



Raport de analiza rezultate T4 2021 – partea a 2-a

In ciuda inflatiei si a crizei energetice, majoritatea emitentilor analizati mai jos au avut rezultate cel putin in linie cu asteptarile in T4, in unele cazuri pentru ca nu sunt afectati de aceste lucruri, in altele pentru ca au reusit sa se adapteze. Atacul Rusiei asupra Ucrainei face ca pentru mai multi emitenti rezultatele financiare sa ajunga in planul secund, iar preturile sa fie influentate puternic de acest eveniment, chiar si in cazul emitentilor pentru care impactul razboiului este unul marginal.

Cele mai bune rezultate putem spune ca au fost cele ale Romgaz (SNG) si Erste Bank (EBS), cu cresteri mari de profit obtinute din activitatea de baza. Rezultate bune au avut si One United Properties (ONE) si Bittnet Systems (BNET), insa in principal din surse nerecurente, dar si Transgaz (TGN) si Antibiotice (ATB), pentru care insa rezultatele anuale nu au fost la fel de spectaculoase.

La polul opus, Electrica (EL) a ajuns pe pierdere anuala, iar Compa (CMP) pe pierdere trimestriala, ambele din cauza presiunilor inflationiste. Purcari Wineries a avut la randul sau rezultate slabe, insa din cauza unui efect de baza fata de T4 2020.

Mai multi emitenti au avut rezultate care fie au fost in zona asteptarilor, fie sunt greu de interpretat ca bune sau proaste: Banca Transilvania (TLV), MedLife (M), Alro (ALR), Impact Developer and Contractor (IMP) si BRK Financial Group (BRK). Digi Communications (DIGI) a publicat rezultate prea sumare pentru a putea fi interpretate in vreun fel.

*Rezultatele financiare ale Antibiotice, Compa si BRK Financial Group sunt individuale, toate celelalte fiind consolidate.

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

analiza@primet.ro

S.N.G.N. Romgaz (SNG) – profit anual la maximul istoric, tras in jos de impozitele uriașe

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	2.356.397.000	1.156.469.000	103,76%	5.852.926.000	4.074.893.000	43,63%
Costul marfurilor vandute	-34.025.000	-4.935.000	589,46%	-281.589.000	-18.617.000	1412,54%
Venituri din investitii	20.038.000	12.233.000	63,80%	58.403.000	47.845.000	22,07%
Alte castiguri sau pierderi	-2.984.000	-823.000	262,58%	23.388.000	-6.534.000	-457,94%
Castiguri deprecieri create	323.118.000	10.727.000	2912,19%	349.989.000	17.551.000	1894,13%
Variatia stocurilor	24.053.000	-48.168.000	-149,94%	74.787.000	-16.151.000	-563,05%
Materii prime si consumabile	-27.317.000	-16.246.000	68,15%	-81.146.000	-58.282.000	39,23%
Amortizare si deprecieri	-193.584.000	-203.985.000	-5,10%	-689.842.000	-672.063.000	2,65%
Cheltuieli cu personalul	-199.332.000	-227.305.000	-12,31%	-766.639.000	-767.251.000	-0,08%
Cheltuieli financiare	-4.322.000	-4.277.000	1,05%	-16.739.000	-17.000.000	-1,54%
Cheltuieli de explorare	-346.000	-1.931.000	-82,08%	-1.197.000	-26.509.000	-95,48%
Alte cheltuieli	-1.504.501.000	-361.229.000	316,50%	-2.557.446.000	-1.158.143.000	120,82%
Alte venituri	28.118.000	8.000.000	251,48%	169.841.000	25.439.000	567,64%
Profit brut	785.388.000	319.657.000	145,70%	2.134.821.000	1.426.508.000	49,65%
Impozit pe profit	-44.675.000	-13.698.000	226,14%	-237.725.000	-178.604.000	33,10%
Profit net	740.713.000	305.959.000	142,10%	1.897.096.000	1.247.904.000	52,02%

Ultimul trimestru al anului trecut a adus, in mod previzibil, rezultate foarte bune pentru Romgaz, in principal ca urmare a cresterii abrupte a pretului gazelor naturale. Desi vanzarile totale de gaze naturale au scazut cu nu mai putin de 25,05%, iar cantitatea de energie electrica produsa a scazut la randul sau cu 33,07%, cifra de afaceri trimestriala s-a dublat, de la 1,16 mld. RON in T4 2020 la 2,36 mld. RON in T4 2021 (+103,76%).

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	21,17%	16,02%	5,14%
ROA	16,69%	13,47%	3,22%
Marja neta	32,41%	30,62%	1,79%
P/E	7,11		
P/BV	1,51		
P/S	2,30		

Potrivit calculelor noastre, pretul mediu obtinut de Romgaz pentru un metru cub de gaze aproape s-a triplat in T4, de la 0,58 RON la 1,70 RON (+194,34%), in timp ce pretul mediu al energiei electrice a crescut cu 250,42%, de la 234,71 RON/MWh la 822,47 RON/MWh. Este o diferenta mare fata de pretul mediu obtinut de Nuclearelectrica, motivul principal fiind structura diferita a vanzarilor. In timp ce Nuclearelectrica este orientata mai mult spre contracte la termen, avand nevoie de stabilitate pentru a vinde cat mai mult din productia sa fixa, Romgaz are o productie flexibila si poate vinde mai mult pe piata pentru ziua urmatoare, acolo unde preturile sunt mult mai mari.

Productia de gaze a companiei a ramas apropiata de cea din T4 2020, diferenta negativa in ceea ce priveste vanzarile de gaze venind de la cantitatile mari extrase din depozite in urma cu un an, situatie care nu s-a mai repetat si in T4 2021. Chiar si asa, la nivel trimestrial s-au inregistrat in continuare cantitati extrase mai mari decat cele injectate. Pe intregul an, pe de alta parte, situatia a fost diferita, fiind injectate in depozite cu cantitati de gaze cu 65,7 mil. mc mai mari decat cele extrase.

Cresterea spectaculoasa a cifrei de afaceri s-a transferat intr-un procent foarte mic catre profit, acesta fiind tras in sus in final mai mult de un element nerecurent decat de activitatea de baza a grupului. Mare parte din banii in plus obtinuti de Romgaz de pe urma preturilor foarte mari ale gazelor naturale si energiei au ajuns la Stat, nu prin dividende, ci prin impozite. Mai exact, cresterea de 1,2 mld. RON a cifrei de afaceri a fost acoperita aproape integral de cresterea pozitiei „Alte cheltuieli”

(+1,14 mld. RON), cea mai mare influenta asupra acestei cresteri avand-o cheltuielile cu impozitul pe venituri suplimentare si cele cu redeventele. Pe intregul an, cresterea de 1,78 mld. RON a cifrei de afaceri a fost compensata partial de o crestere de 1,4 mld. RON a pozitiei „Alte cheltuieli”, prin urmare situatia nu este una de moment.

In conditiile in care veniturile mai mari din vanzarea de gaze au fost redirectionate aproape integral catre Stat, profitul a avut un sprijin neasteptat de la clienti aflati in insolventa (posibil detinuti tot de Stat) care au achitat creante vechi depreciate integral, generand un venit net suplimentar de 312,39 mil. RON din deprecierea creantelor, comparativ cu T4 2020. Pe langa acest venit in plus, rezultatele au fost influentate si de variatia pozitiva a stocurilor, cu un plus de 72,22 mil. RON (de la -48,17 mil. RON in T4 2020 la +24,05 mil. RON in T4 2021), restul categoriilor de venituri si cheltuieli avand variatii considerabil mai mici.

Profitul net trimestrial a crescut cu 142,10%, o crestere mai mare decat cea a cifrei de afaceri, de la 305,96 mil. RON la 740,41 mil. RON, in lipsa veniturilor din creante depreciate am fi vorbit doar despre o crestere de circa 50-60%, cam la jumatate fata de cea a veniturilor. Pe intregul an, profitul net a crescut cu 52,02%, ajungand de la 1,25 mld. RON la 1,9 mld. RON. Este un nou record istoric, in sa la diferenta foarte mica de profitul obtinut in 2017, 1,87 mil. RON.

Chiar daca Statul este abonat la cea mai mare parte a veniturilor Romgaz, perspectivele economice sunt unele bune, presiunea pe pretul gazelor fiind in continuare una ridicata, mai ales in contextul actual. Independenta energetica pe care Romania va fi nevoita, in cele din urma, sa o obtina fata de Gazprom ar putea aduce o piata de desfacere suplimentara pentru compania romaneasca, mai ales daca va reusi sa dezvolte proiectul din platoul continental al Marii Negre. Riscurile legate de acest proiect sunt in sa si ele foarte mari, iar pentru a trage o concluzie va fi nevoie ca mai intai razboiul din Ucraina sa ajunga la o concluzie.

Transgaz (TGN) – **revenire neasteptata a profitului, ajutata de mai multi factori**

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri transport intern	350.607.016	272.137.965	28,83%	1.164.418.613	1.150.464.877	1,21%
Venituri transport international	10.123.015	27.145.127	-62,71%	72.037.147	114.222.513	-36,93%
Alte venituri	49.127.364	22.865.507	114,85%	128.493.903	73.327.808	75,23%
Total transport gaze	409.857.395	322.148.599	27,23%	1.364.949.663	1.338.015.198	2,01%
Amortizare	-109.840.517	-79.277.530	38,55%	-359.746.774	-248.718.205	44,64%
Cheltuieli cu personalul	-115.034.077	-113.606.010	1,26%	-467.716.426	-434.561.188	7,63%
Consum tehnologic, materiale si consumabile	-26.778.733	-41.415.998	-35,34%	-112.818.319	-115.609.386	-2,41%
Cheltuieli cu redevente	-1.442.920	-11.085.701	-86,98%	-4.945.824	-107.760.493	-95,41%
Intretinere si transport	-9.881.624	-13.283.184	-25,61%	-32.455.203	-30.406.540	6,74%
Impozite si alte sume datorate statului	-19.930.230	-17.963.048	10,95%	-86.200.670	-71.869.930	19,94%
Venituri/cheltuieli provizioane	-14.360.482	-9.894.404	45,14%	8.568.457	-6.121.086	-239,98%
Alte cheltuieli de exploatare	-65.952.580	-83.553.601	-21,07%	-187.128.451	-158.473.942	18,08%
Rezultat operational	46.636.233	-47.930.876	-197,30%	122.506.453	164.494.428	-25,53%
Rezultat financiar net	41.228.097	-1.888.595	-2283,00%	109.418.029	35.057.746	212,11%
Profit brut	87.864.330	-49.819.472	-276,37%	231.924.482	199.552.174	16,22%

Impozit pe profit	-26.424.159	9.163.236	-388,37%	-64.986.026	-34.327.858	89,31%
Profit net	61.440.172	-40.656.235	-251,12%	166.938.456	165.224.316	1,04%

Finalul anului a adus o surpriza placuta de la Transgaz, dupa mai multe trimestre cu rezultate extrem de modeste. Compania a evitat la limita inrautatarea rezultatului din 2020, profitul net anual ajungand la 166,94 mil. RON in 2021, fata de 165,22 mil. RON in anul anterior (+1,04%). Chiar si asa, profitul de acum este la distanta mare de cel mai mic rezultat inregistrat in perioada 2006-2019. La nivel trimestrial, rezultatul net a ajuns de la o pierdere de 40,66 mil. RON in T4 2020 la un profit de 61,44 mil. RON in T4 2021.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	4,22%	4,41%	-0,19%
ROA	2,10%	2,29%	-0,19%
Marja neta	12,23%	12,35%	-0,12%
P/E	13,64		
P/BV	0,58		
P/S	1,67		

Diferenta mare intre profitul din T4 2020 si cel din T4 2021 a venit in principal de la cantitatea mai mare de gaze transportate. Aceasta a compensat partial scaderea componentei volumetrica a tarifului de transport. Tot cresterea cantitatii transportate a contribuit si la cresterea capacitatilor de transport rezervate, in paralel cu cresterea tarifului pentru rezervare de capacitate. Anul gazier 2021-2022 (care a inceput pe 1 octombrie 2021) este ultimul in care cele doua au mers in sens opus, ajungand in final la ponderile de 85% pentru componenta de rezervare de capacitate si 15% pentru cea volumetrica. Schimbarea structurii tarifelor asigura o stabilitate mai mare a veniturilor, dar in mod normal va asigura si o scadere a lor per total (exceptand, desigur, cazul in care ANRE decide sa creasca tarifele pentru a fi atinsa rata de rentabilitate reglementata), pentru ca si clientii vor avea predictibilitate mai mare si vor tinde sa rezerve fix capacitatea de care au nevoie.

Veniturile din transportul international au continuat sa scada, inasa impactul lor asupra rezultatelor a fost mai mic decat in trecut. Aceasta categorie de venituri a scazut de la 27,15 mil. RON in T4 2020 la 10,12 mil. RON in T4 2021 (-62,71%), motivul fiind expirarea contractului de tranzit cu Gazprom. Inca sunt inregistrate venituri pentru ca, potrivit acordului de incetare a contractului, sumele ramase de plata urmau sa fie achitate intr-o perioada de maximum trei ani. In contextul actual, cu Rusia sub sanctiuni internationale si cu un comportament foarte agresiv din partea statului rus, actionarul majoritar al Gazprom, nu e exclusa posibilitatea ca Transgaz sa nu mai primeasca niciun ban dintre cei pe care ii avea de primit.

Pe partea de cheltuieli, cea mai mare variatie a fost cea a cheltuielilor cu amortizarea, in crestere cu 30,56 mil. RON (+38,55%), ca urmare a finalizarii proiectelor de investitii. Aceasta crestere de cheltuieli a fost acoperita partial de cresterea pozitiei „Alte venituri”, cu 26,26 mil. RON, in principal pe seama veniturilor din fonduri europene pentru aceleasi proiecte de investitii.

Majoritatea celorlalte cheltuieli au scazut, cele mai mari influente pozitive asupra rezultatului final venind de la pozitia „Alte cheltuieli de exploatare”, 17,6 mil. RON (-21,07% fata de T4 2020), de la cheltuielile cu consumul tehnologic, materialele si consumabilele, 14,64 mil. RON (-35,34%) si cele cu redeventele, 9,64 mil. RON (-86,98%). Iese in evidenta evolutia opusa a cheltuielilor cu consumul propriu tehnologic comparativ cu Transelectrica, desi pretul gazelor naturale a crescut aproape la fel de abrupt ca si cel al energiei electrice.

Scaderea mai multor categorii de cheltuieli a facut ca rezultatul operational sa aiba la randul sau o crestere mai mare decat cea a veniturilor, de la o pierdere de 47,93 mil. RON in T4 2020 la un profit de 46,64 mil. RON in T4 2021 (+94,57 mil. RON). Mai mult decat atat, rezultatul financiar a avut la randul sau o crestere considerabila, de la o pierdere de 1,89 mil. RON la un profit de 41,23 mil. RON, motivul fiind actualizarea valorii activelor reglementate cu inflatia.

Cresterea veniturilor operationale, scaderea cheltuielilor si profitul financiar mare reprezinta un fel de „aliniere a planetelor” pentru Transgaz, toti factorii externi parand sa functioneze in favoarea companiei in ultimele 3 luni din 2021. Razboiul din Ucraina ar putea functiona de asemenea in favoarea Transgaz, pentru ca Romania ar putea incepe extractia de gaze din Marea Neagra si ar putea deveni si tara de tranzit pentru gaze importate din Asia, in incercarea Europei de a renunta complet la gazul rusesc. Pentru asta va fi nevoie, insa, ca razboiul sa se incheie si, mai ales, sa nu se transforme intr-unul mult mai amplu.

Electrica (EL) – pierdere uriasa cauzata de pretul mare al energiei electrice

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri	2.161.348.000	1.724.613.000	25,32%	7.178.864.000	6.501.100.000	10,43%
Alte venituri din exploatare	52.849.000	47.045.000	12,34%	195.771.000	165.422.000	18,35%
Energie electrica si gaze achizitionate	-2.272.077.000	-1.131.489.000	100,80%	-5.694.724.000	-3.905.705.000	45,81%
Cheltuieli constructie retele electrice	-206.366.000	-181.198.000	13,89%	-485.813.000	-675.967.000	-28,13%
Cheltuieli cu personalul	-205.805.000	-209.006.000	-1,53%	-802.676.000	-774.501.000	3,64%
Reparatii, intretinere si materiale	-36.233.000	-34.441.000	5,20%	-102.356.000	-104.577.000	-2,12%
Depreciere si amortizare	-119.493.000	-123.700.000	-3,40%	-480.830.000	-490.918.000	-2,05%
Ajustari depreciere creante	2.033.000	-7.609.000	-126,72%	-70.616.000	62.167.000	-213,59%
Alte cheltuieli de exploatare	-97.431.000	-85.993.000	13,30%	-343.147.000	-325.104.000	5,55%
Rezultat operational	-721.175.000	-9.347.000	7615,58%	-605.527.000	451.917.000	-233,99%
Rezultat financiar net	-9.606.000	-6.469.000	48,49%	-26.881.000	-17.085.000	57,34%
Profit brut	-730.784.000	-8.339.000	8663,45%	-632.411.000	442.309.000	-242,98%
Impozit pe profit	105.860.000	-284.000	-37374,65%	79.529.000	-54.766.000	-245,22%
Profit net	-624.924.000	-8.623.000	7147,18%	-552.882.000	387.543.000	-242,66%

Mitul populist potrivit caruia furnizorii de energie sunt inundati de bani dupa cresterea pretului energiei electrice se dovedeste a fi, desigur, doar un mit, iar rezultatele grupului Electrica ilustreaza cel mai bine asta. Ultimul trimestru din 2021 a adus o pierdere uriasa, de 624,92 mil. RON, comparativ cu pierderea de doar 8,62 mil. RON din T4 2020. Pierderea din T4 a dus si rezultatul anual pe minus, la o pierdere de nu mai putin de 552,88 mil. RON, dupa un profit de 387,54 mil. RON in 2020.

Pierderea uriasa a venit in ciuda unei cresteri cu 25,32% a veniturilor operationale, de la 1,72 mld. RON la 2,16 mld. RON, determinata tocmai de cresterea pretului energiei. Costurile cu energia si gazele achizitionate au crescut insa mult mai mult, cu nu mai putin de 100,8% trimestrial, de la 1,13 mld. RON in T4 2020 la 2,27 mld. RON in T4 2021. Se poate observa ca in T4 2021 costul cu energia achizitionata a fost mai mare decat veniturile obtinute din vanzarea ei, fara sa mai luam in calcul celelalte cheltuieli necesare pentru functionarea afacerii. Mai mult decat atat, in veniturile operationale sunt incluse si cele

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	-11,16%	6,73%	-17,89%
ROA	-7,01%	4,81%	-11,82%
Marja neta	-7,70%	5,96%	-13,66%
P/E	-		
P/BV	0,64		
P/S	0,44		

din constructia retelelor electrice, asa ca in realitate diferenta dintre veniturile si cheltuielile aferente vanzarii de energie electrica si gaze este mai mare.

Comparativ cu evolutia veniturilor si cheltuielilor din activitatea principala, celelalte categorii de cheltuieli par sa fi ramas pe loc. Singurele cresteri mai mari au venit de la cheltuielile cu constructia retelelor electrice, cu 25,17 mil. RON (+13,89%) si de la „Alte cheltuieli de exploatare”, cu 11,44 mil. RON (+13,30%). Prima categorie este compensata de obicei in cea mai mare masura de veniturile din constructia retelelor.

Rezultatele nu sunt suficient de detaliate incat sa putem face o diferentiere intre segmentul de distributie si cel de furnizare, inasa cel mai probabil furnizarea de energie electrica si gaze a adus o pierdere mai mare decat cea a intregului business, compensata partial de distributie, care functioneaza cu un tarif reglementat.

Viitorul nu arata nici el bine pentru Electrica, pretul energiei electrice fiind in continuare ridicat, iar contextul economic, nefavorabil. O posibila iesire din aceasta situatie ar fi revenirea la piata reglementata sau plafonarea preturilor intr-o maniera care sa favorizeze furnizorii in defavoarea producatorilor, inasa oricare dintre variante este mai degraba utopica, avand in vedere problemele cu care se confrunta sectorul energetic mondial in acest moment. In situatiile financiare preliminare nu exista referiri la acest lucru, inasa ar fi de asteptat ca Statul sa aiba de rambursat niste sume de bani in cadrul schemei de plafonare a preturilor care functioneaza in acest moment. E greu de spus, inasa, care este ordinul lor de marime.

Banca Transilvania (TLV) – profit sub asteptari, inasa cu perspective de imbunatatire in T1 2022

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri nete din dobanzi	875.275.000	801.948.000	9,14%	3.142.486.000	2.977.093.000	5,56%
Venituri nete din comisioane	260.098.000	216.369.000	20,21%	961.520.000	776.461.000	23,83%
Total dobanzi si comisioane nete	1.135.373.000	1.018.317.000	11,50%	4.104.006.000	3.753.554.000	9,34%
Venit net din tranzactionare	139.971.000	117.170.000	19,46%	527.563.000	345.119.000	52,86%
Castig net active la valoarea justa rezultat global	4.640.000	69.477.000	-93,32%	179.023.000	300.665.000	-40,46%
Venit net active la valoarea justa prin profit/pierdere	-19.282.000	24.416.000	-178,97%	38.409.000	74.110.000	-48,17%
Contributie fond garantare	-929.000	-1.044.000	-11,02%	-90.000.000	-74.446.000	20,89%
Alte venituri operationale	76.868.000	51.828.000	48,31%	195.882.000	138.630.000	41,30%
Venituri operationale totale	1.336.641.000	1.280.164.000	4,41%	4.954.883.000	4.537.632.000	9,20%
Costul riscului	-363.171.000	-300.073.000	21,03%	-1.326.107.000	-1.097.491.000	20,83%
Cheltuieli cu personalul	-91.514.000	-86.630.000	5,64%	-358.214.000	-327.721.000	9,30%
Amortizare	-209.938.000	-173.616.000	20,92%	-697.212.000	-624.152.000	11,71%
Alte cheltuieli operationale	-697.386.000	-2.781.000	24976,81%	-2.381.533.000	-2.049.364.000	16,21%
Cheltuieli operationale totale	-284.020.000	-308.302.000	-7,88%	-251.257.000	-865.840.000	-70,98%
Profit brut	387.998.000	411.543.000	-5,72%	2.322.093.000	1.622.428.000	43,12%
Impozit pe profit	-10.839.000	-44.229.000	-75,49%	-276.328.000	-198.350.000	39,31%
Profit net	377.159.000	367.314.000	2,68%	2.045.765.000	1.424.078.000	43,66%

Asteptările optimiste pentru ultimele trei luni ale lui 2021 nu s-au concretizat în cazul Bancii Transilvania, evoluția bună a economiei nefiind, se pare, suficientă pentru a contribui la reversarea provizioanelor din trecut sau macar la evitarea înregistrării unor noi.

Indicator	2021	2020	Diferența
ROE	20,23%	13,67%	6,56%
ROA	1,54%	1,32%	0,22%
Marja netă	49,85%	37,94%	11,91%
P/E	6,79		
P/BV	1,37		
P/S	3,38		

Costul net al riscului, care a redevenit cel mai important indicator din rezultatele financiare ale bancilor locale după începerea pandemiei, a rămas negativ și destul de ridicat, scăzând doar ușor, de la 308,3 mil. RON în T4 2020 la 284,02 mil. RON în T4 2021. Este din nou o situație complet diferită de cea de la BRD și Erste Bank, ambele cu reversări nete de provizioane pentru credite neperformante. Dacă ne luăm după ce s-a întâmplat în trecut, e posibil ca și de data aceasta să vedem o recuperare în trimestrul următor. De altfel, din motive pe care e greu să le descifram, Banca Transilvania are obiceiul de a adopta politici contabile și de raportare diferite de cele ale celorlalte două bănci mari listate la BVB, atât în privința provizioanelor, cât și a poziției unor dintre indicatorii în contul de profit și pierdere, lucruri despre care am mai vorbit în trecut.

Veniturile din activitatea de bază au crescut într-un ritm ceva mai rapid decât în primele nouă luni ale anului, fiind impulsionate de creșterea, deocamdată într-o fază incipientă, a ratelor de dobândă. Veniturile nete din dobânzi au crescut cu 9,14%, de la 801,95 mil. RON în T4 2020 la 875,27 mil. RON în T4 2021, după ce în primele nouă luni ale anului crescuseră cu doar 4,23%. Veniturile nete din comisioane, pe de altă parte, au crescut într-un ritm mai lent decât în primele nouă luni ale anului, cu 20,21%, de la 216,37 mil. RON la 260,1 mil. RON. Comparativ, în primele nouă luni ale anului această categorie de venituri crescuse cu 25,23%. Per total, veniturile nete din dobânzi și comisioane au crescut cu 11,5% în T4, de la 1,02 mld. RON la 1,14 mld. RON, după o creștere de 8,53% în primele nouă luni ale anului.

Creșterea veniturilor din dobânzi și comisioane a fost anulată parțial de rezultatele mai slabe din alte linii de business, în principal de rezultatele nete din active evaluate la valoarea justă, atât în cazul celor evaluate prin alte elemente ale rezultatului global (în principal titluri de stat), cât și al celor evaluate prin contul de profit și pierdere. Împreună, cele două categorii au adus o scădere a veniturilor de 108,53 mil. RON, ajungând de la un venit net de 93,89 mil. RON la o cheltuială netă de 14,64 mil. RON. În cazul rezultatului din active evaluate prin alte elemente ale rezultatului global ne putem aștepta ca în viitor să vedem și pierderi, pe măsura ce dobânzile titlurilor vor crește din cauza inflației, iar valoarea detinerilor băncii se va diminua.

Venitul net din tranzacționare și poziția „Alte venituri operaționale” au contribuit în mod pozitiv la rezultatul final, anulând o parte din scăderea cauzată de veniturile din active evaluate la valoarea justă, în așa fel încât veniturile operaționale totale au înregistrat o creștere de 4,41%, de la 1,28 mld. RON la 1,34 mld. RON.

Creșterea veniturilor nu a fost suficientă pentru a acoperi cheltuielile operaționale mai mari. Cheltuielile cu personalul au urcat cel mai mult, cu 63,09 mil. RON (+21,03%), un ritm asemănător cu cel din primele nouă luni ale anului, în timp ce poziția „Alte cheltuieli operaționale” a crescut cu 20,92%, sau 36,32 mil. RON. În primul caz vorbim despre o tendință generală de creștere a salariilor manifestată în economie, în timp ce în al doilea caz nu avem încă date suficiente pentru a ști motivul creșterii.

Chiar dacă nu a scăzut cu mult, costul net al riscului a contribuit cu 24,28 mil. RON la îmbunătățirea rezultatului trimestrial, nu suficient, însă, pentru ca profitul înainte de impozitare să crească. În lipsa unei creșteri de profit din sursele la care ne-am fi așteptat, am văzut una dintr-o sursă mai puțin obișnuită: scăderea impozitului pe profit de la 44,23 mil. RON în T4 2020 la

10,84 mil. RON in perioada similara din 2021. Nu putem sti nici in acest caz motivul, rezultatele preliminare fiind destul de sumare si fara note contabile.

Influenta pozitiva a impozitului pe profit a facut ca rezultatul net trimestrial sa ramana aproape neschimbat, cu un profit de 377,16 mil. RON in T4 2021, in crestere cu 2,68% fata de T4 2020. Pe intregul an profitul a ramas cu o crestere consistenta, de 43,66%, de la 1,42 mld. RON in 2020 la 2,05 mld. RON in 2021. Banca nu a reusit sa ajunga, insa, la recordul istoric de 2,42 mld. RON din 2015, atunci cand a inregistrat un venit exceptional ca urmare a achizitiei Volksbank Romania.

Per total, rezultatele sunt sub asteptari, dar au potential de imbunatatire in T1 2022, atunci cand am putea vedea reversarile de provizioane pe care le asteptam in T4 2021. Inflatia poate la randul sau sa aduca o crestere a veniturilor nete din dobanzi, insa si o rata mai mare de credite neperformante. Momentan este dificil de estimat impactul razboiului din Ucraina asupra sectorului bancar romanesc, insa e clar ca daca lucrurile nu se clarifica rapid nu ne putem astepta in niciun caz la vreun efect pozitiv.

Erste Bank (EBS) – maxim istoric al profitului, ajutat de efectul de baza fata de 2020

Indicator (EUR)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri nete din dobanzi	1.306.211.000	1.185.582.000	10,17%	4.975.680.000	4.774.848.000	4,21%
Venituri nete din comisioane	613.264.000	528.489.000	16,04%	2.303.667.000	1.976.821.000	16,53%
Total dobanzi si comisioane nete	1.919.475.000	1.714.071.000	11,98%	7.279.347.000	6.751.669.000	7,82%
Venituri din dividende	5.020.000	4.270.000	17,56%	33.162.000	19.941.000	66,30%
Venituri nete din tranzactionare	-8.847.000	128.591.000	-106,88%	58.617.000	137.573.000	-57,39%
Venit net active la valoarea justa prin profit/pierdere	39.712.000	-19.403.000	-304,67%	173.218.000	61.970.000	179,52%
Venit net din investitii in actiuni	5.429.000	471.000	1052,65%	15.385.000	10.396.000	47,99%
Venituri din chirii si leasing operational	46.217.000	41.264.000	12,00%	182.313.000	173.555.000	5,05%
Cheltuieli cu personalul	-696.843.000	-618.499.000	12,67%	-2.578.141.000	-2.520.724.000	2,28%
Alte cheltuieli administrative	-333.779.000	-339.901.000	-1,80%	-1.180.342.000	-1.158.891.000	1,85%
Depreciere si amortizare	-134.877.000	-138.930.000	-2,92%	-548.040.000	-540.880.000	1,32%
Rezultat din derecunoasterea instrumentelor evaluate la cost	-9.468.000	6.649.000	-242,40%	-7.632.000	6.842.000	-211,55%
Rezultat din derecunoasterea instrumentelor evaluate altfel decat prin profit/pierdere	-6.384.000	335.000	-2005,67%	-25.170.000	-380.000	6523,68%
Costul riscului	51.456.178	-424.664.000	-112,12%	-158.822	-1.294.766.000	-99,99%
Alte cheltuieli operationale	-67.224.000	-64.644.000	3,99%	-310.541.000	-278.281.000	11,59%
- din care taxe pe activitatea bancara	-1.917.000	-17.394.000	-88,98%	-73.488.000	-117.696.000	-37,56%
Rezultat inainte de impozitare	651.224.000	289.609.000	124,86%	2.933.354.000	1.368.025.000	114,42%
Impozit pe profit	-91.608.000	-78.335.000	16,94%	-525.213.000	-342.547.000	53,33%
Profit net	559.616.000	211.274.000	164,88%	2.408.141.000	1.025.478.000	134,83%
Atribuibil actionarilor bancii-mama	472.011.000	146.048.000	223,19%	1.923.380.000	783.129.000	145,60%

Banca austriaca a reusit sa depaseasca profitul net consolidat inregistrat in 2018, ajungand la un maxim istoric de 2,41 mld. EUR in 2021, in crestere cu 134,83% fara de anul anterior. La nivel trimestrial, profitul a avut o crestere mai mare, de 164,88%, de la 211,27 mil. EUR in T4 2020 la 559,62 mil. EUR in T4 2021.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	10,24%	4,58%	5,67%
ROA	0,78%	0,37%	0,41%
Marja neta	33,08%	15,19%	17,89%
P/E	6,26		
P/BV	0,76		
P/S	1,65		

Factorul principal care a contribuit la cresterea profitului in ultimul trimestru al anului a fost, asa cum era de asteptat, efectul de baza fata de anul trecut in ceea ce priveste costul net al riscului. Daca in T4 2020 erau inregistrate provizioane pentru credite neperformante in valoare neta de 424,66 mil EUR, in T4 2021 grupul a raportat o reversare neta a provizioanelor de 51,46 mil. EUR. Pe intregul an costul net al riscului a ajuns aproape de zero, de la 1,29 mld. EUR in 2020. Asadar, cea mai mare parte a cresterii fata de anul anterior a venit din aceasta sursa.

Pe plan operational lucrrurile au mers in general bine, cu cresteri destul de mari atat pentru veniturile nete din dobanzi, cat si pentru cele din comisioane. Primele au crescut cu 10,17%, de la 1,19 mld. EUR in T4 2020 la 1,31 mld. EUR in T4 2021, in timp ce a doua categorie a inregistrat o crestere de 16,04%, de la 528,49 mil. EUR la 613,26 mil. EUR. Comparativ, in primele noua luni ale anului veniturile nete din dobanzi crescusera cu doar 2,23%, iar cele din comisioane cu 16,71%. Este un semn clar ca dobanzile mai mari incep sa aiba impact asupra rezultatelor bancilor, aceeași situație fiind înregistrată și la Banca Transilvania și BRD.

Cresterea dobanzilor are, inasa, si efecte secundare negative, in conditiile in care instrumentele cu venit fix au ajuns la ponderi mari in bilantul majoritatii bancilor, in defavoarea creditelor catre populatie si firme. In cazul Erste, rezultatul net din tranzactionare a ajuns de la un profit de 128,59 mil. EUR in T4 2020 la o pierdere neta de 8,85 mil. EUR in T4 2021. O alta influenta negativa importanta a venit de la cheltuielile cu personalul, in crestere cu 12,67%, de la 618,5 mil. EUR la 696,84 mil. EUR. De partea cealalta, rezultatul net din active evaluate la valoarea justa prin contul de profit si pierdere a avut un impact pozitiv de 59,11 mil. EUR, ajungand de la o pierdere neta de 19,4 mil. EUR la un profit net de 39,71 mil. EUR.

In final, costul net al riscului a fost cel care a influentat in mod decisiv rezultatul grupului, avand o contributie pozitiva de 476,12 mil. EUR, comparativ cu o crestere de 361,61 mil. EUR a profitului inainte de impozitare. Impactul nu a fost inasa uniform pe pietele pe care activeaza Erste. In Austria si Cehia, acolo unde grupul are cea mai mare prezenta, costul riscului a avut o evolutie mai ampla decat cea a profitului net. In primul caz costul riscului a avut o contributie de 165,5 mil. EUR fata de o crestere de 127,6 mil. EUR a profitului net, in timp ce in al doilea caz contributia costului riscului a fost de 104,8 mil. EUR, fata de o crestere de 55,1 mil. EUR a profitului net. In Romania lucrrurile au stat invers, costul riscului imbunatatindu-se cu doar 18,1 mil. EUR, in timp ce rezultatul net a crescut cu 60 mil. EUR in T4.

Per total, rezultatele au fost unele foarte bune, iar perspectivele ar fi in mod normal unele la fel de bune si pentru viitor. Din pacate, evenimentele recente din vecinatatea Romaniei fac ca lucrrurile sa nu mai fie atat de clare, iar actiunile Erste au fost puternic afectate dupa invazia ruseasca din Ucraina, chiar daca banca nu are o expunere semnificativa pe vreuna dintre cele doua tari. E greu de spus daca investitorii au vandut fara sa mai faca distinctie intre bancile austriece cu si fara expunere in Rusia sau au considerat ca pericolul de contagiune este mare indiferent de expunerea fata de aceasta piata. In functie de evolutia razboiului va fi mai clar daca Erste va avea de suferit sau nu de pe urma sa.

MedLife (M) – veniturile continua cresterea sustinuta, insa profitul bate pasul pe loc

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Cifra de afaceri	389.709.950	306.639.311	27,09%	1.432.027.145	1.077.448.351	32,91%
- Clinici	110.296.305	82.578.005	33,57%	407.441.702	307.919.487	32,32%
- Stomatologie	22.731.373	19.533.733	16,37%	93.204.531	61.363.524	51,89%
- Spitale	78.583.553	69.749.358	12,67%	317.305.322	251.943.388	25,94%
- Laboratoare	59.176.839	66.728.879	-11,32%	259.970.003	198.519.202	30,95%
- Vanzari corporative	53.149.781	54.896.166	-3,18%	206.112.967	198.530.858	3,82%
- Farmacii	18.049.402	11.194.879	61,23%	59.949.420	44.405.803	35,00%
- Altele	47.722.697	1.958.291	2336,96%	88.043.200	14.766.089	496,25%
Alte venituri operationale	6.508.840	5.866.273	10,95%	10.344.070	9.274.762	11,53%
Venituri operationale totale	396.218.790	312.505.584	26,79%	1.442.371.215	1.086.723.113	32,73%
Cheltuieli operationale totale	-365.943.453	-279.900.331	30,74%	-1.266.022.175	-977.611.985	29,50%
Rezultat operational	30.275.337	32.605.253	-7,15%	176.349.040	109.111.128	61,62%
Costul finantarii	-7.821.800	-7.942.950	-1,53%	-26.321.456	-23.252.552	13,20%
Alte cheltuieli financiare	600.247	-46.789	-1382,88%	-8.910.970	-7.307.417	21,94%
Rezultat financiar net	-7.221.552	-7.989.739	-9,61%	-35.232.425	-30.559.969	15,29%
Profit brut	23.053.785	24.615.515	-6,34%	141.116.615	78.551.159	79,65%
Impozit pe profit	-4.185.044	-4.844.173	-13,61%	-23.592.740	-14.787.475	59,55%
Profit net	18.868.741	19.771.341	-4,57%	117.523.875	63.763.684	84,31%
Atribuibil actionarilor societatii mama	17.870.264	17.844.863	0,14%	106.791.507	56.702.860	88,34%

In lipsa efectului de baza fata de 2020, manifestat in prima jumatate a anului, rezultatele operatorului medical privat nu au mai fost la fel de spectaculoase, ramanand in zona in care erau in urma cu un an. Asa cum am observat si in analiza rezultatelor la noua luni, cresterea cheltuielilor cu forta de munca inghite intr-o proportie tot mai mare avansul inregistrat pe partea de venituri.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	30,44%	23,71%	6,73%
ROA	8,27%	5,39%	2,88%
Marja neta	8,21%	5,92%	2,29%
P/E	21,84		
P/BV	6,81		
P/S	1,63		

Asa cum ne-a obisnuit in ultimii ani, cifra de afaceri a continuat sa creasca sustinut, unul dintre factorii cei mai importanti ai acestei cresteri fiind achizitia si inglobarea de companii. In trimestrul analizat, cel mai mare impact l-a avut achizitia Pharmachem Distributie, ale carei rezultate sunt consolidate in cele ale grupului din august 2021, fiind incluse momentan la venituri la categoria „Altele”. Aceasta categorie de venituri a avut o contributie de 45,76 mil. RON la cresterea veniturilor totale ale grupului, 55% din cresterea totala trimestriala de 83,07 mil. RON (de la 306,64 mil. RON in T4 2020 la 389,71 mil. RON in T4 2021). Integrarea companiei de distributie de medicamente va continua sa influenteze veniturile MedLife si in trimestrele urmatoare.

In afara de integrarea businessului de distributie, cea mai mare influenta asupra cresterii totale a veniturilor a avut-o segmentul de clinici, cu o crestere de 33,57 (+27,72 mil. RON), urmat la distanta mai mare de spitale, cu un plus de 12,67% (+8,83 mil. RON) si farmacii, cu 61,23%, inasa o contributie mai mica, de 6,85 mil. RON. La polul opus, veniturile din

laboratoare au avut cea mai slaba evolutie, scazand cu 11,32%, sau 7,55 mil. RON, in conditiile in care testele RT-PCR pentru depistarea SARS-COV2 nu au mai avut la fel de mare cautare ca in trecut.

Mare parte din cresterea de venituri adusa de integrarea Pharmachem Distributie a fost compensata de cresterea cheltuielilor cu marfurile, activitatea de distributie fiind in general caracterizata de marje mici de profit. Cheltuielile cu marfurile au crescut cu 41,82 mil. RON, de la 8,93 mil. RON la 50,75 mil. RON. Nu exista o defalcare a cheltuielilor cu marfurile sau a veniturilor din categoria „Altele” in functie de cele care tin de Pharmachem si cele care nu au legatura cu aceasta, inasa ne putem astepta ca ponderea firmei de distributie sa fie una foarte mare in total.

In afara de cresterea cheltuielilor cu marfurile, cele mai mari cresteri au fost cele ale cheltuielilor cu tertii, inclusiv contractele cu medicii, cu 32,47 mil. RON (+45,08%) si cele ale cheltuielilor cu salariile, cu 16,68 mil. RON (+22,88%). Contractele cu medicii au o pondere foarte mare in cheltuielile totale cu tertii, in jur de 88%, prin urmare putem spune ca vorbim despre o crestere generala a cheltuielilor cu resursele umane. In afara de acestea si de cresterea cheltuielilor cu marfurile, amortizarea a fost singura care a mai avut o crestere semnificativa, cu 33,32%, sau 7,97 mil. RON la nivel trimestrial.

Costul finantarii, o componenta importanta a rezultatelor MedLife, a avut o crestere usoara, de doar 1,53% trimestrial, nefiind afectat inca de cresterea dobanzilor. In anii urmasori ne putem astepta, totusi, ca el sa puna presiune mai mare pe rezultatele grupului.

Cresterile asemanatoare ale veniturilor si cheltuielilor au dus in final la o mentinere a profitului net in aceeasi zona ca in T4 2020, cu o scadere de doar 4,57%, de la 19,77 mil. RON la 18,87 mil. RON. Pe intregul an profitul net a ramas cu o crestere consistenta, +84,31%, de la 63,73 mil. RON in 2020 la 117,52 mil. RON in 2021. Este de departe cel mai mare profit net din istoria grupului, marja neta urcand si ea de la 5,92% in 2020 pana la 8,21% in 2021. E de asteptat ca marja sa scada, totusi, dupa integrarea segmentului de distributie de medicamente.

Digi Communications N.V. (DIGI) – insuficiente date disponibile pentru a trage concluzii

Indicator (EUR)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri totale	409.062.000	355.504.000	15,07%	1.472.300.000	1.306.100.000	12,72%
Cheltuieli operationale totale	2.264.555.000	1.961.608.000	15,44%	1.310.300.000	1.136.100.000	15,33%
Alte cheltuieli	-58.000	810.000	-107,16%	-400.000	-2.700.000	-85,19%
Rezultat operational	60.876.000	56.803.000	7,17%	169.517.000	179.534.000	-5,58%
Rezultat financiar net	-24.954.000	23.159.000	-207,75%	-80.753.000	-107.139.000	-24,63%
Profit brut	20.686.000	32.236.000	-35,83%	73.528.000	24.669.000	198,06%

Din pacate, rezultatele preliminare ale Digi Communications au fost publicate mai degraba pentru a bifa o cerinta legala, ele continand doar cateva cifre, printre care nu se numara nici macar profitul net. Motivul furnizat de companie este posibila schimbare a politicii contabile de recunoastere a activelor corporale de la modelul reevaluarii la modelul costului istoric de la 31 decembrie 2021. Nu e prima data cand Digi Communications are schimbari radicale de politici contabile, in trecut rezultatele beneficiind de pe urma unor asemenea schimbari. Nu e clar daca acum vom vedea profituri sau pierderi ca rezultat al schimbarii, inasa e clar ca ele vor fi doar pe hartie.

Din datele publicate, rezultatele din T4 par mai slabe decat cele din perioada similara a anului anterior, ca urmare a rezultatului financiar mult mai slab. In lipsa unor informatii cat de cat detaliate e greu de tras, insa, o concluzie clara, mai ales ca rezultatul financiar net pe 2020 a fost modificat fata de cifra din raportul anual pe 2020.

One United Properties (ONE) – crestere spectaculoasa a profitului, obtinuta in principal din reevaluarea activelor

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri din vanzarea proprietatilor rezidentiale	153.526.705	104.293.773	47,21%	675.384.711	437.503.724	54,37%
Costul proprietatilor rezidentiale vandute	-91.141.865	-66.784.608	36,47%	-433.650.570	-284.286.135	52,54%
Venituri nete proprietati rezidentiale	62.384.840	37.509.165	66,32%	241.734.141	153.217.589	57,77%
Castiguri dezvoltare cladiri de birouri	228.933.266	58.366.741	292,23%	298.641.425	58.349.105	411,82%
Castiguri investitii imobiliare finalizate	34.366.849	3.739.093	819,12%	53.125.517	3.739.093	1320,81%
Castiguri investitii detinute in vederea dezvoltarii ulterioare	48.438.952	34.165.272	41,78%	56.142.168	34.165.272	64,33%
Castiguri totale din investitii imobiliare	-96.170.043	17.636	-	407.909.110	96.253.470	323,79%
Venituri nete din inchirieri	-352.508	-311.942	13,00%	2.678.961	628.975	325,92%
Cheltuieli de intermediere vanzari	-1.903.787	-356.989	433,29%	-3.142.561	-1.093.357	187,42%
Cheltuieli generale de administratie	-9.607.591	-8.206.926	17,07%	-32.894.470	-29.952.793	9,82%
Alte cheltuieli operationale	-665.897	86.337	-871,28%	-10.811.671	-3.737.757	189,26%
Profit din cedarea investitiilor imobiliare	0	164.618	-100,00%	536.526	632.372	-15,16%
Alte venituri operationale	2.322.039	492.687	371,30%	5.688.365	1.377.287	313,01%
Rezultat operational	363.916.163	125.648.056	189,63%	611.698.401	217.325.786	181,47%
Rezultat financiar net	-748.227	-2.878.434	-74,01%	-9.707.009	-11.400.928	-14,86%
Cota-parte din profitul asociatilor	1.046.968	187.849	457,35%	1.527.818	733.803	108,21%
Profit brut	364.214.904	122.957.471	196,21%	603.519.210	206.658.661	192,04%
Impozit pe profit	-48.972.736	-10.234.412	378,51%	-97.121.668	-29.722.318	226,76%
Profit net	315.242.168	112.723.059	179,66%	506.397.542	176.936.343	186,20%

One United Properties a raportat si in ultimul trimestru al anului rezultate foarte bune, ritmul de crestere ramanand apropiat de cel din primele noua luni ale anului atat pentru venituri, cat si pentru profit.

Veniturile principale ale grupului, cele din vanzarea proprietatilor rezidentiale, au crescut cu 47,21% pe parcursul

trimestrului, de la 104,29 mil. RON in T4 2020 la 153,53 mil. RON in T4 2021, dupa ce in primele noua luni crescusera cu 56,62%. Costul proprietatilor vandute a avut un ritm de crestere mai lent, de doar 36,47%, ceea ce a facut ca veniturile nete din vanzarea proprietatilor sa urce cu 66,32%, de la 37,51 mil. RON la 62,38 mil. RON. Comparativ, in primele noua luni ale anului veniturile nete crescusera cu doar 55%.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	30,81%	21,47%	9,34%
ROA	18,13%	10,39%	7,75%
Marja neta	46,63%	33,11%	13,52%
P/E	5,89		
P/BV	2,26		
P/S	2,74		

Impactul cel mai mare asupra profitului nu a venit, inasa, de la aceste venituri, ci in principal de la reevaluarea activelor care nu au fost inca vandute, cele mai multe dintre ele terenuri pe care urmeaza sa fie dezvoltate proiecte, dar si imobile construite deja si nevandute inca. Castigurile totale din investitii imobiliare au crescut cu nu mai putin de 215,47 mil. RON, de la 96,27 mil. RON in T4 2020 la 311,74 mil. RON in T4 2021 (+223,81%), cea mai mare parte a cresterii venind de la cladirile de birouri in curs de dezvoltare.

In afara de costul proprietatilor vandute, restul cheltuielilor au avut un impact redus asupra rezultatelor, ele avand de altfel si ponderi mici in cheltuielile totale. In aceste conditii, profitul operational a crescut cu 189,63%, de la 125,65 mil. RON la 363,92 mil. RON, o crestere mai mare decat cea din primele noua luni ale anului, acoperita de data aceasta aproape integral de castigurile din reevaluare. Comparativ, in primele noua luni ale anului castigurile din investitii au avut o contributie pozitiva de 96,19 mil. RON, iar cele din vanzarea de proprietati o contributie de 63,64 mil. RON, la o crestere a profitului operational de 156,1 mil. RON. Potrivit raportarilor companiei, in 2021 au fost realizate reevaluari la 30 iunie si 31 decembrie. Politica referitoare la acest aspect este ca reevaluarile sa aiba loc in fiecare an pe 31 decembrie si, daca este cazul, in timpul anului, atunci cand sunt indicii ca valoarea justa s-a modificat semnificativ.

Profitul net a crescut intr-un ritm asemanator cu cel al profitului operational si cu cel din primele noua luni ale anului: +179,66%, de la 112,72 mil. RON in T4 2020 la 315,24 mil. RON in T4 2021. Pe intregul an, profitul a crescut cu 186,20%, de la 176,94 mil. RON la 506,4 mil. RON crestere influentata in proportie de circa trei sferturi de castigurile din reevaluare.

Asa cum am avertizat in mai multe randuri in cazul Impact, este un profit scriptic si care necesita validarea ulterioara, in momentul vanzarii activelor reevaluate acum. In acelasi timp, este un profit reversibil, in cazul in care piata imobiliara isi schimba directia. Probabil si de aceea, pretul actiunii nu a fost impulsionat la fel de puternic ca in cazul altor emitenti care au raportat cresteri asemanatoare de profit, multiplul P/E ramand aproape de 6, una dintre cele mai mici valori de la BVB.

Alro (ALR) – rezultat net bun in T4, devenit inasa nerelevant dupa inceputul razboiului din Ucraina

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri din contractele cu clientii	1.033.534.000	572.761.000	80,45%	3.499.958.000	2.514.716.000	39,18%
Costul bunurilor vandute	-887.491.000	-556.160.000	59,57%	-3.007.304.000	-2.521.548.000	19,26%
Profit brut	146.043.000	16.601.000	779,72%	492.654.000	-6.832.000	-7310,98%
Cheltuieli generale, administrative si de desfacere	-94.461.000	-109.978.000	-14,11%	-316.283.000	-323.305.000	-2,17%
Alte venituri operationale	21.936.000	139.475.000	-84,27%	68.656.000	735.791.000	-90,67%
Alte cheltuieli operationale	-9.277.000	-1.688.000	449,59%	-16.888.000	-6.142.000	174,96%
Rezultat operational	64.241.000	44.410.000	44,65%	228.139.000	399.512.000	-42,90%
Rezultat financiar net	-11.070.000	13.770.000	-180,39%	-170.667.000	-33.258.000	413,16%
Profit inainte de impozitare	53.171.000	58.180.000	-8,61%	57.472.000	366.254.000	-84,31%
Impozit pe profit	-2.251.000	3.241.000	-169,45%	-31.216.000	-31.481.000	-0,84%
Profit net	50.920.000	61.421.000	-17,10%	26.256.000	334.773.000	-92,16%

Pretul energiei electrice a continuat sa puna probleme producatorului de aluminiu, inasa cresterea mai mare a cotatei aluminiului pe pietele internationale a facut ca in T4 sa fie atins un echilibru, ceea ce a facut ca si pe intregul an rezultatul net sa ajunga pe plus, dupa ce la noua luni fusese raportata o pierdere.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	2,35%	30,78%	-28,43%
ROA	0,91%	12,73%	-11,82%
Marja neta	0,75%	13,31%	-12,56%
P/E	38,62		
P/BV	0,91		
P/S	0,29		

Veniturile totale au crescut cu 80,45%, de la 572,76 mil. RON in T4 2020 la 1,03 mld. RON in T4 2021, o crestere mult mai mare decat cea de 27,01% din primele noua luni ale anului. Cresterea atat de mare a veniturilor a avut trei surse: cresterea preturilor medii de vanzare, determinata la randul sau de presiunile inflationiste la nivel mondial, cantitatile mai mari vandute per total si orientarea mai puternica spre produsele cu valoare adaugata mare.

La fel ca si in primele noua luni ale anului, costurile directe de productie, care includ in principal energia electrica utilizata, au avut un ritm de crestere mai lent decat cel al veniturilor, de data aceasta urcand cu 59,57%, de la 556,16 mil. RON la 887,49 mil. RON. Acest lucru a facut ca profitul brut din vanzarea produselor sa aiba din nou o crestere sustinuta, de aproape 800%, de la 16,6 mil. RON in T4 2020 la 146,04 mil. RON in T4 2021. Pe intregul an, profitul brut a ajuns la 492,65 mil. RON, avand o marja de 14,08% din venituri, dupa ce in 2020 fusese inregistrata o pierdere bruta de 6,83 mil. RON.

Pare a fi un paradox, daca avem in vedere faptul ca in 2021 pretul energiei electrice a fost mult mai mare decat in 2020. Mai mult, aceasta situatie demonteaza teoria care a stat la baza subventiilor de stat din 2020, aratand ca de fapt rezultatele companiei depind mai mult de pretul aluminiului si mai putin de cel al energiei electrice. E adevarat ca pretul aluminiului este tras in jos in unele momente de concurentii din afara UE, inasa asta ar insemna ca o eventuala subventie sa fie legata de pretul aluminiului, nu de cel al energiei. De asemenea, apar niste mari semne de intrebare legate de protestele angajatilor Alro fata de neacordarea subventiei in 2021, intr-un moment in care de fapt cererea de aluminiu si pretul mediu de vanzare erau la cote maxime.

Cresterea considerabila a profitului brut a fost compensata aproape integral de lipsa veniturilor din subventii in T4 2021. Pozitia „Alte venituri operationale”, acolo unde erau inregistrate aceste venituri, a avut o scadere trimestriala de 117,54 mil. RON, de la 139,47 mil. RON la 21,94 mil. RON, comparativ cu cresterea de 129,44 mil. RON a profitului brut. Practic, pretul mai mare al aluminiului a facut ca subventia sa nu mai fie necesara.

Cheltuielile generale, administrative si de desfacere au scazut cu 14,11% (-15,52 mil. RON), motivul principal fiind efectul de baza fata de T4 2020, atunci cand a fost inregistrat un provizion de 29,66 mil. RON pentru remuneratia directorilor ca urmare a rezultatelor financiare bune din acel an (determinate exclusiv de subventiile acordate de Stat pentru a acoperi cresterea pretului energiei electrice cauzata de certificatele verzi pentru doi ani, 2019 si 2020).

Cresterea consistenta a veniturilor si scaderea usoara a cheltuielilor operationale au facut ca profitul operational sa aiba la randul sau o crestere destul de mare, de 44,65%, de la 44,41 mil. RON in T4 2020 la 64,24 mil. RON in T4 2021. Pe intregul an acesta a ramas in scadere fata de 2020, din cauza subventiilor mari inregistrate in acel an.

Rezultatul financiar a trecut de la un profit de 13,77 mil. RON in T4 2020 la o pierdere de 11,07 mil. RON in T4 2021, cauzele principale fiind pierderea din contractele derivate folosite ca hedging pentru eventuale scaderi ale pretul aluminiului si pierderile din cursul valutar, determinate de scaderea RON fata de USD. In aceste conditii, profitul net a ajuns la randul sau sa aiba o scadere fata de T4 2020, ajungand de la 61,42 mil. RON la 50,92 mil. RON. Avand in vedere ca in T4 2020 au fost

inregistrate venituri importante din subventii, putem spune ca rezultatul este unul bun, fiind obtinuta o marja de profit pe trimestru de 4,93% in conditii de piata concurentiala, fara interventia Statului, si intr-un context nefavorabil pe piata energiei electrice.

Teoretic, perspectivele Alro ar fi unele bune, recent fiind demarate de catre Guvern procedurile necesare pentru reinnoirea schemei de sprijin a marilor consumatori de energie electrica, prin care compania a primit subventii de sute de milioane de lei pentru 2019 si 2020. Practic, din momentul in care primul soldat rus a pus piciorul in Ucraina, Alro a devenit parte a razboiului, fiind detinuta de un oligarh rus care mai devreme sau mai tarziu poate deveni tinta sanctiunilor internationale. Exista deja presiuni pe plan intern pentru a elimina subventiile guvernamentale pentru companiile cu actionariat rusesc, inclusiv de la cel care le-a acordat in 2020, fostul premier Florin Citu, iar pe masura ce atrocitatile din Ucraina continua, am putea vedea si masuri mai dure de atat.

In acest moment, exceptand cazul improbabil in care razboiul se incheie brusc si toata lumea isi reia viata ca si cum nimic nu s-ar fi intamplat, varianta cea mai optimista ar fi un exit pe modelul Abramovici, in care oligarhul rus va vinde din proprie initiativa actiunile la Alro intr-un interval mai scurt sau mai lung, iar compania isi va continua activitatea nestingherita. Varianta mai putin optimista ar fi ca acesta sa prefere ca mai degraba sa distruga compania si sa o inchida definitiv decat sa renunte la ea de bunavoie. Exista, desigur, si variante intermediare, inclusiv ca Statul sa inchida ochii pe modelul urmat pana de curand de Germania si Marea Britanie, insa acest lucru devine tot mai putin probabil cu fiecare zi in care rachetele rusesti mai omoara niste civili.

Purcari Wineries (WINE) – rezultate slabe in T4, dublate de riscuri foarte mari in contextul international actual

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri	78.158.726	65.349.666	19,60%	244.598.409	203.672.077	20,09%
Costul vanzarilor	-49.072.859	-35.820.496	37,00%	-130.575.367	-105.886.837	23,32%
Profit brut	29.085.867	29.529.170	-1,50%	114.023.042	97.785.240	16,61%
Alte venituri din exploatare	124.128	1.433.700	-91,34%	1.410.235	1.889.887	-25,38%
Cheltuieli de marketing si distributie	-11.864.607	-8.833.876	34,31%	-31.220.000	-23.016.528	35,64%
Cheltuieli generale si administrative	-9.260.345	-10.125.975	-8,55%	-26.973.712	-24.740.078	9,03%
Ajustari depreciere creante si imprumuturi	-4.586.087	810.736	-665,67%	-5.957.832	-331.285	1698,40%
Alte cheltuieli de exploatare	3.080.932	466.165	560,91%	2.974.285	-2.980.186	-199,80%
Rezultat operational	6.579.888	13.279.920	-50,45%	54.256.018	48.607.050	11,62%
Rezultat financiar net	-512.131	27.083.359	-101,89%	-782.335	21.654.182	-103,61%
Cota neta a profitului din asociati	-2.002.120	-320.004	525,65%	-2.257.453	-200.571	1025,51%
Profit inainte de impozitare	4.065.637	40.043.275	-89,85%	51.216.230	70.060.661	-26,90%
Impozit pe profit	-2.786.065	-6.409.044	-56,53%	-10.149.676	-10.830.895	-6,29%
Profit net	1.279.572	33.634.231	-96,20%	41.066.554	59.229.766	-30,67%

La fel ca si in cazul Alro, rezultatele Purcari Wineries au trecut in planul secund dupa inceperea razboiului din Ucraina, apropierea de zona de conflict si expunerea pe piete la randul lor apropiate, inclusiv pe cea ucraineana, avand o pondere mai mare in ochii investitorilor.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	16,36%	26,60%	-10,24%
ROA	9,05%	15,52%	-6,47%
Marja neta	16,79%	29,08%	-12,29%
P/E	9,77		
P/BV	1,59		
P/S	1,52		

Rezultatele din T4 nu au fost, oricum, unele care sa genereze un mare entuziasm, chiar si daca scoatem din calcul venitul exceptional obtinut in T4 2020 din vanzarea actiunilor IM Glass Container Company.

Veniturile au avut o crestere foarte apropiata de cea din primele noua luni ale anului, +19,60%, de la 65,35 mil. RON in T4 2020 la 78,16 mil. RON. Comparativ, la 30 septembrie cresterea veniturilor era de 20,33%. Cresterea veniturilor a fost depasita, inasa, de cea a costului direct cu produsele vandute, acesta apreciindu-se cu 37% in T4, dupa doar 16,32% in primele noua luni. Asta a facut ca profitul brut sa scada usor, cu 1,50%, de la 29,53 mil. RON in T4 2020 la 29,09 mil. RON in T4 2021.

Nu doar cheltuielile cu bunurile vandute au crescut intr-un ritm rapid, ci si cele de marketing si distributie, cu 34,31%, sau 3,03 mil. RON in suma absoluta. Cea mai mare crestere de cheltuieli indirecte a venit inasa de la ajustarile pentru deprecierea creantelor, care au ajuns de la un venit net de 811 mii RON in T4 2020 la o cheltuiala neta de 4,59 mil. RON in T4 2021. Este vorba de o suma destul de mare, pe intregul an aceste ajustari de depreciere ajungand la 14,5% din profitul net consolidat. Din pacate, in raportarile financiare nu exista informatii referitoare la clientii pentru care au fost inregistrate cheltuielile si cat de mare este probabilitatea ca aceste creante sa mai fie incasate in viitor.

Impreuna, cresterea mare a costului bunurilor vandute, cresterea generala a cheltuielilor indirecte si ajustarile pentru deprecierea creantelor au facut ca profitul operational trimestrial sa scada la jumatate, de la 13,28 mil. RON in T4 2020 la 6,58 mil. RON in T4 2021 (-50,45%).

Cea mai mare scadere a venit inasa, asa cum era de asteptat, de la rezultatul financiar net, acolo unde in T4 2020 a fost inregistrat un venit de 25,74 mil. RON din instrumente de capitaluri proprii, dupa vanzarea participatiei la IM Glass Container Company. In lipsa acestui venit exceptional, in T4 2021 rezultatul financiar net a ajuns pe minus, ducand si profitul net mai jos. Acesta din urma a scazut cu 96,20%, de la 33,63 mil. RON in T4 2020 la 1,28 mil. RON in perioada similara din 2021, fiind tras in jos atat de partea operationala, cat si de cea financiara. Pe tot anul scaderea a fost mult mai mica, de doar 30,67%, pe de o parte pentru ca profitul brut a crescut cu 16,61%, iar pe de alta parte pentru ca in primele noua luni ale anului au mai fost inregistrate niste venituri suplimentare din vanzarea IM Glass Container Company, in valoare de aproape 5 mil. RON. Exceptand efectul de baza dat de rezultatul financiar net, 2021 a fost un an mai bun decat 2020, profitul operational avand o crestere de 11,62%.

Intamplarea face ca emitentii cei mai expusi la razboiul din Ucraina sa fie unul dupa celalalt in raport. Expunerea este complet diferita: primul emitent este controlat de cineva care are legatura directa cu invadatorii, in timp ce al doilea isi desfasoara activitatea intr-o zona invadabila si langa o zona invadata deja. E adevarat ca actionarul majoritar al Alro nu a participat direct la invazie, nefiind deocamdata nici sanctionat de comunitatea internationala, iar viile din Republica Moldova ale Purcari nu au fost amenintate direct pana in prezent, inasa riscurile sunt suficient de mari pentru a afecta serios cotatiile bursiere.

Pretul actiunii WINE a scazut dupa invazie cu 36%, mult peste scaderea de 25,5% a cotatei ALR si cu si mai mult peste scaderea de 13,7% a indicelui BET, reflectand riscurile mari la care este expusa compania. E adevarat ca veniturile obtinute din Ucraina si Belarus au reprezentat in 2021 doar 5,4% din totalul veniturilor grupului, insa riscurile mai mari vin de la pozitionarea geografica a facilitatilor de productie principale. Localitatea Purcari este la granita dintre Republica Moldova si Ucraina, la doar 66 km in linie dreapta de Odesa si fix langa Transnistria. Asa cum arata lucrurile in momentul de fata, probabilitatea ca Republica Moldova sa devina victima colaterala in acest razboi nu poate fi trecuta cu vederea, iar intr-o asemenea situatie producatorul de vin ar putea in cel mai bun caz sa fie rupt de pietele sale traditionale de desfacere, iar in cel mai rau caz sa aiba facilitatile de productie distruse sau confiscate. Desigur, inca exista si posibilitatea ca lucrurile sa nu ajunga pana acolo, insa per total riscurile sunt mult mai mari decat erau pe 23 februarie.

Impact Developer & Contractor (IMP) – profit apropiat de cel de anul trecut, sursa principala fiind tot reevaluarea investitiilor imobiliare

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri din vanzarea proprietatilor imobiliare	28.049.000	69.048.000	-59,38%	137.585.000	204.397.000	-32,69%
Costul proprietatilor imobiliare vandute	-14.331.000	-56.937.000	-74,83%	-87.739.000	-141.007.000	-37,78%
Profit brut	13.718.000	12.111.000	13,27%	49.846.000	63.390.000	-21,37%
Venituri nete din chirii	-48.000	393.000	-112,21%	543.000	928.000	-41,49%
Cheltuieli generale si administrative	-6.724.000	-7.957.000	-15,50%	-22.965.000	-21.865.000	5,03%
Cheltuieli de comercializare	-1.983.000	-1.438.000	37,90%	-6.371.000	-4.545.000	40,18%
Alte venituri/cheltuieli operationale	-3.055.000	2.431.000	-225,67%	-8.020.000	-3.629.000	121,00%
Amortizare	-278.000	-304.000	-8,55%	-1.159.000	-1.738.000	-33,31%
Castiguri din investitii imobiliare	78.238.000	64.087.000	22,08%	86.651.000	64.328.000	34,70%
Profit operational	79.868.000	69.323.000	15,21%	98.525.000	96.869.000	1,71%
Rezultat financiar net	-2.638.000	5.173.000	-151,00%	-11.720.000	-5.426.000	116,00%
Profit inainte de impozitare	77.230.000	74.496.000	3,67%	86.805.000	91.443.000	-5,07%
Impozit pe profit	-14.437.000	-12.918.000	11,76%	-16.505.000	-16.587.000	-0,49%
Profit net	62.793.000	61.578.000	1,97%	70.300.000	74.856.000	-6,09%

Ultimul trimestru al anului trecut a adus o scadere considerabila a veniturilor Impact, grupul fiind, potrivit declaratiilor conducerii, intr-o faza intermediara intre etapele de dezvoltare a proiectelor imobiliare, motiv pentru care numarul de apartamente vandute este in mod natural mai mic. Veniturile totale din vanzarea proprietatilor imobiliare au scazut cu

59,38%, de la 69,05 mil. RON in T4 2020 pana la 28,05 mil. RON in T4 2021, o scadere mult mai mare decat cea de 19,07% din primele noua luni ale anului. In ciuda scaderii veniturilor din vanzari, profitul brut obtinut din acestea a crescut cu 13,27%,

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	9,92%	11,68%	-1,76%
ROA	5,88%	7,58%	-1,70%
Marja neta	51,10%	36,62%	14,47%
P/E	13,34		
P/BV	1,32		
P/S	6,81		

de la 12,11 mil. RON la 13,72 mil. RON, ca urmare a scaderii si mai mari a costului proprietatilor imobiliare vandute. Costul proprietatilor vandute nu este defalcat in rezultatele financiare, asa ca nu putem sti cu exactitate de unde a venit aceasta diferenta. In primele noua luni ale anului lucrurile au mers in sens invers, cu o scadere mai mare a veniturilor si una mai mica a costului proprietatilor, in asa fel incat profitul brut a scazut in acea perioada cu 29,55%.

O alta influenta pozitiva a venit in T4 de la scaderea cheltuielilor generale si administrative cu 15,5%, de la 7,96 mil. RON la 6,72 mil. RON. Pe de alta parte, pozitia „Alte venituri/cheltuieli operationale” a ajuns de la un venit net de 2,43 mil. RON la o cheltuiala neta de 3,06 mil. RON, anuland complet cresterea profitului brut si scaderea cheltuielilor generale si administrative. In niciunul dintre cele doua cazuri nu avem informatii detaliate in rezultatele preliminare, asa ca nu putem trage o concluzie in legatura cu sursele acestor evolutii.

In cele din urma, la fel ca si in anii trecuti, factorul decisiv a fost castigul din reevaluarea investitiilor imobiliare. Acesta a crescut cu 22,08% la nivel trimestrial, de la 64,09 mil. RON in T4 2020 la 78,24 mil. RON in T4 2021, avand o contributie de 14,15 mil. RON. Aceasta a dus la cresterea profitului operational cu 10,54 mil. RON, sau 15,21%, in lipsa ei vorbind, asadar, de o scadere a rezultatului operational din activitatile obisnuite. Pe intregul an, castigul din investitii imobiliare a ajuns de la 64,33 mil. RON la 86,65 mil. RON, cu o contributie de 22,32 mil. RON fata de cresterea de doar 1,66 mil. RON a profitului operational.

Cresterea rezultatului operational nu s-a reflectat decat intr-o masura mica in profitul net, motivul fiind rezultatul financiar negativ de 2,64 mil. RON, comparativ cu rezultatul pozitiv de 5,17 mil. RON din T4 2020. Nu exista nici in acest caz informatii suficiente pentru a sti de unde vine diferenta, insa e mai probabil ca in T4 2020 sa fi fost inregistrate niste venituri financiare iesite din tipar decat ca in T4 2021 sa fi exista cheltuieli financiare mai mari decat in mod normal.

Dupa influentele de sens opus ale castigului din investitii imobiliare si rezultatului financiar mai slab, profitul net trimestrial a ramas aproape neschimbat, la 62,79 mil. RON, in crestere cu doar 1,97% fata de 61,58 mil. RON in T4 2020. Pe tot anul 2021, profitul net a scazut ceva mai mult, cu 6,09%, de la 74,86 mil. RON la 70,3 mil. RON, acoperit in cea mai mare parte de castigul din investitii imobiliare. Pentru trimestrele urmatoare e de urmarit cand vor incepe sa creasca din nou vanzarile ca urmare a noilor proiecte imobiliare, insa si daca investitiile imobiliare vor continua sa aduca la infinit castiguri sau, la un moment dat, directia pietei se va schimba.

Antibiotice (ATB) – crestere consistenta a profitului, dupa mai multe trimestre de stagnare

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri din vanzari	120.465.806	136.985.739	-12,06%	366.209.065	340.424.276	7,57%
Alte venituri din exploatare	-124.981	6.854.527	-101,82%	37.378.976	36.062.333	3,65%
Venituri aferente costurilor stocurilor de produse	10.597.249	-17.615.508	-160,16%	711.939	23.676.949	-96,99%
Venituri din activitatea realizata si capitalizata	3.264.306	1.555.863	109,81%	10.547.830	6.351.872	66,06%
Materii prime, consumabile si marfuri	-51.894.149	-46.454.631	11,71%	-147.681.728	-131.864.599	11,99%
Cheltuieli cu personalul	-33.268.144	-34.129.810	-2,52%	-114.906.311	-111.822.960	2,76%
Amortizare si depreciere	-6.216.063	-5.357.517	16,03%	-24.124.432	-21.794.224	10,69%

Alte cheltuieli de exploatare	-30.250.021	-30.999.975	-2,42%	-94.100.711	-107.332.654	-12,33%
Rezultat operational	12.574.003	10.838.688	16,01%	34.034.628	33.700.993	0,99%
Rezultat financiar net	-955.780	-1.155.917	-17,31%	-3.732.012	-5.371.536	-30,52%
Profit brut	11.618.223	9.682.770	19,99%	30.302.616	28.329.456	6,97%
Impozit pe profit	91.996	-1.337.140	-106,88%	-363.212	-1.941.407	-81,29%
Profit net	11.710.219	8.345.630	40,32%	29.939.404	26.388.049	13,46%

Antibiotice a rupt traditia rezultatelor financiare foarte stabile in ultimul trimestru al anului trecut, raportand un profit net in crestere cu nu mai putin de 40,32%, de la 8,35 mil. RON in T4 2020 la 11,71 mil. RON in T4 2021. Comparativ, in primele noua luni ale anului profitul net crescuse cu doar 1,04% fata de cel din perioada similara a lui 2020. Pe tot anul 2021 profitul net a crescut cu 13,46%, pana la 29,94 mil. RON, de la 26,39 mil. RON in 2020.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	4,95%	4,34%	0,61%
ROA	3,34%	2,90%	0,44%
Marja neta	8,18%	7,36%	0,81%
P/E	11,21		
P/BV	0,55		
P/S	0,92		

Cresterea profitului nu a venit de la veniturile mai mari din vanzari, ci in principal de la productia pe stoc. Veniturile din vanzari au inregistrat chiar o scadere, de la 136,99 mil. RON in T4 2020 la 120,47 mil. RON in T4 2021 (-12,06%, sau 16,52 mil. RON), dupa ce in primele noua luni crescusera cu 20,79%. Variatia stocurilor, pe de alta parte, a crescut cu 28,21 mil. RON, de la un minus de 17,61 mil. RON in T4 2020 la un plus de 10,6 mil. RON in perioada similara din 2021. Luate impreuna, cele doua au crescut cu 9,8% in T4. Alternanta intre veniturile din vanzarea produselor si variatia stocurilor este un lucru obisnuit la Antibiotice, asa ca nu putem vorbi despre niste venituri scriptice sau despre unele nerecurente.

Cresterea productiei, reflectata in vanzari si variatia pozitiva a stocurilor, a fost compensata partial de scaderea pozitiei „Alte venituri din exploatare” cu 6,98 mil. RON, pana la o cheltuiala neta de 125 mii RON si de cresterea, normala de altfel, a cheltuielilor cu materiile prime, consumabile si marfuri cu 5,44 mil. RON (+11,71%). Este o crestere intr-un ritm asemanator cu cel al productiei, o situatie pe care o vedem la tot mai putini emitenti non-energetici, majoritatea fiind presati puternic de impactul inflatiei asupra costurilor. In privinta altor venituri din exploatare, rezultatele preliminare nu furnizeaza detalii, inasa de obicei aici erau incluse venituri din ajustarea provizioanelor si activelor circulante, prin urmare ne asteptam sa fie vorba de un efect de baza fata de T4 2020 legat de una dintre aceste categorii.

Profitul operational a crescut ceva mai mult decat veniturile combinate din vanzari si variatia stocurilor, cu 16,01%, de la 10,84 mil. RON la 12,57 mil. RON, ducand profitul operational pe intregul an in zona in care fusese si in 2020, 34,03 mil. RON fata de 33,7 mil. RON (+0,99%). Comparativ, in primele noua luni ale anului profitul operational scazuse cu 6,13%.

Diferenta de la cresterea de 16,01% a profitului operational pana la cea de 40,32% a profitului net a venit de la impozitul pe profit, care a trecut de la o cheltuiala neta de 1,34 mil. RON la un venit net de 92 mii RON. Rata efectiva de impozitare la nivelul intregului an a ajuns la doar 1,2%, de la 6,85% in 2020, inasa fiind vorba de rezultate preliminare, nu exista nici in acest caz detalii.

Chiar daca profitul net a crescut mai mult decat eram obisnuiti, el a ramas sub cel din perioada 2016-2019, inasa nu cu mult. In cei patru ani, profitul s-a situat intre 30,07 mil. RON si 34,3 mil. RON, prin urmare acum compania a revenit in zona de minim a perioadei pre-pandemie.

Compa (CMP) – pierdere operationala si neta in T4 din cauza cresterii costurilor

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Venituri	162.696.187	176.534.674	-7,84%	705.725.717	547.121.134	28,99%
Alte venituri	4.460.425	2.527.367	76,49%	17.970.459	10.756.831	67,06%
Total venituri	167.156.613	179.062.041	-6,65%	723.696.176	557.877.965	29,72%
Variatia stocurilor	11.093.485	3.661.530	202,97%	15.728.966	-2.950.743	-633,05%
Materii prime si consumabile	-122.030.542	-110.303.625	10,63%	-485.594.012	-337.763.049	43,77%
Cheltuieli cu personalul	-38.022.696	-36.683.467	3,65%	-147.224.797	-115.832.537	27,10%
Amortizare si depreciere	-11.800.961	-13.347.536	-11,59%	-44.289.663	-51.415.863	-13,86%
Servicii prestate de terti	-8.980.805	-7.981.362	12,52%	-35.200.703	-26.390.903	33,38%
Alte cheltuieli	492.836	771.363	-36,11%	-6.184.596	-5.452.409	13,43%
Total cheltuieli	-169.248.684	-163.883.098	3,27%	-702.764.806	-539.805.505	30,19%
Rezultat operational	-2.092.070	15.178.944	-113,78%	20.931.371	18.072.460	15,82%
Rezultat financiar net	-1.071.442	-322.079	232,66%	-2.899.110	-3.098.764	-6,44%
Profit brut	-3.163.513	14.856.865	-121,29%	18.032.260	14.973.695	20,43%
Impozit pe profit	683.277	-1.172.971	-158,25%	-2.973.293	-1.053.929	182,12%
Profit net	-2.480.266	13.683.894	-118,13%	15.058.967	13.919.766	8,18%

Inflatia si criza de materii prime au afectat din nou rezultatele Compa, care a ajuns de data aceasta pe pierdere trimestriala, dupa ce in T3 fusese foarte aproape de aceeasi performanta negativa.

Dupa ce in primele noua luni ale anului avusesera o crestere sustinuta ca urmare a efectului de baza fata de 2020, veniturile companiei au scazut cu 7,84% in ultimele trei luni, de la 176,53 mil.

RON in T4 2020 pana la 162,7 mil. RON in T4 2021. Scaderea a fost totusi compensata partial de variatia pozitiva a stocurilor, care a urcat de la 3,66 mil. RON la 11,09 mil. RON in aceeaasi perioada. Per total putem vorbi de o performanta buna din acest punct de vedere, avand in vedere ca in T4 2020 au fost realizate si comenzi amanate anterior din cauza pandemiei.

Cheltuielile cu materiile prime si consumabilele nu au urmat, inasa, directia veniturilor, ci au crescut cu 10,63%, de la 110,3 mil. RON pana la 122,03 mil. RON, sau 11,73 mil. RON. Este o tendinta pe care am putut sa o vedem pe tot parcursul anului, cresterea costurilor cu materiile prime avand un ritm mai rapid decat cea a veniturilor. Este un efect direct al puterii mici de negociere in raport cu clientii, iar ponderea mare a cheltuielilor cu materiile prime in totalul cheltuielilor face ca astfel de situatii sa duca rapid la inregistrarea de pierderi.

Comparativ, cheltuielile cu personalul au avut un ritm de crestere mult mai apropiat de cel al veniturilor, doar 3,65% in T4 si 27,10% pe intregul an. Nici aici nu ne putem astepta, inasa, ca lucrurile sa ramana la infinit asa, criza de forta de munca punand compania intr-o pozitie din ce in ce mai proasta in negocierea cu angajatii. Cheltuielile cu amortizarea si deprecierea au fost singurele care au avut o contributie pozitiva la rezultatul trimestrial, scazand cu 11,59% (-1,55 mil. RON), cel mai probabil ca rezultat al investitiilor amanate in perioada pandemiei.

Atat rezultatul operational, cat si cel net au ajuns pe minus. Primul a trecut de la un profit de 15,18 mil. RON in T4 2020 la o pierdere de 2,09 mil. RON, in timp ce al doilea a ajuns de la un profit de 13,68 mil. RON la o pierdere de 2,48 mil. RON. La

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	3,03%	2,85%	0,17%
ROA	1,93%	1,90%	0,03%
Marja neta	2,08%	2,50%	-0,41%
P/E	7,88		
P/BV	0,24		
P/S	0,16		

nivel anual, profitul a continuat sa beneficieze de efectul de baza fata de 2020. Profitul net a crescut cu 15,82%, de la 18,07 mil. RON la 20,93 mil. RON, in timp ce profitul net a crescut cu 8,18%, de la 13,92 mil. RON la 15,06 mil. RON. Este un nivel dezamagitor, asteptarile fiind ca dupa revenirea economiei la normal sa vedem profitul net din nou macar aproape de 30 mil. RON, unde era inainte de pandemie.

Din pacate, raportul de forte nefavorabil Compa in relatia cu clientii, iar mai nou si cu angajatii, face ca nici perspectivele sa nu fie unele foarte bune atata timp cat inflatia continua sa persiste. Iar conditiile economice internationale, la care de curand s-a adaugat si un razboi de dimensiuni destul de mari, fac ca inflatia nu doar sa nu poata fi eliminata in viitorul apropiat, ci chiar sa aiba sanse mari sa creasca mai mult.

SSIF BRK Financial Group (BRK) – din nou crestere mari de venituri si profit in stagnare

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evolutie T4	2021	2020	Evolutie anuala
Comisioane intermediere	3.341.406	1.625.315	105,59%	10.778.426	6.399.427	68,43%
Venituri corporate	1.152.545	642.148	79,48%	8.424.707	1.041.523	708,88%
Alte venituri intermediere	586.371	205.656	185,12%	1.314.236	864.276	52,06%
Total venituri din activitatea de intermediere	5.080.320	2.473.120	105,42%	20.517.368	8.305.226	147,04%
Venituri din activitatea de market making	1.891.338	1.608.099	17,61%	7.230.954	3.947.487	83,18%
Alte venituri din activitatea de baza	6.648	3.717	78,85%	34.610	44.680	-22,54%
Cheltuieli cu personalul	-1.940.085	-1.230.508	57,67%	-6.705.252	-4.098.965	63,58%
Comisioane piata si intermediari	-1.169.074	-744.339	57,06%	-5.603.276	-2.550.132	119,72%
Cheltuieli privind prestatiile externe	-826.006	-476.186	73,46%	-3.296.815	-2.236.385	47,42%
Cheltuieli cu colaboratorii	-76.028	-138.668	-45,17%	-585.097	-526.979	11,03%
Alte cheltuieli din activitatea de baza	-1.505.707	-211.065	613,39%	-2.505.950	-837.194	199,33%
Ajustari de valoare active	-307.308	-235.829	30,31%	-1.140.403	-917.313	24,32%
Rezultat din activitatea de baza	1.154.097	1.048.342	10,09%	7.946.139	1.130.425	602,93%
Rezultat net din instrumente financiare	487.617	716.487	-31,94%	4.920.787	-2.618.570	-287,92%
Rezultat din active financiare evaluate prin profit si pierdere	3.159.165	2.752.511	14,77%	11.418.981	-243.874	-4782,33%
Provizioane active financiare imobilizate	-600.000	-300.000	100,00%	-800.000	3.146.502	-125,43%
Rezultat din dobanzi si diferente de curs valutar	-136.453	130.660	-204,43%	685.433	383.077	78,93%
Provizioane pentru riscuri si cheltuieli	-136.286	-215.782	-36,84%	-59.368	-161.433	-63,22%
Alte venituri si cheltuieli nete	-29.339	-22.756	28,93%	74.831	242.911	-69,19%
Rezultat operational	3.898.801	4.109.461	-5,13%	24.186.803	1.879.037	1187,19%
Profit brut	3.898.801	4.109.461	-5,13%	24.186.803	1.879.037	1187,19%
Impozit pe profit	0	0	-	-924.431	0	-
Profit net	3.898.801	4.109.461	-5,13%	23.262.372	1.879.037	1137,99%

La fel ca si in T3, veniturile BRK Financial Group au crescut abrupt, fara ca acest lucru sa se reflecte in profitul net. Dimpotriva, in ultimele trei luni ale anului profitul a scazut usor fata de perioada similara a lui 2020, nemaifiind ajutat nici de efectul de baza fata de anul anterior, asa cum s-a intamplat in primele noua luni.

Indicator	2021	2020	Diferenta
ROE	25,38%	2,74%	22,64%
ROA	9,35%	0,96%	8,38%
Marja neta	83,73%	15,28%	68,45%
P/E	3,73		
P/BV	0,95		
P/S	3,12		

Veniturile totale din activitatea de intermediere au crescut din nou cu mai mult de 100%, mai exact cu 105,42% la nivel trimestrial, de la 2,47 mil. RON in T4 2020 la 5,08 mil. RON in T4 2021. Cea mai mare parte din aceasta crestere a venit de la comisioanele de intermediere, 1,72 mil. RON, de la 1,63 mil. RON la 3,34 mil. RON. Veniturile corporate, care au asigurat cea mai mare parte a cresterii in primele noua luni ale anului, atunci cand au fost intermediare IPO-urile ONE si TTS, plus un numar mare de listari si plasamente private pentru piata AeRO, au avut de data aceasta o evolutie mai modesta, cu un plus de 79,48% in termeni relativi si 510 mii RON in termeni absoluti. La nivelul intregului an, veniturile corporate au ajuns aproape de cele din comisioane de intermediere, dupa ce in 2020 erau de peste 6 ori mai mici. Volatilitatea acestora este, insa, considerabil mai mare decat a comisioanelor de tranzactionare, iar mentinerea la nivelul din 2021 va depinde de gasirea unor noi emitenti care sa se listeze.

Veniturile din market making au avut la randul lor o crestere mult mai mica decat in restul anului, cu 17,61%, fata de 128,25% in primele noua luni. Motivul este efectul de baza din primele noua luni, cresterea mai consistenta a acestei categorii de venituri incepand din T4 2020. Atunci au fost inregistrate venituri de 1,61 mil. RON, aproape 70% din veniturile din primele noua luni ale lui 2020.

Daca in T3 cheltuielile au crescut intr-un ritm asemanator cu cel al veniturilor, de data aceasta majoritatea au avut cresteri procentuale mai mici. A fost, insa, de ajuns o crestere foarte mare a pozitiei „Alte cheltuieli din activitatea de baza”, cu 1,29 mil. RON (+613,39%) pentru ca profitul din activitatea de baza sa ramana aproape neschimbat la nivel trimestrial, 1,15 mil. RON fata de 1,05 mil. RON (+10,09%). Nu exista detalii legate de componenta acestei categorii de cheltuieli.

Rezultatul din activitatea de investitii, cel care a adus cea mai mare parte a cresterii de profit din primele noua luni, a fost de data aceasta in scadere, de la 3,06 mil. RON in T4 2020 la 2,74 mil. RON in T4 2021. Chiar si asa, ramane un rezultat pozitiv si continua sa acopere cea mai mare parte din profitul net trimestrial. Profit net care a scazut si el usor, cu 5,13%, de la 4,11 mil. RON la 3,9 mil. RON, tocmai din cauza evolutiei nefavorabile a rezultatului din activitatea de investitii.

Multiplul P/E inregistrat de actiunea BRK ramane unul dintre cei mai mici de la BVB, mai mic de 4, insa in profitul cu care el este calculat au o pondere importanta veniturile nerecurente din afara activitatii de baza. Daca luam in calcul doar rezultatul din activitatea de baza, P/E creste pana aproape de 11. Ramane de vazut daca veniturile din investitii vor mai putea fi pastrate si in 2022, dupa ce ultimele zile au adus scaderi mari ale cotationilor, iar viitorul apropiat este plin de incertitudini.

Bittnet Systems (BNET) – creștere mare a profitului, exclusiv din investițiile financiare

Indicator (RON)	T4 2021	T4 2020	Evoluție T4	2021	2020	Evoluție anuală
Venituri din contractele cu clientii	30.643.933	31.674.299	-3,25%	112.590.990	109.191.760	3,11%
Costul vanzarilor	-24.030.968	-25.089.339	-4,22%	-88.112.151	-87.725.366	0,44%
Marja bruta	6.612.965	6.584.960	0,43%	24.478.839	21.466.394	14,03%
Alte venituri	605.683	29.349	1963,73%	4.071.104	451.828	801,03%
Cheltuieli vanzare	-2.995.293	-2.323.012	28,94%	-9.534.117	-7.508.988	26,97%
Cheltuieli generale si administrative	-3.395.676	-2.132.212	59,26%	-12.737.327	-10.053.352	26,70%
Rezultat operational	827.679	2.159.085	-61,67%	6.278.499	4.355.882	44,14%
Castig titluri puse in echivalenta	119.797	130.795	-8,41%	775.706	-171.521	-552,25%
Venituri din dobanzi	5.229.590	1.181.899	342,47%	12.370.759	1.319.470	837,56%
Cheltuieli financiare	-777.549	-1.077.271	-27,82%	-3.255.940	-4.019.587	-19,00%
Rezultat financiar net	4.571.838	235.423	1841,97%	9.890.525	-2.871.637	-444,42%
Profit brut	5.399.517	2.394.508	125,50%	16.169.024	1.484.245	989,38%
Impozit pe profit	-724.216	-411.244	76,10%	-1.744.544	-459.211	279,90%
Profit net	4.675.300	1.983.264	135,74%	14.424.480	1.025.034	1307,22%

Bittnet a încheiat anul cu un nou trimestru foarte bun, având profit net în creștere cu 135,74% față de T4 2020, de la 1,98 mil. RON la 4,67 mil. RON. Dacă în T3 profitul a fost influențat în proporții apropiate de rezultatul operational și de cel financiar, de data aceasta creșterea profitului net a venit exclusiv de la rezultatul financiar.

Indicator	2021	2020	Diferența
ROE	26,11%	3,71%	22,40%
ROA	10,77%	1,00%	9,77%
Marja neta	12,81%	0,94%	11,87%
P/E	10,80		
P/BV	2,81		
P/S	1,31		

Veniturile din activitatea de baza au scăzut ușor, cu 3,25%, de la 31,67 mil. RON la 30,64 mil. RON după ce în primele nouă luni crescuseră cu 5,71%. Spre deosebire de alți emitenți, Bittnet nu a fost afectată de creșterea pretului materiilor prime, costul vanzarilor fiind la rândul său în scădere, -4,22%. Marja brută a urcat ușor în aceste condiții, de la 6,58 mil. RON la 6,61 mil. RON (+0,43%). Pe întregul an creșterea marjei brute a fost mai mare, de 14,03%, fiind influențată de creșterea mai mică a costului vanzarilor comparativ cu cea a veniturilor.

Dacă în privința costului direct al vanzarilor nu s-a manifestat efectul inflației, cheltuielile de vanzare și cele generale și administrative au avut creșteri destul de mari, cu 28,94% (+672 mii RON), respectiv 59,26% (+1,26 mil. RON). Combinat cu creșterea foarte mică a marjei brute, acest lucru a dus la scăderea considerabilă a profitului operational, de la 2,16 mil. RON la 828 mii RON (-61,67%).

Salvarea a venit de la veniturile financiare de 5,23 mil. RON, în creștere cu 342,47% de la 1,18 mil. RON în T4 2020, obținute de pe urma investițiilor bursiere. Din rezultatele preliminare nu reiese cât din aceste venituri vine din marcarea la piață și cât din vânzarea detinerilor. Chiar dacă vorbim despre profituri marcate efectiv prin vânzarea acțiunilor, ele sunt unele nerecurente și nu spun nimic despre afacerea în sine și despre potentialul ei de a genera profit în viitor. Neavând o detaliere a veniturilor și cheltuielilor pe segmente de activitate nu putem spune mai mult despre activitatea de baza a grupului sau despre motivele pentru care profitul operational a scăzut în T4.

Per total, in 2021 profitul net a crescut de 14 ori fata de anul anterior, de la 1,03 mil. RON la 14,42 mil. RON, contributia veniturilor financiare fiind de 11,05 mil. RON, iar cea a rezultatului operational de doar 1,92 mil. RON. Multiplii de piata au ajuns in zona altor emitenti din domeniile clasice reprezentate la BVB, insa ei includ, la fel ca si la BRK, o contributie semnificativa a rezultatului nerecurrent. Iar daca intr-un business clasic trecutul ofera indicii asupra viitorului, in domeniul investitiilor financiare acest lucru nu e valabil.

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 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

Politică SSIF Prime Transaction SA privind recomandările pentru investiții în 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