



## Cele mai importante companii de crestere de la BVB

(+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

### Cele mai importante companii de crestere de la BVB

#### Sumar:

- Desi suntem pe o piata orientata in principal catre dividende, exista si emitenti pe care ii putem incadra in categoria companiilor de crestere, pentru care incepe sa existe public tinta si in Romania.
- Cel mai important element dupa care putem filtra companiile de crestere este evolutia veniturilor, atat din punct de vedere al ritmului, cat si din punct de vedere al stabilitatii acesteia. In afara de ea, de obicei regasim si cateva particularitati care tin de indatorare, politica de dividende, marje de profit si multipli de piata.
- Majoritatea emitentilor din categoria „growth” provin din randul celor listati relativ recent, dupa decembrie 2016, atunci cand MedLife a redeschis seria IPO-urilor mari intrerupta de Electrica in 2014. Exista cateva surprize printre emitentii mai vechi, dar nu toate ofera o lichiditate suficient de mare incat sa atraga investitorii.
- Gradul de indatorare este corelat intr-o masura mare cu media anuala a cresterilor si cu procentul anilor de crestere, numarul emitentilor care au reusit sa se dezvolte accelerat fara datorii financiare fiind foarte mic.
- Piata nu percepe companiile de crestere la fel ca pietele internationale, multiplii nefiind mult mai mari decat la alti emitenti. Exista cateva exceptii, dar nu toate au legatura cu dinamica mai mare a veniturilor.
- In general companiile cu cresteri mari au dat dividende mai mici decat media. Exista si cateva exceptii, normale pe o piata atat de preocupata de acest lucru, si chiar o companie care ar putea fi incadrata in ambele categorii.
- Marjele de profit au avut in cele mai multe cazuri de suferit ca urmare a orientarii catre crestere, insa acest lucru este influentat si de domeniul de activitate si de contextul economic.

Bursa de Valori Bucuresti se remarca in mod normal prin actiunile de dividend, piata de capital locala ajungand chiar in topurile internationale din acest punct de vedere. Totusi, numarul mare de emitenti si afluenta de companii mici listate in ultimii ani face ca si in zona de actiuni de crestere sa apara un potential care merita studiat. Ideea ca numarul emitentilor de la BVB este mare poate parea ciudata, insa lucrurile chiar asa stau. Avem un numar mare de emitenti comparativ cu pietele cu capitalizare si lichiditate apropiate, insa potentialul lor de a genera tranzactii bursiere este unul mult mai limitat decat in alte parti, din motive care merita analizate separat.

In acest material am incercat sa identificam principalii emitenti care pot fi considerati „companii de crestere” dintre cei listati pe piata principala a Bursei de Valori Bucuresti. Desi ne-am fi dorit, deocamdata nu putem include si emitentii de pe piata AeRO, din cauza perioadei prea scurte care a trecut de la listare in marea majoritate a cazurilor. Nu vrem sa facem si noi greseala de a trage concluzii pe baza unor tabele in care ni se promit cresteri procentuale de doua sau trei cifre pe an in viitor, iar datele istorice din care am putea sa tragem concluzii mai bine argumentate sunt momentan prea putine.

Caracteristica principala a emitentilor de crestere este, desigur, cresterea constanta si intr-un ritm ridicat a veniturilor, inasa pe langa ea se contureaza de obicei si alte cateva particularitati. Orientarea catre acest obiectiv face ca profitul sa fie de multe ori sacrificat (dar nu intotdeauna), iar atunci cand este obtinut, sa fie reinvestit in dezvoltarea afacerii, in loc sa fie distribuit sub forma de dividende. De asemenea, nevoia de resurse pentru a sustine ritmul de crestere face ca indatorarea financiara sa fie in general mai mare. Din perspectiva pietei de capital, companiile de crestere au in general multipli mai mari, mai ales cei care se raporteaza la profit, investitorii fiind dispusi sa plateasca o prima in prezent cu asteptarea de a obtine rezultate superioare in viitor. Prin urmare, ne-am axat in principal pe indicatorii din care ar putea sa rezulte una sau mai multe dintre particularitatile de mai sus.

### Cele mai mari cresteri medii anuale ale veniturilor pentru emitentii cu cresteri in cel putin 75% din ani

Emitent	An inceput	Venituri an inceput (mil. RON)	Venituri 2022 TTM (mil. RON)	Crestere totala 10 ani	Crestere medie anuala 10 ani	Crestere totala 5 ani	Crestere medie anuala 5 ani	Deviatie standard 10 ani	Procent ani cu crestere
BNET	2014	8,18	141,62	1631,34%	<b>42,82%</b>	227,00%	<b>26,74%</b>	72,95%	100,00%
ONE	2018	244,26	842,80	245,05%	<b>36,29%</b>	245,05%	<b>36,29%</b>	85,43%	75,00%
PPL	2012	23,06	187,71	714,15%	<b>29,97%</b>	353,17%	<b>35,29%</b>	29,38%	90,00%
WINE	2014	59,64	281,47	371,91%	<b>21,40%</b>	97,86%	<b>14,62%</b>	14,13%	100,00%
SFG	2014	261,78	1.228,99	369,47%	<b>21,33%</b>	114,42%	<b>16,48%</b>	20,81%	87,50%
M	2013	305,78	1.714,92	460,83%	<b>21,12%</b>	175,17%	<b>22,44%</b>	7,70%	100,00%
CEON	2012	33,20	220,81	565,10%	<b>20,86%</b>	138,33%	<b>18,97%</b>	16,75%	90,00%
TBK	2013	32,39	125,49	287,47%	<b>16,24%</b>	132,80%	<b>18,41%</b>	15,69%	88,89%
TBM	2012	48,24	144,91	200,37%	<b>14,74%</b>	43,81%	<b>7,54%</b>	21,34%	90,00%
TTS	2018	475,19	812,17	70,92%	<b>14,34%</b>	70,92%	<b>14,34%</b>	16,89%	75,00%
TLV	2012	1.587,34	5.743,60	261,84%	<b>13,72%</b>	98,70%	<b>14,72%</b>	14,17%	80,00%
VNC	2012	180,28	594,41	229,71%	<b>12,67%</b>	82,90%	<b>12,84%</b>	14,63%	90,00%
DIGI	2014	2.965,39	7.222,20	143,55%	<b>11,77%</b>	69,10%	<b>11,08%</b>	4,73%	100,00%
SCD	2012	241,74	717,52	196,82%	<b>11,49%</b>	56,93%	<b>9,43%</b>	12,43%	80,00%
BIO	2012	104,94	269,08	156,41%	<b>9,87%</b>	58,07%	<b>9,59%</b>	3,88%	100,00%
AQ	2018	1.439,78	2.093,88	45,43%	<b>9,82%</b>	45,43%	<b>9,82%</b>	7,12%	100,00%

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB, calcule Prime Transaction

In tabelul de mai sus am ordonat emitentii cu cele mai mari cresteri medii anuale ale veniturilor pe ultimii 10 ani (sau mai putin, acolo unde nu am avut date financiare pentru toata perioada), fiind inasa luati in calcul doar cei care au avut cresteri ale veniturilor in cel putin 75% din acesti ani. Procentul anilor cu crestere este un indicator esential pentru a face diferenta

intre companiile orientate cu adevarat catre crestere si cele pentru care un context favorabil a dus la o crestere foarte mare a veniturilor in ultimul an, asa cum e cazul celor din sectoarele energetic si de utilitati.

Veniturile TTM (trailing twelve months – pe ultimele 12 luni) pentru 2022 sunt in cele mai multe cazuri cele la noua luni, cu exceptia TRP si SNP, care au raportat deja rezultatele preliminare pentru intregul an. Cresterile medii anuale sunt calculate atat pentru ultimii 10 ani, cat si pentru ultimii 5, pentru a avea o imagine mai relevanta in legatura cu evolutia veniturilor. Pentru majoritatea emitentilor observam ca mediile pentru cele doua perioade sunt destul de apropiate, insa exista si situatii in care cresterea a accelerat sau, dimpotriva, a incetinit in perioada mai recenta.

- Primul emitent din tabel, **Bittnet Systems (BNET)**, este unul care are in mod explicit o strategie de crestere accelerata, cu mai multe achizitii de companii realizate in ultimii ani. Mai mult, pe langa strategia de crestere accelerata, compania activeaza si in domeniul care este practic sinonim la nivel international cu ideea de companii de crestere, cel de IT. Cresterea medie anuala este una foarte mare, insa si nivelul de la care a pornit cifra de afaceri a companiei este de departe cel mai mic dintre toti emitentii din tabel: 8,18 mil. RON, urmatorul fiind la 23,06 mil. RON, de aproape trei ori mai mare. Din ceilalti indicatori se pot observa doua detalii importante in legatura cu evolutia veniturilor. In primul rand, deviatia standard, care masoara volatilitatea rezultatelor, este mult peste nivelul obisnuit, la 72,95%, asadar vorbim despre o evolutie inconstanta, cu cresteri cand foarte mari, cand mai mici. O parte a explicatiei vine din faptul ca pana in 2018 rezultatele au fost raportate individual, iar din acel an consolidat, existand o crestere brusca din cauza acestui lucru. In 2017 a fost realizata prima achizitie importanta, cea a GECAD NET, fiind practic dublata dimensiunea afacerii intr-un timp foarte scurt. In al doilea rand, cresterea medie anuala a incetinit in ultimii 5 ani comparativ cu „cincinalul” anterior, partial tot din cauza efectului de baza fata de perioada in care businessul a crescut brusc prin achizitia GECAD NET. Un alt lucru pe care il putem observa este ca in toti cei 8 ani luati in calcul veniturile Bittnet au crescut, o situatie pe care o mai regasim la un numar foarte mic de emitenti.
- **One United Properties (ONE)** are in comun cu Bittnet rata mare de crestere a veniturilor si volatilitatea mare, insa perioada la care ne raportam e mult mai mica, de doar 4 ani. Pentru dezvoltatorul imobiliar nu am luat in calcul veniturile din castiguri imobiliare, cele care au avut un impact semnificativ in venituri si profit in ultimii ani, considerand ca acestea nu sunt relevante pentru a concluziona daca vorbim despre o companie de crestere sau nu. La fel am procedat si pentru celalalt dezvoltator imobiliar listat la BVB, Impact Developer and Contractor (IMP). Domeniul imobiliar nu este de obicei predispus la a genera companii de crestere, dezvoltarile avand o ciclicitate care face dificila pastrarea trendului de crestere in fiecare an, insa daca tinem cont de numarul mare de terenuri virane din Bucuresti, inclusiv in zone centrale sau semicentrale, exista potential de crestere pentru cel putin 10 ani de acum inainte.
- **Promateris (PPL)**, fostul Prodplast, si **Cemacon (CEON)** sunt doua aparitii surprinzatoare in acest tabel, nefiind printre emitentii aflati in prim-plan la bursa. Ambele au cresteri mari si constante ale veniturilor, cu cresteri in 90% din ultimii 10 ani si cu o diferenta destul de mica intre media pe 5 ani si cea pe 10 ani. Cele doua mai au si alte doua lucruri in comun. In primul rand, implicarea Paval Holding, in primul caz in calitate de actionar minoritar, iar in al doilea ca actionar majoritar. In al doilea rand, un free float extrem de mic, care face ca orice investitor interesat sa beneficieze de trendul de crestere a afacerii sa se gandeasca de doua ori inainte de a cumpara actiuni, pentru a nu ramane blocat ulterior.
- **Purcari Wineries (WINE)**, **Sphera Franchise Group (SFG)** si **MedLife (M)** s-au listat in aceeasi perioada, facand parte dintr-o „sarja” de emitenti inceputa la finalul anului 2016, o data cu listarea operatorului de servicii medicale private. Cele trei companii au medii de crestere anuala foarte apropiate pentru perioada pentru care avem date disponibile (9 ani pentru MedLife si 8 ani pentru celelalte doua), intre 21% si 21,5%. MedLife si Purcari Wineries au avut cresteri de venit in fiecare an, in timp ce Sphera Franchise Group a avut o sincopa in 2020, cauzata de pandemia COVID. Toate trei au strategii asumate de crestere, insa modul in care sunt puse in aplicare difera. Daca MedLife se

bazeaza pe achizitia de companii mai mici si indatorare financiara crescuta, Purcari si Sphera sunt orientate mai mult pe crestere organica, ambele gasind resurse si pentru plata regulata de dividende.

- **Transilvania Broker de Asigurare (TBK)** este un emitent cu adevarat neobisnuit intr-un material despre companii de crestere, el fiind si in topul celor mai mari si constante distributii de dividende. Totusi, in ciuda distributiilor constante de dividende, a reusit sa obtina o rata de crestere a veniturilor foarte buna atat pe ultimii 5 ani cat si pe ultimii 10, cu un singur an de scadere si cu o volatilitate destul de mica a ratelor de crestere. E greu de spus, insa, daca se va mentine pe aceeasi directie si in anii urmatiori, neavand un plan asumat in acest sens. E posibil ca, in cazul in care va fi de ales intre dividende si cresterea cifrei de afaceri, sa fie alese primele.
- **Transport Trade Services (TTS) si Aquila Part Prod Com (AQ)** fac parte din grupul de emitenti listati in aceeasi perioada ca si ONE, insa au avut rate de crestere a veniturilor mai mici decat dezvoltatorul imobiliar in scurta perioada pentru care avem date disponibile. TTS a fost ajutata si de redirectionarea unei parti a traficului de marfuri dupa inceputul razboiului din Ucraina, ritmul de crestere fiind in mod normal mai mic, in timp ce AQ, desi a avut crestere in fiecare an, nu este (cel putin deocamdata) chiar la un nivel care sa o califice la categoria actiunilor de crestere.
- **Banca Transilvania (TLV)** este singura banca din tabel, ramanand interesata de acumularea de cota de piata si dupa ce a ajuns lider de piata in Romania. Veniturile luate in calcul in cazul bancilor au fost cele nete din dobanzi si cele nete din comisioane. Din pacate pentru TLV, potentialul de extindere pe piata locala s-a micorat considerabil, iar pentru pietele externe nu par sa existe deocamdata intentii. Chiar si asa, pe partea de venituri putem vedea in continuare cresteri determinate de dobanzile mai mari, fara sa fie insotite neaparat si de o crestere a activelor.
- **Turbomecanica (TBM), Vrancart (VNC), Zentiva (SCD) si Biofarm (BIO)** sunt printre reprezentantii „garzii vechi” de la BVB, avand cresteri constante ale veniturilor, insa nu neaparat intr-un ritm spectaculos. Turbomecanica, pentru care media cresterilor pe ultimii 10 ani este cea mai mare, a incetinit serios ritmul in ultimii 5 ani, in timp ce la celelalte trei ratele de crestere sunt asemanatoare pe ambele intervale. Nu putem vorbi neaparat de niste actiuni de crestere, ci mai degraba de niste companii care reusesc sa mentina o pozitie solida pe piata, insa si acest lucru poate cantari mult atunci cand alti emitenti comparabili au o volatilitate mare a rezultatelor.
- **Digi Communications (DIGI)** este mult mai jos decat ne-am asteptat sa fie atunci cand ne uitam la gradul urias de indatorare. Datoriile nu i-au adus decat o crestere modesta a veniturilor in ultimii 8 ani, chiar daca volatilitatea acestei cresteri este cea mai mica din tabel, iar procentul anilor cu crestere este 100%. Piata foarte competitiva pe care activeaza face ca o schimbare a situatiei sa fie dificila, o eventuala crestere a tarifelor pentru a beneficia de numarul mare de clienti atrasi intre timp putandu-i goni pe acestia catre concurenta. Putem vorbi despre DIGI ca despre o „companie de crestere mica”, adepta, voit sau nu, a principiului cresterilor mici si constante.

### Cele mai mari cresteri medii anuale ale veniturilor pentru emitentii cu cresteri in mai putin de 75% din ani

Emitent	An inceput	Venituri an inceput (mil. RON)	Venituri 2022 TTM (mil. RON)	Crestere totala 10 ani	Crestere medie anuala 10 ani	Crestere totala 5 ani	Crestere medie anuala 5 ani	Deviatie standard 10 ani	Procent ani cu crestere
RRC	2012	3.843,48	22.957,85	497,32%	<b>25,03%</b>	82,21%	<b>12,75%</b>	123,73%	60,00%
IMP	2013	22,00	184,33	737,71%	<b>23,68%</b>	65,01%	<b>10,54%</b>	84,19%	60,00%
BRK	2014	2,98	23,01	671,43%	<b>22,67%</b>	402,03%	<b>38,08%</b>	61,59%	60,00%
IARV	2015	41,62	320,58	670,27%	<b>22,65%</b>	66,34%	<b>10,71%</b>	59,63%	70,00%
SNN	2016	1.652,45	5.837,72	253,28%	<b>13,45%</b>	207,69%	<b>25,20%</b>	27,44%	70,00%
SNG	2017	3.842,98	13.168,95	242,68%	<b>13,11%</b>	187,21%	<b>23,49%</b>	42,62%	70,00%
AAG	2018	18,91	50,22	165,59%	<b>11,46%</b>	100,62%	<b>14,94%</b>	27,75%	55,56%
TEL	2019	1.650,97	4.535,33	174,71%	<b>10,63%</b>	165,94%	<b>21,61%</b>	47,03%	60,00%

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB, calcule Prime Transaction

Pentru a nu-i scoate complet din calcul pe emitentii cu cresteri conjuncturale, am facut si un tabel cu cele mai mari cresteri medii anuale in cazul in care procentul anilor cu crestere este mai mic de 75%. Iese in evidenta faptul ca valorile pentru deviatia standard sunt considerabil mai mari decat in primul tabel, media acestora fiind de 22,38% in primul caz si de 59,25% aici. De asemenea, diferentele intre cresterea medie anuala pe 10 ani si cea pe 5 ani sunt in cele mai multe cazuri unele destul de mari. Ambele sunt semne ale unei volatilitati crescute a rezultatelor, care este la randul sau un semn ca nu avem de a face cu o strategie propriu-zisa de crestere.

Principala categorie reprezentata aici este cea a emitentilor pentru care cresterea veniturilor a venit in principal in perioada recenta, ca urmare a cresterii preturilor din energie. Este cazul Rompetrol Rafinare (RRC), Nuclearelectrica (SNN), Romgaz (SNG) si Transelectrica (TEL), in ultimul caz fiind de fapt niste venituri suplimentare stabilite printr-o reglementare ANRE dar neincasate inca de companie.

Dintre ceilalti emitenti, Impact Developer and Contractor (IMP) si BRK Financial Group (BRK) vin de la un nivel foarte mic in urma cu 10 ani, atunci cand erau inca afectate de efectele crizei din 2008, in timp ce IAR Brasov (IARV) are in general o volatilitate mare a rezultatelor, acestea fiind dependente de contractele pe care reuseste sa obtina.

Dintre toate companiile din tabel, singura care ar putea avea potential de a deveni cu adevarat o companie de crestere este Impact, care poate beneficia de aceleasi avantaje ca si One United Properties, inasa ea are dezavantajul de a se concentra pe proiecte de mari dimensiuni, care aduc in mod natural o ciclicitate mai mare decat cladirile individuale ale ONE.

### Emitentii cu cel mai stabil ritm de crestere

Compania de crestere ideala nu are doar un ritm de crestere ridicat al veniturilor, ci si unul constant. Acest lucru aduce predictibilitate si convinge investitorii ca e vorba despre o directie abordata in mod constient de conducerea companiei si nu de rezultatul actiunii unor factori externi.

In tabelul alaturat sunt emitentii cu cea mai mica deviatie standard a evolutiei veniturilor, patru dintre ei avand valori sub 10%. Toti cei patru emitenti au si un procent de 100% al anilor cu crestere. Desi au cresteri constante, primii trei nu au si un ritm de crestere atat de mare, fiind in jurul pragului de 10%. MedLife este primul care indeplineste ambele criterii, avand cresteri de venit atat mari, cat si constante.

Urmatorul care se incadreaza in aceasta categorie este Purcari Wineries (WINE), cu o crestere medie asemanatoare cu cea a MedLife si o deviatie standard mai mare, inasa nu cu mult. Majoritatea celorlalti emitenti din tabel au avut ritmuri de crestere mici sau medii.

Emitent	Crestere medie anuala 10 ani	Crestere medie anuala 5 ani	Deviatie standard	Procent ani cu crestere
BIO	9,87%	9,59%	3,88%	100,00%
DIGI	11,77%	11,08%	4,73%	100,00%
AQ	9,82%	9,82%	7,12%	100,00%
M	21,12%	22,44%	7,70%	100,00%
SCD	11,49%	9,43%	12,43%	80,00%
OIL	9,06%	11,03%	12,76%	60,00%
WINE	21,40%	14,62%	14,13%	100,00%
TLV	13,72%	14,72%	14,17%	80,00%
ARS	8,52%	4,86%	14,50%	80,00%
RMAH	8,17%	8,30%	14,50%	60,00%
VNC	12,67%	12,84%	14,63%	90,00%
TBK	16,24%	18,41%	15,69%	88,89%

Emitent	Crestere medie anuala 10 ani	Crestere medie anuala 5 ani	Deviatie standard	Numar ani cu crestere	Procent ani cu crestere
BNET	42,82%	26,74%	72,95%	8	100,00%
PPL	29,97%	35,29%	29,38%	9	90,00%
WINE	21,40%	14,62%	14,13%	8	100,00%
M	21,12%	22,44%	7,70%	9	100,00%
CEON	20,86%	18,97%	16,75%	9	90,00%
TBM	14,74%	7,54%	21,34%	9	90,00%
VNC	12,67%	12,84%	14,63%	9	90,00%
DIGI	11,77%	11,08%	4,73%	8	100,00%
BIO	9,87%	9,59%	3,88%	10	100,00%
AQ	9,82%	9,82%	7,12%	4	100,00%
ATB	4,72%	7,43%	11,04%	9	90,00%

Un al doilea indicator care arata o crestere constanta este procentul anilor cu crestere din perioada analizata. In al doilea tabel au fost inclusi emitentii cu cresteri de venit in cel putin 90% din ani. Ei apar si in primul tabel, asa ca nu sunt multe lucruri de spus in plus.

### Emitentii cu cel mai mare grad de indatorare

In cele mai multe cazuri, mentinerea unui ritm sustinut de crestere a veniturilor necesita resurse pe care companiile sunt nevoite sa le imprumute, asa ca gradul de indatorare este de obicei corelat cu ratele de crestere.

Putem observa din tabelul alaturat ca 5 din primii 6 emitenti cu cele mai mari rate de indatorare au avut cresteri ale veniturilor in toti anii din perioada analizata, iar in 3 dintre aceste cazuri au avut si rate medii de creste de peste 20% pe an.

Indicatorul cu care am ales sa masuram gradul de indatorare este cel de levier financiar, Debt-to-Equity, calculat ca raport intre datoriile financiare si capitalul propriu. Acesta ilustreaza cel mai bine structura de finantare a companiei, neluand in calcul elementele operationale. Fiind vorba de o analiza a evolutiei companiilor, in tabel este inclusa mediana indicatorului pentru perioada 2012-2022, si nu nivelul actual.

Primii 4 emitenti din tabel au avut o mediana a indicatorului supraunitara, ceea ce inseamna ca au avut in general datorii financiare mai mari decat capitalul propriu al actionarilor. Al 5-lea emitent a fost la randul sau doar putin sub 100%.

Evolutiile celor cinci au fost, insa, foarte diferite. Daca DIGI, BNET si mai ales AQ s-au sczut indatorarea, M a ramas si la finalul primelor trei trimestre din 2022 in aceeasi zona, cu aproape 275% debt-to-equity, in timp ce la SFG indicatorul a crescut pana la 400%.

In partea de jos am inclus si cei trei emitenti care apar in primul tabel din acest material, dar au datorii financiare mai mici de 10% din capitalul propriu. Faptul ca sunt doar trei intareste concluzia ca e greu de pastrat un ritm de crestere mare pe termen mai lung doar cu resursele actionarilor.

### Multipli de piata ai emitentilor cu cresteri in cel putin 75% din ani

Emitent	Medie debt-to-equity	Mediana debt-to-equity	Crestere medie anuala 10 ani	Procent ani cu crestere
DIGI	618,12%	<b>554,86%</b>	11,77%	100,00%
M	246,41%	<b>265,24%</b>	21,12%	100,00%
AQ	246,74%	<b>243,86%</b>	9,82%	100,00%
BNET	248,92%	<b>227,84%</b>	42,82%	100,00%
SFG	167,02%	<b>96,72%</b>	21,33%	87,50%
WINE	81,01%	<b>73,02%</b>	21,40%	100,00%
TBM	91,66%	<b>71,26%</b>	14,74%	90,00%
VNC	65,42%	<b>70,87%</b>	12,67%	90,00%
TRP	54,12%	<b>55,54%</b>	7,22%	80,00%
CEON	284,85%	<b>47,64%</b>	20,86%	90,00%
ONE	39,27%	<b>40,80%</b>	36,29%	75,00%
IMP	28,28%	<b>33,35%</b>	23,68%	60,00%
RRC	31,93%	<b>30,27%</b>	25,03%	60,00%
AAG	28,52%	<b>27,61%</b>	11,46%	55,56%
ATB	22,73%	<b>21,82%</b>	4,72%	90,00%
BVB	19,17%	<b>20,30%</b>	7,29%	80,00%
TEL	19,77%	<b>18,85%</b>	10,63%	60,00%
TTS	17,33%	<b>14,87%</b>	14,34%	75,00%
SNN	14,61%	<b>14,70%</b>	13,45%	70,00%
PPL	20,31%	<b>10,62%</b>	29,97%	90,00%
TBK	9,58%	<b>3,61%</b>	16,24%	88,89%
BIO	0,09%	<b>0,00%</b>	9,87%	100,00%
SCD	1,09%	<b>0,00%</b>	11,49%	80,00%

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB, calcule Prime Transaction

Emitent	Medie P/E	Mediana P/E	Medie P/S	Mediana P/S	Crestere medie anuala 10 ani	Procent ani cu crestere
BNET	162,05	<b>117,81</b>	2,02	<b>1,61</b>	42,82%	100,00%
M	157,34	<b>49,15</b>	3,40	<b>2,04</b>	21,12%	100,00%

TRP	44,54	<b>43,71</b>	2,11	<b>1,91</b>	7,22%	80,00%
SFG	34,82	<b>34,82</b>	1,05	<b>0,81</b>	21,33%	87,50%
BVB	25,39	<b>26,19</b>	7,18	<b>5,91</b>	7,29%	80,00%
SCD	22,06	<b>17,87</b>	3,26	<b>2,74</b>	11,49%	80,00%
PPL	19,49	<b>17,07</b>	1,54	<b>1,44</b>	29,97%	90,00%
TBK	17,09	<b>16,74</b>	1,21	<b>1,14</b>	16,24%	88,89%
WINE	15,60	<b>16,73</b>	3,57	<b>4,20</b>	21,40%	100,00%
DIGI	29,12	<b>15,32</b>	0,63	<b>0,60</b>	11,77%	100,00%
ARS	13,49	<b>14,50</b>	1,84	<b>2,10</b>	8,52%	80,00%
CEON	18,24	<b>14,34</b>	3,07	<b>2,87</b>	20,86%	90,00%
TTS	12,08	<b>12,08</b>	1,51	<b>1,51</b>	14,34%	75,00%
VNC	12,57	<b>11,67</b>	0,67	<b>0,65</b>	12,67%	90,00%

Sursa: EquityRT, Prime Analyzer, BVB, calcule Prime Transaction

Daca mai sus am vorbit despre particularitatile interne ale companiilor de crestere, in acest tabel abordam lucrurile din perspectiva pietei de capital, care scot in evidenta in mod normal astfel de companii prin multipli mai mari, mai ales in cazul celor raportati la profit. In principiu, orientarea spre crestere accelerata in dauna profitului pe termen scurt va aduce in viitor un profit si mai mare, asa ca evaluarea este una mai generoasa.

In partea de sus a tabelului regasim cativa dintre emitentii despre care am vorbit in tabelele de mai sus, cum ar fi Bittnet, MedLife si Sphera, dar si emitenti care nu s-au remarcat prin cresteri mari ale businessului. Este vorba in primul rand despre Teraplast (TRP), cu un P/E median de peste 40 in perioada 2012-2022, dar o crestere medie anuala de doar 7,22%. Aici trebuie luat in calcul un factor important, si anume vanzarea a circa 50% din business. Daca excludem acest lucru din calcul, cresterea medie anuala pe ultimii 10 ani ar ajunge ceva mai sus de 15%, iar cea pe ultimii 5 ani la peste 30%, facand-o un candidat serios pentru categoria actiunilor de crestere. Totusi, acest lucru face si el parte din ecuatia generala, asa ca nu putem sa-l excludem pur si simplu, iar o companie de crestere este preocupata mai degraba de achizitii decat de vanzarea unor parti ale businessului.

Un alt emitent cu P/E istoric mare si crestere medie anuala destul de mica este Bursa de Valori Bucuresti (BVB), in sa in acest caz vorbim despre un sector de activitate cu multipli mari la nivel international, care in cazul BVB se combina si cu un free float mare si o dispersie la fel de mare a actionariatului.

Per total, am putea concluziona ca investitorii activi pe piata romaneasca de capital nu cred decat foarte putin in ideea de actiune de crestere, dupa cele cateva companii cu multipli istorici mari urmand o lista lunga cu multipli destul de mici dupa standardele obisnuite ale pietelor internationale. Daca ne uitam la restul pietei vedem ca multiplii au fost mai mereu mici dupa criza din 2008, asa ca in termeni relativi putem vorbi despre o mica prima platita pentru a detine actiuni de crestere, chiar daca nu la acelasi nivel ca pe pietele mai mari.

### Evolutia distributiilor de dividende pentru emitentii cu cresteri in cel putin 75% din ani

Emitent	Mediana payout ratio	Medie toti anii payout ratio	Mediana DIVY	Medie toti anii DIVY	Procent ani cu dividend	Crestere medie anuala 10 ani	Procent ani cu crestere
BNET	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	42,82%	100,00%
ONE	13,37%	13,37%	1,20%	1,20%	100,00%	36,29%	75,00%
PPL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	29,97%	90,00%
WINE	49,82%	45,79%	5,67%	4,62%	75,00%	21,40%	100,00%
SFG	56,37%	43,98%	2,69%	3,58%	60,00%	21,33%	87,50%
M	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	21,12%	100,00%
CEON	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	20,86%	90,00%

<b>TBK</b>	80,84%	85,26%	8,62%	10,01%	100,00%	16,24%	88,89%
<b>TBM</b>	60,25%	20,96%	10,28%	3,49%	36,36%	14,74%	90,00%
<b>TTS</b>	26,88%	26,88%	3,32%	3,32%	100,00%	14,34%	75,00%
<b>TLV</b>	39,53%	30,05%	5,64%	3,87%	63,64%	13,72%	80,00%
<b>VNC</b>	53,14%	40,20%	5,81%	4,01%	72,73%	12,67%	90,00%
<b>DIGI</b>	33,51%	64,07%	2,06%	1,90%	100,00%	11,77%	100,00%
<b>SCD</b>	88,15%	47,89%	6,37%	3,80%	54,55%	11,49%	80,00%
<b>BIO</b>	53,99%	47,62%	5,36%	4,71%	90,91%	9,87%	100,00%
<b>AQ</b>	78,38%	78,38%	5,73%	5,73%	100,00%	9,82%	100,00%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

De obicei companiile de crestere nu distribuie dividende, banii fiind necesari pentru a fi reinvestiti si pentru a sustine cresterea datoriilor. Pe o piata cum este cea din Romania, asteptarile de dividend sunt atat de mari incat se extind si la emitentii orientati catre crestere.

Vedem in tabelul de mai sus mai multe cazuri de emitenti care au un procent mare atat pentru anii cu dividend, cat si pentru anii cu crestere a veniturilor. Primul este ONE, care are o politica de dividend bine definita, urmat de WINE si SFG, doi dintre emitentii care se incadreaza cel mai bine in categoria actiunilor de crestere.

Totusi, nu este greu de observat ca per total avem mai degraba o corelatie inversa intre cele doua. Patru dintre emitentii cu cele mai mari cresteri ale veniturilor nu au distribuit deloc dividende intre 2012 si 2022 (BNET, PPL, M si CEON), iar ONE a avut un payout ratio mic. Nici macar emitentii din partea de jos a tabelului, acolo unde s-au strans cei mai multi dintre cei care au platit dividende in fiecare an, nu au avut decat in putine cazuri rate de distributie mari.

In tabel am pus atat mediana pentru anii in care au fost distribuite cat si media pentru toti anii in care emitentii au fost listati, care include si anii fara dividend. Ambele sunt calculate pentru rata de distributie a profitului catre dividende (payout ratio) si pentru randamentul dividendului (DIVY). Rata de distributie este mai relevanta in acest caz, deoarece ea arata cat de mult sunt dispuse companiile sa scoata bani catre actionari, in defavoarea reinvestirii.

### Evolutia marjelor de profit pentru emitentii cu cresteri in cel putin 75% din ani

Emitent	Medie marja operationala	Mediana marja operationala	Deviatie standard	Medie marja neta	Mediana marja neta	Deviatie standard	Crestere medie anuala 10 ani	Procent ani cu crestere
<b>BNET</b>	6,08%	<b>5,58%</b>	4,68%	4,62%	<b>4,07%</b>	5,99%	42,82%	100,00%
<b>ONE</b>	89,28%	<b>85,67%</b>	41,87%	72,63%	<b>71,27%</b>	33,21%	36,29%	75,00%
<b>PPL</b>	1,69%	<b>5,40%</b>	9,49%	6,16%	<b>4,19%</b>	12,95%	29,97%	90,00%
<b>WINE</b>	22,39%	<b>25,11%</b>	8,00%	15,63%	<b>20,36%</b>	13,43%	21,40%	100,00%
<b>SFG</b>	7,27%	<b>6,39%</b>	5,07%	5,68%	<b>5,48%</b>	4,82%	21,33%	87,50%
<b>M</b>	7,11%	<b>6,82%</b>	2,45%	2,63%	<b>2,19%</b>	2,76%	21,12%	100,00%
<b>CEON</b>	17,01%	<b>17,52%</b>	14,77%	8,39%	<b>14,27%</b>	24,57%	20,86%	90,00%
<b>TBK</b>	6,87%	<b>7,44%</b>	1,65%	5,86%	<b>6,34%</b>	1,41%	16,24%	88,89%
<b>TBM</b>	12,67%	<b>16,42%</b>	16,02%	3,50%	<b>8,95%</b>	16,61%	14,74%	90,00%
<b>TTS</b>	12,67%	<b>12,55%</b>	5,20%	10,84%	<b>11,09%</b>	4,32%	14,34%	75,00%
<b>VNC</b>	6,71%	<b>7,06%</b>	4,23%	4,80%	<b>4,75%</b>	4,04%	12,67%	90,00%
<b>DIGI</b>	11,08%	<b>11,38%</b>	2,26%	2,84%	<b>1,74%</b>	2,91%	11,77%	100,00%
<b>SCD</b>	20,74%	<b>16,40%</b>	16,37%	17,79%	<b>13,91%</b>	13,69%	11,49%	80,00%
<b>BIO</b>	24,47%	<b>24,96%</b>	5,09%	22,26%	<b>21,16%</b>	2,91%	9,87%	100,00%
<b>AQ</b>	3,76%	<b>4,48%</b>	1,25%	2,75%	<b>3,18%</b>	1,42%	9,82%	100,00%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction



In ultimul tabel am facut o centralizare a marjelor de profit la care au functionat emitentii analizati, in incercarea de a vedea daca trendul de crestere manifestat pe partea de venituri a fost obtinut sacrificand profitabilitatea, asa cum ar trebui sa se intample in teorie.

Pentru a exprima profitabilitatea am luat in calcul marja operationala si marja neta. In teorie, pentru o companie de crestere ar trebui sa vedem o evolutie diferita a celor doua, cu marja neta avand o evolutie vizibil mai slaba decat cea a marjei operationale, din cauza includerii rezultatului financiar, tras in jos de nevoia crescuta de finantare. Desigur, acest lucru se intampla pentru companiile cu cresteri finantare prin datorii, insa am vazut mai sus ca destui dintre emitentii nostri reusesc sa creasca si fara sa se indatoreze.

Exceptand ONE, care are un rezultat operational foarte mare dat de castigurile din investitii imobiliare, majoritatea celorlalti emitenti din partea de sus a tabelului au avut marje de profit in general mici, insa singurul pentru care exista si o diferenta clara intre marja operationala si cea neta este M. Mai jos mai sunt intr-o situatie asemanatoare TBM, DIGI si, intr-o oarecare masura, VNC.

Dincolo de lipsa unei diferente semnificative intre marja operationala si cea neta, valorile sunt in general unele mici, mai ales pentru primii emitenti, exceptiile fiind, in afara de ONE, WINE si CEON. 5 dintre primii 8 emitenti au avut mediane ale marjei operationale destul de mult sub 10%, in timp ce doar 2 dintre urmasorii 7 au fost sub acest prag. Desigur, marjele sunt influentate si de domeniul de activitate, insa dupa toate aparentele exista un impact dat si de orientarea catre

Departament analiza,

Marius Pandelescu

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

### **Raportul săptămânal**

Ce s-a întâmplat săptămâna aceasta pe bursa, 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...

### **Newsletter Prime Transaction**

Fii conectat cu piața bursieră, primind informații relevante. Dacă dorești să primești știri importante, analize de piață, opinii ale specialiștilor noștri și multe alte resurse pentru a înțelege piața bursieră sau pentru a creiona strategii de investiții [inscrie-te](#) la newsletter-ul nostru



Romania, 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)

**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 avertizeaza clientul asupra riscurilor inerente tranzactiilor cu instrumente financiare, incluzand, fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. 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. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor 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. 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.

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.

Analistul/analistii care au pregatit acest raport si persoanele in legatura cu acesta/acestia, prin prezenta certifica ca:

1. nu au nici un interes financiar in instrumentele financiare care ar include compania/companiile mentionate in prezentul raport.
2. nici o parte a compensatiei analistului/analistilor care au pregatit acest raport nu este sau nu va fi direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice exprimate in acest raport.

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”/”Rapoarte de analiza / informative”. 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.

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



Romania, 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)