materiile prime si materialele consumabile, +4,44 mil. RON (+22,33%). Acestea sunt de altfel si cele mai mari cheltuieli din contul de profit si pierdere al companiei, la mare distanta de celelalte.

Alte tipuri de cheltuieli cu cresteri semnificative au fost cele cu personalul, +28,19% (+1,35 mil. RON) si cele cu prestatii externe, +24,12% (+1,34 mil. RON), acestea din urma fiind incluse in categoria „Alte cheltuieli de exploatare”. In primul caz motivul principal a fost cresterea numarului de angajati de la 189 la 30 iunie 2020 pana la 215 la 30 iunie 2021. In al doilea caz, cresterea a fost rezultatul mai multor factori, printre care cresterea cheltuielilor cu chiria si, la fel ca si in cazul Simtel, costurile cu plasamentul privat si listarea pe piata AeRO.

Rezultatul operational a avut o evolutie foarte buna, crescand cu 123,62% (+1,69 mil. RON), de la 1,36 mil. RON in S1 2020 pana la 3,05 mil. RON in S1 2021 si ducand marja operationala la nivel semestrial de la 3,63% la 6,45%. In ciuda acestei cresteri, vorbim despre o marja extrem de mica, sub marja neta inregistrata de majoritatea celorlalti emitenti analizati. In 2019 lucurile stateau ceva mai bine, insa nu cu mult, marja operationala fiind de 9,85%, iar cea neta 4,78%.

Profitul net nu a avut o evolutie la fel de spectaculoasa ca a celui operational, crescand cu doar 52,86%, de la 391,7 mii RON pana la 598,8 mii RON. Motivul a fost pierderea financiara mare, de 2,45 mil. RON, in crestere de la 896 mii RON in perioada similara din 2020. Aceasta a fost determinata, la randul sau, de cresterea cheltuielilor cu dobanzile, in principal cele aferente obligatiunilor, potrivit raportului semestrial.

Cheltuielile mari cu dobanzile scot in evidenta un minus important al emitentului: datoriile financiare foarte mari. La 30 iunie 2021 datoriile financiare reprezentau 53,77% din activele totale, iar raportul intre acestea si EBITDA era mai mare de 10, un nivel la care putine banci mai sunt dispuse sa dea credite. Datorii mari au si alti emitenti, insa marja foarte mica de profit operational de la MILK face ca acoperirea dobanzilor sa fie mai dificila decat in alte cazuri. In ceea ce priveste situatia din S1 nu e clar daca dobanzile mai mari au reprezentat doar un varf de plata sau ne putem astepta sa le vedem si in viitor. Oricare ar fi raspunsul, cresterea inevitabila a ratelor de dobanda in anii urmatori va pune presiune in continuare pe rezultatele financiare.

Asa cum am spus si intr-un material anterior dedicat pietei AeRO, e de asteptat ca in 2021 sa vedem o revenire pe profit dupa pierderea din 2020, determinata de o combinatie intre seceta si productia la capacitate redusa a fabricii de lactate, aflata la inceput de drum. Un prim semn ca acest lucru se va intampla este evolutia veniturilor din vanzarea de produse vegetale, acestea avand insa punctul de maxim in al doilea semestru. Chiar si asa, marjele de profit sunt unele foarte mici si e putin probabil sa se imbunatateasca in mod semnificativ. O marja operationala mai mica de 10% pentru o companie cu datorii financiare mari nu este o reteta pentru succes. Va trebui sa asteptam insa rezultatele anuale pentru a sti cat de mult a reusit fabrica de lactate sa traga in sus marjele de profit si cum ne putem astepta sa arate anii urmatori pentru companie.

## Holde Agri Invest (HAI) – rezultate imposibil de interpretat din cauza modelului de business al emitentului

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>14.879.861</b>	<b>5.075.843</b>	<b>193,15%</b>	<b>43.872.158</b>	<b>9.906.022</b>	<b>342,88%</b>
Vanzari produse agricole proprii	3.219.381	2.653.629	21,32%	21.946.346	1.287.138	1605,05%
Subventii de exploatare	655.130	58.295	1023,82%	n.a.	n.a.	n.a.
Vanzari marfuri	n.a.	n.a.	n.a.	5.321.798	351.983	1411,95%
Variatia stocurilor	9.485.539	1.703.782	456,73%	-3.114.525	2.067.819	-250,62%
Alte venituri operationale, din care	1.519.811	660.137	130,23%	15.051.268	5.401.746	178,64%
Subventii culturi	n.a.	n.a.	n.a.	8.986.385	5.205.492	72,63%
Alte subventii	151.147	0	-	626.861	192.114	226,30%
Vanzari active	1.210.489	645.312	87,58%	1.552.747	797.336	94,74%
Despagubiri (seceta, asigurari)	n.a.	n.a.	n.a.	2.190.712	0	-
Alte venituri	158.175	14.825	966,95%	3.247.310	4.140	78337,44%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-24.821.918</b>	<b>-9.697.077</b>	<b>155,97%</b>	<b>-35.286.065</b>	<b>-14.183.461</b>	<b>148,78%</b>
Cheltuieli cu materialele	-12.520.791	-3.587.341	249,03%	-12.575.260	-3.787.413	232,03%
Arenda	-1.016.623	-119.890	747,96%	-5.503.089	-1.624.278	238,80%
Cheltuieli cu personalul	-3.383.146	-1.321.139	156,08%	-5.359.165	-1.367.550	291,88%
Cheltuieli cu amortizarea	-2.860.735	-1.683.660	69,91%	-4.068.153	-1.687.405	141,09%
Alte cheltuieli operationale	-4.690.623	-2.666.552	75,91%	-7.141.421	-5.336.654	33,82%
Indemnizatie contract management	-350.000	-318.496	9,89%	-638.977	-380.161	68,08%
<b>Rezultat operational</b>	<b>-9.942.057</b>	<b>-4.621.234</b>	<b>115,14%</b>	<b>5.471.568</b>	<b>-4.277.439</b>	<b>-227,92%</b>
Rezultat financiar net	-653.180	-72.272	803,78%	-387.997	-315.266	23,07%
<b>Profit brut</b>	<b>-10.595.237</b>	<b>-4.693.506</b>	<b>125,74%</b>	<b>5.083.571</b>	<b>-4.592.705</b>	<b>-210,69%</b>
Impozit pe profit	-34.940	-16.159	116,23%	-1.644.320	-49.529	3219,91%
<b>Profit net</b>	<b>-10.630.177</b>	<b>-4.709.665</b>	<b>125,71%</b>	<b>3.439.251</b>	<b>-4.642.234</b>	<b>-174,09%</b>

Holde Agri Invest este unul dintre putinii emitenti listati la BVB, daca nu cumva singurul, pentru care rezultatele intermediare nu ofera aproape deloc o imagine referitoare la performantele financiare. Exista doua motive pentru care se intampla asta. Primul dintre ele este caracterul puternic sezonier al activitatii. Anul trecut, veniturile operationale la finalul anului au fost de 8,6 ori mai mari decat cele de la sase luni, primul semestru aducand asadar doar

venituri marginale. In teorie, existenta silozurilor ar trebui sa reduca aceasta diferenta, insa realitatea se pare ca nu se potriveste cu teoria. Al doilea motiv este cresterea constanta a companiei, finantata din emisiuni periodice de actiuni noi. Suprafata cultivata in S1 2021 a necesitat niste cheltuieli care nu pot fi comparate cu cele din S1 2020, pentru ca vorbim de suprafete diferite si chiar de exploatare noi cu caracteristici diferite, pe care nu le putem include in comparatie doar calculand niste costuri pe unitatea de suprafata si extinzandu-le la dimensiunea terenurilor exploatate la un anumit moment.

Pentru motivele de mai sus consideram ca nu am putea sa facem o comparatie realista intre S1 2020 si S1 2021 si preferam sa prezentam pur si simplu rezultatele asa cum sunt. Pierderea mai mult decat dubla din S1 2021 ar putea sa fie de fapt un

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	-4,64%	7,17%	-11,80%
ROA	-1,68%	3,47%	-5,15%
Marja neta	-4,62%	7,84%	-12,46%
P/E	-		
P/BV	1,81		
P/S	1,80		



rezultat excelent, pentru ca prefigureaza venituri si profit mult mai mari in S2, insa la fel de bine ar putea fi rezultatul unor cheltuieli ineficiente care nu vor genera rezultate pe masura la finalul anului. Rezultatele anuale vor fi mai usor de interpretat, chiar daca si pentru ele va continua sa existe dificultatea de a compara doua perioade in care au fost exploatate suprafete diferite de teren, cu caracteristici diferite.

## 2Performant Network (2P) – 2Nepersformant in primul semestru al anului; Black Friday si Craciunul pot salva, totusi, situatia

Indicator (RON)	S1 2021	S1 2020	Evolutie S1	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>11.472.861</b>	<b>9.717.330</b>	<b>18,07%</b>	<b>21.385.314</b>	<b>16.483.210</b>	<b>29,74%</b>
Cifra de afaceri	10.785.740	9.248.127	16,63%	20.282.448	15.528.123	30,62%
Venituri din productia de imobilizari	683.713	462.848	47,72%	1.095.497	955.055	14,71%
Alte venituri operationale	3.408	6.355	-46,37%	7.369	32	22928,13%
<b>Cheltuieli operationale totale</b>	<b>-12.609.865</b>	<b>-9.543.483</b>	<b>32,13%</b>	<b>-20.415.504</b>	<b>-15.617.553</b>	<b>30,72%</b>
Cheltuieli cu materii prime, materiale si energie	-18.069	-36.614	-50,65%	-63.407	-77.805	-18,51%
Cheltuieli cu personalul	-2.248.412	-1.336.122	68,28%	-3.214.686	-2.346.559	37,00%
Amortizare si ajustari de valoare	-502.754	-316.872	58,66%	-706.064	-452.393	56,07%
Alte cheltuieli operationale	-9.840.630	-7.853.875	25,30%	-16.433.347	-12.740.796	28,98%
<b>Rezultat operational</b>	<b>-1.137.004</b>	<b>173.847</b>	<b>-754,03%</b>	<b>969.810</b>	<b>865.657</b>	<b>12,03%</b>
Rezultat financiar net	-20.247	-812	2393,47%	-9.950	-57.132	-82,58%
<b>Profit brut</b>	<b>-1.157.251</b>	<b>173.035</b>	<b>-768,80%</b>	<b>969.861</b>	<b>808.525</b>	<b>19,95%</b>
Impozit pe profit	0	-25.100	-100,00%	-141.172	-107.072	31,85%
<b>Profit net</b>	<b>-1.157.251</b>	<b>147.935</b>	<b>-882,27%</b>	<b>818.689</b>	<b>701.453</b>	<b>16,71%</b>

2Performant a reusit sa atinga si chiar sa depaseasca tinta de rezultat net pe anul 2021, numai ca e vorba de o tinta de pierdere, nu de profit. O situatie neobisnuita pentru o companie listata, inasa explicabila prin politica de extindere agresiva. La fel de neobisnuit este inasa si modul in care este implementata aceasta extindere agresiva. Mai sus am vazut cativa emitenti care la randul lor se extind agresiv, construind unitati de productie sau vanzare noi si angajand personal pentru ele. Din rezultatele financiare rezulta ca 2Performant investeste mai degraba in mentinerea unor tarife foarte mici cu care sa atraga clienti.

Cheltuielile cu serviciile externe, care contin in principal comisiunile catre afiliati si influenceri, au ajuns in S1 2021 sa reprezinte nu mai putin de 91,2% din cifra de afaceri, din ce ramane trebuind sa fie acoperite cheltuielile cu personalul si amortizarea si sa mai ramana si bani. Chiar daca in aceasta suma mai sunt si alte cheltuieli decat cele cu comisiunile (nu e clar cat de mari), ponderea ramane una extrem de mare si nu poate duce decat la pierdere. Practic, compania doar ia banii de la advertiseri si ii da mai departe catre afiliati si influenceri, fara sa pastreze aproape nimic. E drept, e o pierdere asumata de companie si se intentioneaza ca ea sa fie temporara, inasa din perspectiva investitorilor ar fi de preferat un profit.

Indicator	S1 2021 TTM	2020	Diferenta
ROE	-56,47%	40,51%	-96,98%
ROA	-8,79%	14,45%	-23,25%
Marja neta	-2,10%	3,83%	-5,93%
P/E	-		
P/BV	44,62		
P/S	1,66		

Adoptarea acestui model de business a ajutat la cresterea cu 16,63% (+1,54 mil. RON) a cifrei de afaceri in primul semestru al anului, de la 9,23 mil. RON in S1 2020 pana la 10,79 mil. RON in S1 2021. Veniturile din productia de imobilizari au crescut la randul lor pana la 683 mii RON, insa aici vorbim despre venituri non-cash din dezvoltarea platformei, care apar in contabilitate si se bazeaza pe prezumtia ca acele dezvoltari valoreaza intr-adevar suma platita pentru ele. Nefiind un activ comercializabil e imposibil de spus daca valoreaza suma respectiva, o suma mai mare sau nimic.

Cheltuielile operationale au crescut mult mai mult, cu 32,13%, sau 3,07 mil. RON in suma absoluta, la cresterea de 1,99 mil. RON a cheltuielilor cu prestatiile externe (+25,39%, destul de mult peste cresterea cifrei de afaceri) adaugandu-se cele ale cheltuielilor cu personalul, +68,28% (+912 mii RON) si cu amortizarea si ajustarile de valoare, +58,66% (+186 mii RON).

In aceste conditii, rezultatul operational a trecut de la un profit mic, de 174 mii RON in S1 2020 la o pierdere mare, de 1,14 mil. RON in perioada similara a anului curent. Rezultatul financiar a avut o influenta foarte mica, iar impozitul pe profit a fost zero, asa ca rezultatul net a avut o evolutie foarte apropiata, de la un profit de 148 mii RON la o pierdere de 1,16 mil. RON.

Pierderea neta estimata pentru acest an era de doar 632 mii RON, insa trebuie luata in calcul si sezonalitatea afacerii, finalul anului fiind de obicei cel mai profitabil, in special perioada de Craciun si cea dinainte de Black Friday. Anul trecut, veniturile operationale din S2 au fost cu doar 20% mai mari decat cele din S1, insa profitul net obtinut in a doua parte a anului a fost de 4,5 ori mai mare. Prin urmare, ne putem astepta ca si in acest an sa vedem un profit in S2, iar acesta sa acopere partial sau chiar total pierderea din prima jumatate a anului. Dupa rezultatele semestriale, pierderea neta TTM era de 486 mii RON, asadar sub nivelul bugetat pentru acest an.

La prima vedere pare ciudat ca, in loc sa investesti in dezvoltarea de produse sau servicii si in promovarea lor, cu scopul de a atrage clienti care sa le cumpere, sa le oferi aproape gratuit, incercand sa atragi utilizatori pe care sa-i monetizezi ulterior. Este, insa, o metoda care a mai fost abordata in trecut, iar Facebook a reusit sa faca asta cu mare succes, desi la inceput erau multi care se indoiau ca va putea introduce vreodata reclame pe o platforma pe care toti utilizatorii erau obisnuiti ca ele sa nu existe. Nu sunt singurii care au reusit, insa pe langa ei au fost si foarte multi care au esuat.

E greu de spus daca 2Performant va reusi sa mearga pe urmele Facebook. Are un avantaj in faptul ca nu a pornit de la un serviciu oferit gratuit, iar niste ajustari ale tarifelor pentru advertiseri si/sau afiliati nu ar trebui sa fie intampinate cu rezistenta. Pe de alta parte, clientii sai sunt unii profesionisti, care urmaresc eficientizarea veniturilor, respectiv cheltuielilor pana la ultimul leu, iar daca au fost atrasi cu costuri mici ar putea pleca atunci cand acestea nu mai sunt de actualitate. Nu in ultimul rand, functionand cu preturi micorate artificial nu poti sti cat de competitiv esti de fapt in fata concurentei foarte puternice reprezentate de Google, Facebook sau advertisingul traditional, ceea ce ulterior se poate traduce in decizii neinspirate, bazate pe presupuneri nerealiste.

Departament analiza,

Marius Pandeles

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

### **Raportul săptămânal**

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

### **Editoriale**

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

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

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



București, Sector 3, str. Caloian Județul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

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

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: [office@primet.ro](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

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