



## Raport de analiza emitenti AeRO – partea a 2-a

### Sumar:

- In acest material sunt prezentati urmatoorii 4 emitenti de pe piata AeRO, dupa ce in luna iunie (<https://www.primet.ro/Raport-de-analiza-emitenti-AeRO-%E2%80%93-partea-1-raport-analiza-2823>) au fost prezentati primii 5
- Pentru ca ritmul listarilor este unul foarte alert, am putut include si doi emitenti listati recent, unul dintre ei chiar dupa data realizarii primului material
- Diversitatea emitentilor este mult mai mare decat pe piata principala a BVB. Toti cei 9 emitenti analizati pana acum fac parte din sub-sectoare de activitate diferite
- Pare sa se contureze o tendinta de imbunatatire a aspectului materialelor aferente listarii, dar si o tendinta de marginalizare a rezultatelor financiare in favoarea detaliilor operationale
- Multiplii de piata sunt in continuare peste nivelul emitentilor similari, chiar daca nu mereu e vorba de companii de tip Growth
- Metoda clasica a plasamentului privat urmat de listare ramane preferata de majoritatea emitentilor, alternativele neavand mare succes pana acum
- Randamentele aduse de emitentii de pe AeRO continua sa fie unele ridicate, mai ales raportat la preturile din plasamentele private

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

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

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

\*Indicatorii sunt calculati cu preturile de inchidere din data de 15.07.2021

## Agroserv Mariuta (MILK)

Agroserv Mariuta a fost infiintata in anul 1994 in comuna Mariuta din judetul Calarasi, avand ca obiect de activitate initial cultivarea terenului agricol. Pe parcurs si-a extins activitatea, apoi a trecut si in zona zootehniei si, din 2018, a productiei de lactate. Intre timp sediul a fost mutat in comuna Dragoesti din judetul Ialomita, in momentul de fata activitatea de productie fiind integrata pe verticala si concentrata intr-o zona geografica mica, fapt care ii ofera un avantaj logistic important fata de alti producatori de lactate. E de asteptat ca acest avantaj sa se estompeze cu timpul, daca fabrica va avea succes si va necesita mai multa materie prima decat poate produce ferma zootehnica.

Mai exact, compania are o ferma vegetala, una de vaci de lapte si o fabrica de lactate, ferma vegetala furnizand in principal hrana pentru animalele din ferma zootehnica, care la randul sau furnizeaza laptele pentru fabrica. Ferma vegetala si cea zootehnica vand si catre clienti externi, insa ponderea acestor vanzari este in scadere, pe masura ce vanzarea de produse lactate sub brand propriu, inceputa in anul 2018, se extinde.

Brandul sub care sunt vandute produsele lactate este „Laptaria cu caimac”, positionat ca un brand premium, in zona de pret a produselor bio. Ca element distinctiv, toate produsele, in afara de branzeturi, sunt vandute in ambalaje de sticla, ceea ce imbunatateste prezentarea, dar creste costurile. De altfel, in anul 2020, cel mai mare furnizor al companiei a fost un producator de ambalaje de sticla, un lucru neobisnuit, inasa explicabil si prin faptul ca materiile prime sunt produse integral in-house. Brandul este prezent in circa 2000 de magazine, printre care si cateva dintre cele mai mari retele de hipermarketuri din Romania. In 2020, 6 dintre primii 10 clienti ai companiei erau lanturi internationale de magazine. Este, de altfel, unul

Actionar	Numar actiuni	Procent
Cocan Madalina Oana	1.274.000	73,60%
Serban Nicusor	13.000	0,75%
Cocan Adrian	13.000	0,75%
Persoane fizice	376.399	21,74%
Persoane juridice	54.621	3,16%
<b>Free float total</b>	<b>431.020</b>	<b>24,90%</b>

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni	24,9%
Data incheiere plasament privat	26.04.2021
Data listare	21.05.2021
Pret curent	60,00 RON/actiune
Pret plasament privat	45,00 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	63,00 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	33,33%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	-4,76%

Sursa: BVB

dintre putinii emitenti listati recent pe AeRO care au cu adevarat acoperire nationala, dintre cei pentru care acest lucru este relevant. Luand in calcul veniturile din 2020 si dimensiunea pietei lactatelor estimata in memorandumul de listare rezulta o cota de piata de circa 1%, insa daca ajustam cifrele pentru a exclude vanzarile de produse vegetale ajungem putin mai jos de acest nivel.

Ca tip de business, Agroserv Mariuta este o afacere de familie, fiind infiintata de unul dintre actionarii minoritari din prezent, Serban Nicusor. In momentul de fata actionarul majoritar este fiica acestuia, Madalina Cocan, care este in acelasi timp si director de marketing. Sotul sau, Adrian Cocan, este director general, avand la randul sau un background in domeniul marketingului. Faptul ca in actionariat si conducerea executiva sunt doi oameni care au activat in marketing este, probabil, si explicatia pentru care compania are un brand bine definit, aceasta fiind, din nou, o situatie mai rar intalnita printre companiile listate pe AeRO.

Prin natura domeniului in care activeaza, compania si-a finantat dezvoltarea intr-o masura semnificativa prin intermediul fondurilor europene. Atat cumpararea primelor vaci de lapte, cat si constructia fabricii de lactate au fost realizate prin intermediul unor proiecte cu finantare nerambursabila. Bani nerambursabili sunt oricand bineveniti pentru o companie, insa din punctul de vedere al unui investitor ei vin cu doua neajunsuri. In primul rand, ca principiu general, fondurile europene sunt acordate doar pentru proiectele care nu ar fi viabile economic cu finantare clasica. Prin urmare, pentru a fi eligibile sunt de obicei incluse costuri directe sau indirecte care nu ar fi asumate altfel, iar asta scade potentialul final de profit. In al doilea rand, optimizarea afacerii pentru obtinerea de finantari nerambursabile o poate face sa nu se descurce la fel de bine in mediul concurential, acolo unde se pot obtine profiturile cele mai consistente.

#### Plusuri si minusuri emitent

##### Avantaje (+)

- Brand bine definit
- Afacere matura, cu un istoric indelungat
- Toata activitatea intr-o zona geografica mica
- Posibila tinta de preluare
- Business scalabil, potential mare de crestere
- Control deplin asupra materiilor prime, dat de integrarea pe verticala

##### Dezavantaje (-)

- Domeniu competitiv, cu concurenti foarte puternici
- Marje mici de profit
- Indatorare financiara foarte mare
- Lipsa rezultatelor la T1, informatii financiare putine si in memorandumul de listare
- Limitari date de proiectele finantate din fonduri UE

## Rezultate financiare

Anul 2020 a fost unul destul de slab pentru Agroserv Mariuta, compania trecand pe pierdere neta pentru prima data dupa mai multi ani. Anterior, rezultatul fusese unul pozitiv cel putin din 2015, de cand exista date disponibile pe site-ul Ministerului de Finante, cu profituri intre 1,3 mil. RON si 5,5 mil. RON.

Trecerea pe pierdere a avut ca motiv principal seceta de anul trecut, care a facut ca veniturile obtinute de ferma vegetala sa scada cu aproximativ 6,9 mil. RON, la jumătate din cele inregistrate in anul anterior. In conditiile in care costurile nu au avut aceeasi evolutie, aceasta scadere s-a transmis aproape integral catre rezultatul net.

Asa cum era de asteptat, veniturile din ceea ce este acum operatiunea principala, fabrica de lactate, au crescut destul de mult, cu 127% mai exact, pana la 34,2 mil. RON. 2020 a fost primul an in care aceste venituri au trecut de pragul de 50% din veniturile totale, ajungand la 70%, de la 37% in anul anterior. Este o tendinta pe care o vom vedea in continuare, avand in vedere ca in acest moment fabrica functioneaza la doar 30-40% din capacitatea maxima, iar brandul este unul in expansiune.

Capacitatea redusa la care functioneaza fabrica este si unul dintre motivele pentru care in 2020 rezultatul net a fost unul negativ. In ciuda cresterii destul de mari a veniturilor, inca nu a fost atins un prag de eficienta, iar cheltuielile au crescut in acelasi ritm sau chiar mai rapid. Costul bunurilor vandute a crescut cu 10,6 mil. RON (+34,75%) fata de 2019, in timp ce veniturile totale au crescut in aceeasi perioada doar cu putin mai mult, 11 mil. RON (+17,46%), facand ca profitul brut sa ramana aproape neschimbat. Daca scoatem din calcul scaderea veniturilor din vanzarea de produse vegetale lucrurile arata ceva mai bine, ferma vegetala si fabrica avand impreuna un profit brut in crestere cu circa 20%. Chiar si asa, pentru a ajunge in punctul in care sa sustina profitul intregii afaceri va fi nevoie ca fabrica sa functioneze la o capacitate mult mai mare, iar pentru asta e nevoie de vanzari mai mari ale brandului „Laptaria cu caimac” in magazine.

Nivelul mai ridicat de activitate al fabricii nu s-a reflectat doar in veniturile mai mari, ci si intr-o crestere a mai multor categorii de cheltuieli, cele mai importante fiind cele cu personalul si serviciile prestate de terti. Prima categorie a crescut cu

Indicator (RON)	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Total venituri</b>	<b>74.243.851</b>	<b>63.208.977</b>	<b>17,46%</b>
Vanzari	48.717.929	40.228.382	<b>21,10%</b>
Variatia stocurilor	17.517.600	17.515.397	
Alte venituri	8.008.322	5.465.199	<b>46,53%</b>
Costul bunurilor vandute	-41.001.522	-30.427.599	34,75%
<b>Profit brut</b>	<b>33.242.329</b>	<b>32.781.378</b>	<b>1,41%</b>
Cheltuieli cu personalul	-10.429.342	-7.008.243	<b>48,82%</b>
Cheltuieli cu chiriile	-319.317	-174.520	<b>82,97%</b>
Mentenananta si reparatii	-1.989.924	-1.605.050	<b>23,98%</b>
Cheltuieli de marketing	-615.327	-207.702	<b>196,25%</b>
Cheltuieli de transport	-2.956.344	-2.138.562	<b>38,24%</b>
Cheltuieli cu tertii	-7.143.089	-3.921.666	<b>82,14%</b>
Alte cheltuieli operationale	-3.618.099	-2.801.216	<b>29,16%</b>
Depreciere si amortizare	-8.986.594	-8.485.336	5,91%
Cheltuieli cu provizioanele	-423.384	-213.342	<b>98,45%</b>
Ajustari de depreciere active circulante	-227.419	0	#DIV/0!
<b>Rezultat operational</b>	<b>-3.466.510</b>	<b>6.225.742</b>	<b>-155,68%</b>
Rezultat financiar net	-2.693.101	-3.107.654	-13,34%
Impozit pe profit	0	-95.484	-100,00%
<b>Profit net</b>	<b>-6.159.611</b>	<b>3.022.605</b>	<b>-303,78%</b>

Indicator	2020	2019	Diferenta
ROE	-34,59%	12,34%	-46,93%
ROA	-4,83%	2,75%	-7,59%
Marja neta	-8,30%	4,78%	-13,08%
P/E	-		
P/BV	5,83		
P/S	1,40		
Indatorare financiara	61,55%	49,37%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

3,41 mil. RON (+48,82%), de la 7 mil. RON la 10,42 mil. RON, iar a doua cu 3,22 mil. RON (+82,14%), de la 3,9 mil. RON la 7,1 mil. RON, fiind cele care au tras cel mai mult in jos rezultatele anuale. Acestea sunt, de altfel, si cele mai mari categorii de cheltuieli generale si administrative pe care le are compania in mod obisnuit, alaturi de cheltuielile cu amortizarea si deprecierea. Daca punem cap la cap evolutia tuturor categoriilor de cheltuieli, pornind de la premisa ca majoritatea cresterilor au venit de la fabrica de lactate, putem trage concluzia ca expansiunea brandului „Laptaria cu caimac” are loc deocamdata pe pierdere, cresterile de venit fiind insotite de cresteri mai mari ale cheltuielilor. Situatiia se va schimba atunci cand fabrica va functiona la o capacitate suficient de mare, insa e greu de estimat care ar fi acel nivel.

Rezultatul operational a ajuns pe minus, de la un profit de 6,22 mil. RON in 2019 la o pierdere de 3,47 mil. RON in 2020, fiind influentat, asa cum am spus si mai sus, de scaderea veniturilor din vanzarea de produse vegetale si de cresterea mai mare a cheltuielilor operationale comparativ cu cea a veniturilor din productia de lactate. Rezultatul financiar, pe de alta parte, a ramas in aceeasi zona ca in anul precedent, avand chiar o usoara scadere, de 414,5 mii RON (-13,34%). Cheltuielile financiare trebuie urmarite cu atentie, pentru ca indatorarea financiara este una foarte mare, ceva mai mult de 60% din activele totale la finalul anului 2020, in crestere de la aproape 50% in 2019. Este unul dintre cele mai ridicate procente din randul emitentilor de pe piata AeRO in momentul de fata, aducand cu sine riscuri importante in cazul in care ratele de dobanda vor creste si/sau evolutia economiei nationale se va inrautati.

Avand in vedere istoricul companiei, pierderea din 2020 nu este de natura sa ingrijoreze, mai ales ca ea a fost obtinuta in conditii deosebite. Putem vedea o revenire pe profit in acest an, daca nu vor aparea din nou conditii meteo nefavorabile. Totusi, atingerea unui nivel mai consistent al profitului va depinde de succesul marcii de lactate, in functie de volumul vanzarilor urmand sa vedem un grad de utilizare mai mic sau mai mare al fabricii de lactate.

### Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie
Mediana emitenti alimente ambalate	1,76	0,92	6,39	
Agroserv Mariuta	5,83	1,40	18,82	
Diferenta	231,40%	52,06%	194,45%	
Pret cu mediana emitentilor	18,1048	39,4590	20,3772	25,9803

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat Agroserv Mariuta este cel al productiei de alimente ambalate (Packaged Foods), dupa trecerea de la agricultura si zootehnie la productia de lactate. In tabelul de mai sus sunt medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

Asa cum este cazul pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO, multiplii sunt considerabil mai mari decat cei ai companiilor europene similare. In cazul MILK nu putem folosi multiplul P/E, pentru ca in ultimul an compania a fost pe pierdere. P/E calculat cu profitul pe 2019 este de circa 35, avand cea mai mica diferenta fata de mediana emitentilor similari dintre toti multiplii luati in calcul.

## MAMBricolaj (MAM)

MAMBricolaj a fost infiintata in anul 2011, initialele MAM venind de la „Materiale Accesorii Mobila”. De altfel, numele actual a fost ales in anul 2018, pana atunci el neincluzand si referirea la bricolaj. Este vorba, practic, de un hibrid intre un magazin de mobila si unul de bricolaj, o idee care a luat avant in ultimii 10-15 ani, pe masura ce in jurul marilor orase au inceput sa se construiasca blocuri cu locuinte „la kilogram”.

Este o tendinta care a propulsat piata de mobila in general, dar si pe cea de bricolaj. De asemenea, invecierea inevitabila a mobilierului din blocurile comuniste, impreuna cu puterea de cumparare in crestere a populatiei, au creat o piata de desfacere suplimentara, mai ales pe zona de mobilier de buget.

In magazinele MAMBricolaj sunt vandute in principal componente si accesorii de mobilier, cum ar fi panouri laminate, usi glisante sau balamale, inasa compania incearca sa se dezvolte si pe partea de servicii, prin oferirea de consultanta si servicii de proiectare a mobilierului.

In momentul de fata exista 3 magazine MAMBricolaj, toate in Bucuresti, ultimul deschis chiar in acest an in Prelungirea Ghencea. Este o retea destul de mica, iar dimensiunea magazinelor este la randul sau una mica, intre 1.100 si 1.500 mp fiecare, inasa in marja obisnuita a magazinelor similare. Comparativ, magazinele Dedeman, cea mai mare retea de magazine de bricolaj din Romania, au intre 7.500 si 18.000 mp, iar magazinele de mobila Ikea din Bucuresti au 26.000, respectiv 37.000 mp.

Publicul tinta al magazinelor este reprezentat in principal de micii producatori de mobila, care nu au volumul de activitate necesar pentru a cumpara componentele direct de la furnizori en-gros, iar in magazine specializate pe mobilier au la dispozitie o varietate mai mare de produse din acest domeniu decat intr-un magazin de bricolaj clasic. Un alt public tinta, care a crescut in ultimii ani ca pondere in vanzarile

Actionar	Numar actiuni	Procent
Cristian Gavan	1.143.000	67,51%
Petruta-Puica Gavan	127.000	7,50%
Persoane fizice	408.000	24,10%
Persoane juridice	15.000	0,89%
<b>Free float total</b>	<b>423.000</b>	<b>24,99%</b>

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni	24,99%
Data incheiere plasament privat	04.09.2020
Data listare	21.01.2021
Pret curent	60,60 RON/actiune
Pret plasament privat	20,00 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	31,20 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	203,00%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	94,23%

Sursa: BVB



companiei, este cel al clientilor finali, care nu produc mobila pentru altcineva, inasa au nevoie de componente si accesorii in propriile case. Pe acest public tinta, inasa, concurenta din partea magazinelor de bricolaj este mult mai puternica, acestea din urma avand marele avantaj al unei game de produse foarte diversificate.

Desi modelul de business pare neobisnuit, exista mai multe magazine de acest fel, majoritatea la marginea Bucurestiului si a altor orase mari, unele evoluand de la depozite destinate producatorilor de mobila mici si medii la magazine care acum se adreseaza publicului larg. Prin urmare, exista o confirmare a succesului acestei retete, chiar daca deocamdata e greu de spus care sunt limitele ei si pana unde poate fi dezvoltata.

Pe termen scurt si mediu, cresterea economica va asigura, cel mai probabil, o crestere si pentru vanzarile magazinelor MAMBricolaj, iar deschiderea celui de-al treilea magazin poate avea un impact important asupra cifrei de afaceri, obtinuta pana acum cu doar doua magazine, la care s-a adaugat o contributie infima din partea vanzarilor online. Vanzarile medii pe magazin au, inasa, un potential limitat, iar pentru a creste pe termen lung va fi nevoie de deschiderea mai multor magazine si de o extindere geografica, din Bucuresti spre alte zone. Din acest punct de vedere, datoriile financiare apropiate de zero (la 31 decembrie 2020, cel putin) reprezinta un avantaj important, oferind posibilitati de finantare convenabila prin credite si/sau obligatiuni. De asemenea, listarea la BVB si evaluarea destul de favorabila deschid calea catre majorari de capital din care sa poata fi finantate planurile de extindere, fara ca pozitia actionarilor mari sa fie diluata in mod semnificativ, prima astfel de majorare fiind deja decisa de principiu in AGA din aprilie.

O combinatie intre aceste doua metode de finantare poate asigura o crestere fulminanta in anii urmasori, inasa pentru asta e nevoie ca magazinele noi sa aiba intr-adevar potentialul de a aduce profit, mai ales pe o piata ale carei limite nu au fost testate. Pana acum, marja de profit a companiei a fost una remarcabil de mare si de stabila pentru acest domeniu, mentinandu-se la acelasi nivel, de circa 9%, in ciuda unei cresteri semnificative a cifrei de afaceri. De asemenea, marja bruta procentuala obtinuta din vanzarea marfurilor a ramas aproape neschimbata in 2020 fata de 2019, intre 29% si 30%.

Daca in privinta afacerii in sine lucrurile merg bine, iar viitorul pare sa aduca un potential important de dezvoltare, felul in care este prezentata investitorilor afacerea este unul extrem de modest. Raportul anual pe 2020 are doar cateva pagini, si acelea scrise stangaci, cu multe greseli gramaticale, parand sa fie realizat de unul dintre lucuratorii comerciali din magazin, in niciun caz de cineva specializat in raportare financiara. Mai mult, MAMBricolaj este singurul emitent dintre cei listati recent pe AeRO care nu a publicat rezultatele financiare intr-un format mai modern, ci a preferat sa le publice direct pe cele trimise la Ministerul de Finante, in formatul arhaic solicitat de institutia de stat.

Dupa ce in materialul precedent despre piata AeRO am gasit un emitent preocupat in mod exagerat de aparente, de data aceasta este vorba de un emitent aflat la polul opus. Desigur, dezinteresul fata de aceste aspecte nu inseamna ca afacerea nu poate aduce profituri consistente, inasa nici nu spune nimic bun. La un emitent adus cu arcanul pe fosta piata Rasdaq putem intelege un astfel de dezinteres, inasa la unul care s-a listat de bunavoie si are mult de castigat din prezenta la BVB pare destul de ciudat. E putin probabil ca angajarea unei persoane care sa se ocupe de raportari si comunicarea cu investitorii sau contractarea unei firme externe specializate sa dea o gaura uriasa in finantele companiei, asa ca e cu atat mai greu de inteles de ce s-a preferat varianta actuala.

## Plusuri si minusuri emitent

## Avantaje (+)

- Nisa de piata specializata, cu clientela fidela
- Marja de profit mare pentru acest domeniu
- Indatorare financiara foarte mica
- Flexibilitate in privinta produselor vandute, se pot adapta la schimbarile pietei
- Oportunitati pe termen scurt date de cresterea economica

## Dezavantaje (-)

- Concurenta puternica din partea magazinelor de bricolaj
- Piata de desfacere cu limite netestate pana acum
- Notorietate redusa, mai ales in afara Bucurestiului
- Raportari rudimentare, la nivelul emitentilor vechi de pe Rasdaq sau chiar mai jos
- Lipsa rezultatelor la T1

## Rezultate financiare

Domeniul in care activeaza MAMBricolaj a fost mai degraba avantajat de aparitia pandemiei COVID. Nu doar ca magazinele nu au fost inchise deloc in Romania, nici macar cele cu produse neesentiale, insa inchiderea altor domenii si lucrul de acasa au facut ca numarul clientilor sa creasca.

Cifra de afaceri a urcat cu 35,89%, de la 29,37 mil. RON in 2019 la 39,91 mil. RON in 2020, desi numarul de magazine a ramas acelasi ca si in anii precedenti, iar magazinul online are in continuare o pondere mica in veniturile totale.

Cresterea poate fi pusa pe seama mai multor factori, printre care cresterea interesului populatiei pentru produse de amenajari

Indicator (RON)	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Cifra de afaceri</b>	<b>39.911.038</b>	<b>29.369.370</b>	<b>35,89%</b>
Vanzari nete marfuri	37.831.637	28.094.497	<b>34,66%</b>
Materii prime si materiale	-397.748	-480.733	<b>-17,26%</b>
Alte cheltuieli externe	-185.201	-118.211	<b>56,67%</b>
Cheltuieli privind marfurile	-26.555.056	-19.781.579	34,24%
Cheltuieli cu personalul	-4.756.630	-3.156.451	<b>50,70%</b>
Ajustari de valoare imobilizari	-275.263	-149.598	<b>84,00%</b>
Alte cheltuieli operationale	-3.645.343	-2.623.720	<b>38,94%</b>
<b>Rezultat operational</b>	<b>4.064.148</b>	<b>2.970.927</b>	<b>36,80%</b>
Rezultat financiar net	173.075	244.305	<b>-29,16%</b>
<b>Profit brut</b>	<b>4.237.223</b>	<b>3.215.232</b>	<b>31,79%</b>
Impozit pe profit	-631.065	-455.759	<b>38,46%</b>
<b>Profit net</b>	<b>3.606.158</b>	<b>2.759.473</b>	<b>30,68%</b>

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction



interioare, creșterea puterii de cumpărare pentru o parte a populației, dar și consolidarea bazei de clienți și creșterea notorietății magazinelor.

Un lucru important este păstrarea marjei de profit la un nivel apropiat de cel din 2019, ceea ce înseamnă că pentru a obține veniturile în plus nu au fost necesare un efort de marketing costisitor sau o scădere a prețurilor produselor. Marja brută procentuală din vânzarea marfurilor a fost de 29,81%, în creștere ușoară de la 29,59% în 2019, crescând în valoare absolută de la 8,31 mil. RON la 11,28 mil. RON. Aceștia sunt, practic, banii din care sunt susținute toate celelalte cheltuieli, începând de la amortizarea clădirilor și mijloacelor fixe, continuând cu salariile angajaților și terminând cu profitul care ajunge la acționari.

Exceptând cheltuielile cu marfurile, care sunt legate în mod direct de venituri și au crescut într-un ritm asemănător, cea mai mare creștere de cheltuieli în suma absolută a fost cea a cheltuielilor cu personalul, +1,6 mil. RON (+50,7%). Potrivit raportului anual pe 2020, numărul de salariați a crescut cu 38% pe parcursul anului, prin urmare creșterea cheltuielilor a venit în principal de aici, și mai puțin de la creșterea salariului mediu. O altă creștere mai mare de cheltuieli a fost a celor cu prestațiile externe, cu 715 mii RON, de la 2,45 mil. RON la 3,16 mil. RON, toate celelalte categorii de cheltuieli având variații mici în valoare absolută.

Lipsa datoriilor financiare a făcut ca rezultatul financiar să fie pe plus, fără să fie însă vorba de un profit semnificativ. Per total, profitul net anual a crescut cu 30,68%, un ritm apropiat de cel al cifrei de afaceri, de la 2,76 mil. RON în 2019 până la 3,6 mil. RON în 2020. Marja netă, așa cum am spus și mai sus, s-a păstrat la un nivel destul de bun, 9,04%, față de 9,40% în 2019, peste media obișnuită a unui business de acest fel. Rămâne de văzut dacă și după extinderea preconizată lucrurile vor rămâne la fel sau vom vedea o scădere a marjei de profit, determinată de costurile extinderii și de includerea pe lista de magazine a unor locații care ar putea să nu fie la fel de profitabile precum cele actuale.

### Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti magazine cu articole pentru casa	13,91	2,11	0,67	4,23	
MAMBricolaj	28,45	6,67	2,57	23,64	
Diferenta	104,53%	215,95%	283,67%	458,93%	
Pret cu mediana emitentilor	29,6289	19,1801	15,7947	10,8421	18,8615

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul în care considerăm că se încadrează MAMBricolaj este cel al magazinelor cu articole pentru casa (Home Products Stores), în tabelul de mai sus fiind medianele calculate pentru emitenții europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenți sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt în general ceva mai mari decât ai celor din est. Am luat în calcul P/EBITDA, și nu EV/EBITDA, pentru că indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitenților de pe AeRO.

Indicator	2020	2019	Diferenta
ROE	23,43%	75,88%	-52,45%
ROA	13,26%	38,36%	-25,10%
Marja neta	9,04%	9,40%	-0,36%
<b>P/E</b>	<b>28,45</b>		
<b>P/BV</b>	<b>6,67</b>		
<b>P/S</b>	<b>2,57</b>		
Indatorare financiara	0,00%	11,04%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

Multiplii MAM nu sunt foarte mari daca ii raportam la standardele altor emitenti, insa in domeniul in care activeaza vorbim in general de multipli destul de mici. O extindere agresiva, care e posibila in perioada urmatoare, ar putea justifica multiplii mari la care se tranzactioneaza actiunile emitentului, in conditiile in care emitentii europeni similari sunt in general retele de magazine mature, bine asezate pe piata, care nu mai au posibilitati mari de extindere.

## Simtel Team (SMTL)

Simtel Team a fost infiintata in anul 2010, insa afacerea propriu-zisa a inceput in anul 2005, atunci cand fondatorii Simtel au infiintat o alta companie, Eurocom Center SRL, avand ca obiect de activitate integrarea de echipamente de telecomunicatii. In momentul de fata, domeniul principal de activitate al companiei nu mai este cel telecom, ci energia

verde, mai exact instalarea si mentenanta de centrale fotovoltaice. Chiar daca nu mai aduc cea mai mare parte a veniturilor, telecomunicatiile ocupa in continuare un rol important, iar in anii urmasori ar putea avea o revenire, atunci cand va fi construita infrastructura pentru retelele de date 5G ale operatorilor de telefonie mobila.

Nu exista multe informatii referitoare la istoria timpurie a companiei si felul in care a reusit sa ajunga de la zero la unul dintre cei mai mari contractori pentru companiile locale de telecomunicatii. Urmatorul pas, cel de trecere de la telecom la centrale fotovoltaice, este mai bine documentat, el incepand in anul 2012, atunci cand a fost identificat potentialul acestui domeniu, in contextul schemei de sprijin guvernamentale cu certificate verzi care exista la acel moment. Intrarea mai serioasa pe piata a fost realizata insa cu un an mai tarziu, in 2013, atunci cand Simtel a semnat cu italienii de la Power One, al doilea producator mondial de invertoare pentru parcuri fotovoltaice in momentul respectiv, un contract de mentenanta pentru invertoarele livrate de

Actionar	Numar actiuni	Procent
Nedea Iulian	1.848.900	26,21%
Bazarciuc Sergiu Eugen	1.830.375	25,94%
Vilau Radu Laurentiu	1.829.375	25,93%
Paval Holding SRL	352.750	5,00%
Alti actionari	1.193.600	16,92%
<b>Free float total</b>	<b>1.193.600</b>	<b>16,92%</b>

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Majorare capital social
Procent actiuni (inclusiv vanzare catre angajati)	16,92%
Data incheiere plasament privat	27.05.2021
Data listare	01.07.2021
Pret curent	30,80 RON/actiune
Pret plasament privat	13,00 RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	19,00 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	136,92%
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	62,11%

Sursa: BVB

acestia catre parcurile fotovoltaice din Romania. Putem presupune ca istoricul anterior in domeniul telecom a influentat decizia producatorului italian de a acorda contractul unei firme nou-intrate pe piata, insa nu exista nici aici multe informatii din partea emitentului. In anul urmator, fabrica italiana a fost cumparata de gigantul suedezo-elvetian ABB, care a pastrat colaborarea cu Simtel si chiar a ajutat, in anii urmatori, la obtinerea unor noi contracte in zona de energie verde si la extinderea in domeniul automatizarilor industriale.

Desi par niste lucruri marginale, informatiile mai detaliate referitoare la ascensiunea companiei „from zero, to hero” in domeniile de telecomunicatii si centrale fotovoltaice pot ajuta la formarea unei imagini mai clare pentru investitori, cu atat mai mult cu cat modelul de business este unul care se bazeaza in mod intensiv pe vanzarile directe catre marii clienti. De altfel, un aspect important din perspectiva investitorilor este in ce masura clientii vin catre Simtel si in ce masura catre fondatorii sai. In cel de-al doilea caz, valoarea companiei ar fi dependenta de prezenta si de activitatea fondatorilor, fiind, evident, mai mica decat in situatia opusa. Din informatiile publicate pana acum nu e clar cat de dependenta este compania fata de fondatorii sai.

Exceptand absentia acestor detalii, memorandumul de listare al Simtel este unul dintre cele mai bine structurate din randul emitentilor noi de pe AeRO, fiind explicate destul de detaliat activitatile actuale si posibilitatile de dezvoltare pentru anii urmatori. Exista inclusiv o defalcare clara a destinatiilor sumelor rezultate din majorarea de capital social, o situatie mai rar intalnita la ceilalti emitenti, unde sunt prezentate de obicei informatii destul de vagi. Ar fi fost utila prezentarea mai detaliata a rezultatelor financiare, care sunt destul de sumare, mai ales raportat la restul informatiilor.

In ultimii ani, principala sursa de venituri a companiei a fost constructia de centrale fotovoltaice pentru cateva retele mari de magazine, in principal Dedeman, Mega Image, Penny si Altex. Din cele 105 centrale construite din anul 2017 si pana la data realizarii memorandumului de listare, 77 erau pentru primele trei retele de retail mentionate mai sus. Constructia de centrale a inceput la cativa ani dupa intrarea pe zona de mentenanta a centralelor construite anterior cu echipamente produse de ABB, avand de altfel legatura directa cu acest lucru. Prima astfel de centrala a fost construita la Videle, in judetul Teleorman, pentru retailerul german Rewe, detinatorul magazinelor Penny, Simtel fiind recomandata pentru asta de ABB.

La nivelul anului 2020, veniturile din proiecte noi in zona de energie verde ajunsesera la 59,9% din veniturile totale, urmate de cele din telecomunicatii, cu 27,8% si mentenanta pentru centralele fotovoltaice, cu 8,2%, restul avand ponderi ne semnificative.

Desi numarul de clienti e unul destul de mare, peste 200 in anul 2020, gradul de concentrare e la randul sau unul foarte ridicat, primii 10 avand o pondere de 90% din veniturile totale ale anului trecut, iar primii 5 o pondere de 78,6%. Atat concentrarea foarte mare, cat si faptul ca e vorba de clienti cu putere financiara ridicata, expun emitentul unor riscuri, facand in acelasi timp ca puterea de negociere cu acestia sa fie una extrem de scazuta. De aici rezulta o marja de profit destul de mica, sub nivelul la care ne-am astepta de la o companie cu o pondere de 71,4% a angajatilor cu studii superioare. Un alt risc, specific lucrului pentru companii multinationale, este ca acestia sa aduca furnizori si contractori din tarile de origine, chiar daca nu din primul moment. Pe de alta parte, exista si un avantaj important, dat de riscurile foarte mici de neplata si de stabilitatea si predictibilitatea mai mari decat in cazul clientilor mai mici.

Perspectivile pentru viitor scot in prim-plan tot sectorul energetic, tendinta de migrare catre sursele de energie regenerabile fiind una clara si asumata de toate tarile dezvoltate sau in curs de dezvoltare, printre ele si Romania. In acest moment exista un program guvernamental prin care urmeaza sa fie sprijinite circa 1.000 de IMM-uri cu pana la 100.000 de euro fiecare pentru instalarea de panouri solare si statii de incarcare pentru masini electrice. Domeniul privat finanteaza, la randul sau,

astfel de proiecte, dovada cea mai buna fiind chiar activitatea de pana acum a Simtel, ai carei clienti sunt in principal companii private mari. Trecerea la masinile electrice, care pare sa prinda contur in vestul Europei si s-ar putea extinde si in Romania, va crea o piata foarte mare pentru statii de reincarcare, iar ponderea acestei linii de business in veniturile Simtel poate avea o evolutie spectaculoasa. Nu e clar, insa, cand se va produce aceasta schimbare si nici care va fi pozitia companiei pe piata in acel moment.

Intrarea timpurie pe piata si parteneriatul cu un producator important de componente asigura Simtel o pozitie puternica pe piata centralelor fotovoltaice, insa concurenta nu este deloc de neglijat. Enel , E.ON si Engie au intrat la randul lor pe acest segment, avand de partea lor notorietatea, forta financiara si know-how-ul din tarile de origine. Acest lucru aduce riscul de a pierde clienti in fata celor trei giganti energetici, dar si oportunitatea de a colabora cu ei in calitate de subcontractor pe proiecte punctuale. De altfel, in anul 2020 unul dintre cei mai mari clienti avea ca obiect de activitate comercializarea energiei electrice, fiind posibil sa fie chiar unul dintre cei trei de mai sus, cu o cota de 11,64% din veniturile Simtel. In afara de aceasta oportunitate, exista si posibilitatea ca Simtel sa devina o tinta de preluare pentru jucatori mai mari din domeniul energetic.

Domeniul de telecomunicatii nu trebuie scos nici el din calcul, constructia viitoarelor retele 5G urmand sa aduca sume importante contractorilor, printre care ne putem astepta sa se numere si emitentul. Faptul ca toti operatorii de telefonie vor face acest pas in acelasi timp va aduce un avantaj contractorilor, care vor avea asigurata o „felie” din acest proiect si, posibil, niste preturi mai mari decat in perioade obisnuite.

#### Plusuri si minusuri emitent

##### Avantaje (+)

- Domeniu cu mare potential de dezvoltare
- Pozitionare timpurie pe piata
- Predictibilitate crescuta a relatiilor comerciale
- Oportunitati viitoare legate de retelele 5G si statiile de incarcare auto electrice
- Model de business si planuri de viitor explicate clar
- Parteneriate pe termen lung cu clienti si furnizori importanti

##### Dezavantaje (-)

- Putere mica de negociere cu partenerii comerciali
- Marja de profit destul de mica
- Dependenta ridicata fata de fondatori
- Concurenta in crestere din partea gigantilor energetici
- Riscul de a fi inlocuiti cu contractori preferentiali ai multinationalelor
- Concentrare a cifrei de afaceri pe un numar mic de clienti

In afara de extinderea pe plan national, Simtel are o oportunitate reala, si o intentie declarata de altfel, de a se extinde in afara Romaniei, putand face acest lucru pe oricare dintre liniile de business active in acest moment. Compania a avut deja activitate in afara Romaniei atat in telecom (in principal pentru Huawei), cat si in mentenanta centralelor fotovoltaice. Nu e clar, deocamdata, cum se va face efectiv extinderea si daca ea presupune deschiderea unor filiale, cumpararea unor jucatori din alte tari sau prestarea de servicii direct de catre firma din Romania.

In afara de vanzarea actiunilor in plasamentul privat, principalii actionari ai companiei au vandut 1,92% din actiuni catre angajati, iar mai apoi 5% din actiuni catre Paval Holding SRL, detinut de actionarii Dedeman. In cadrul plasamentului privat a existat o limita maxima de 25.000 de actiuni pentru fiecare investitor (0,35% din numarul de actiuni din prezent), ceea ce asigura un actionariat mai rarefiat decat in alte cazuri. E posibil ca acest lucru sa duca la o crestere a pretului actiunilor in cazul in care sunt investitori interesati sa acumuleze detineri mai mari in perioada post-listare.

## Rezultate financiare

Anul 2020 a fost unul foarte bun pentru companie, aducand cresteri consistente atat pentru venit, cat si pentru profitul operational si cel net.

Veniturile totale au crescut cu nu mai putin de 82,22%, de la 23,08 mil. RON in 2019 la 42,05 mil. RON in 2020, dupa ce si in 2019 crescusera cu 64% fata de anul anterior. Desi nu mai au o pondere la fel de mare ca in trecut, veniturile din telecomunicatii au avut cea mai mare crestere procentuala in 2020, 115,24%, de la 5,4 mil. RON la 11,7 mil. RON, fiind impulsionate in principal de participarea la proiectul RoNet, de extindere a acoperirii GSM in zonele care in prezent nu au deloc semnal. In valoare absoluta, veniturile diviziei de energie au avut cea mai mare crestere, + 12,34 mil. RON, de doua ori mai mult decat cresterea veniturilor din telecomunicatii.

In anul 2020, veniturile din proiectele noi in zona de energie verde au totalizat 59,9% din veniturile totale ale companiei, in timp ce mentenanta a scazut la doar 8,2%, de la 12,1% in 2019 si 16,5% in 2018. Veniturile din telecomunicatii au crescut atat valoric, cat si procentual pe parcursul anului,

Indicator (RON)	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri</b>	<b>42.050.903</b>	<b>23.077.537</b>	<b>82,22%</b>
Energie	28.937.894	16.599.291	<b>74,33%</b>
Telecom	11.697.623	5.434.760	<b>115,24%</b>
Automatizari	749.248	916.560	<b>-18,25%</b>
Altele	566.138	126.926	346,04%
Cheltuieli cu materialele	-19.402.369	-9.224.299	<b>110,34%</b>
Cheltuieli cu personalul	-2.825.192	-2.142.056	<b>31,89%</b>
Chirii, utilitati, mentenanta	-484.555	-363.682	<b>33,24%</b>
Transport si deplasari	-995.800	-872.134	<b>14,18%</b>
Cheltuieli cu tertii	-12.052.280	-8.006.784	<b>50,53%</b>
Alte cheltuieli	-489.382	-417.531	<b>17,21%</b>
Amortizare	-501.735	-403.151	<b>24,45%</b>
<b>Profit operational</b>	<b>5.299.589</b>	<b>1.647.900</b>	<b>221,60%</b>
Rezultat financiar net	-734.455	-278.529	163,69%
<b>Profit brut</b>	<b>4.665.135</b>	<b>1.369.370</b>	<b>240,68%</b>
Impozit pe profit	-709.488	-233.984	203,22%
<b>Profit net</b>	<b>3.955.647</b>	<b>1.135.386</b>	<b>248,40%</b>

Indicator	2020	2019	Diferenta
ROE	54,69%	34,65%	20,04%
ROA	12,82%	5,29%	7,53%
Marja neta	9,41%	4,92%	4,49%
<b>P/E</b>	<b>54,93</b>		
<b>P/BV</b>	<b>30,04</b>		
P/S	5,17		
Indatorare financiara	26,00%	33,92%	

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

ajungand la 27,8%, iar asteptarile conducerii sunt ca si in acest an cresterea sa fie una destul de mare, de 40% pentru acest segment.

Cresterea veniturilor a fost insotita de cresterea semnificativa a doua categorii de cheltuieli, acestea avand, de altfel, o pondere covarsitoare in cheltuielile totale. Este vorba despre cheltuielile cu materialele si cele cu tertii. Primele au crescut cu 10,18 mil. RON (+110,34%), de la 9,22 mil. RON la 19,4 mil. RON, in timp ce a doua categorie a crescut cu 4,05 mil. RON (+50,53%), de la 8 mil. RON la 12,05 mil. RON. Cele doua categorii de cheltuieli au o pondere cumulata de 85,6% in cheltuielile totale, iar impreuna cu cheltuielile cu personalul ajung la 93,3%. Din pacate nu exista informatii mai detaliate referitoare la componenta acestor categorii de cheltuieli, asa ca putem doar sa presupunem ca ele au crescut in tandem cu veniturile, fara sa stim insa nimic clar.

Cresterea cheltuielilor a fost considerabil mai mica decat cea a veniturilor, asa ca profitul operational a crescut de peste 3 ori, de la 1,65 mil. RON la 5,3 mil. RON. Rezultatul financiar mai slab si cresterea impozitului pe profit au facut ca profitul net sa aiba o crestere mai mica in termeni absoluti, de la 1,14 mil. RON la 3,96 mil. RON, insa ceva mai mare in termeni procentuali. In cazul rezultatului financiar, pierderea mai mare a fost determinata in principal de cheltuielile mai mari cu dobanzile.

Per total rezultatele au fost unele foarte bune, iar perspectivele pentru anii urmasi sunt la randul lor unele pozitive. Pe moment, indatorarea financiara este la un nivel destul de mic, asa ca ofera posibilitatea dezvoltarii pe credit. Evaluarea actiunilor este la randul sau una care ofera posibilitati de finantare a dezvoltarii si prin intermediul unor majorari de capital. Nu e clar, insa, daca marja de profit va putea fi adusa mai sus pe parcurs. Inclusiv in bugetul pe anii urmasi, marja de profit estimata pentru anul 2025 este de doar 13,5%, nu cu mult peste cea inregistrata in 2020.

### Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie ajustata
Mediana emitenti energie solara	22,45	3,11	3,01	0,66	
Simtel Team	54,93	30,04	5,17	37,46	
Diferenta	144,69%	866,03%	71,67%	5575,14%	
Pret cu mediana emitentilor	12,5874	3,1883	17,9409	0,5427	8,5648

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat Simtel Team este cel al energiei solare (Energy - Solar), in tabelul de mai sus fiind medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Emitentul este mai greu de incadrat intr-un domeniu anume, pentru ca are mai multe linii de business, iar in sectorul de energie fotovoltaica asigura doar instalarea si mentenanta, nu si operarea centralelor. Majoritatea emitentilor luati in calcul sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

Simtel este unul dintre emitentii cu cele mai mari diferente intre multiplii de piata si medianele multiplilor companiilor similare. Cea mai mica diferenta este in cazul P/S, un motiv pentru acest lucru fiind marja mica de profit, care face ca acest indicator sa fie mai mic decat P/E sau P/EBITDA.



## 2Performant Network (2P)

2Performant Network a fost infiintata in anul 2010, sub denumirea „2 Parale Afiliere SRL”, afacerea initiala fiind pornita, insa, cu doi ani mai devreme, in anul 2008. La momentul respectiv, Radu Spineanu, in prezent actionar minoritar, a lansat ideea unei retele de marketing afiliat, cu care a castigat o competitie pentru start-up-uri si o finantare de tip seed. A fost prima idee de acest tip din Romania, iar in momentul de fata este singura care are o dimensiune semnificativa. Intre timp, afacerea a fost preluata de actualul actionar principal, Dorin Boerescu, atragand si cativa investitori cu experienta in domeniul afacerilor online, care detin participatii minoritare. De asemenea, un procent important din actiuni este detinut de angajati ai companiei.

Ideea de marketing afiliat presupune facilitarea unei relatii intre cumparatorii de publicitate si platformele media care ofera spatii publicitare, 2Performant asumandu-si rolul de intermediar intre acestia. Linia care desparte acest tip de intermediere a serviciilor publicitare de cel practicat de Google sau Facebook este destul de fina, cea mai mare diferenta fiind transparenta, care lipseste complet in cazul celor doi giganti americani. Acolo e vorba de niste algoritmi care optimizeaza cheltuielile publicitare ale clientilor, fara ca acestia sa stie unde sunt afisate reclamele, in timp ce la 2Performant fiecare membru al retelei, fie el client sau furnizor de publicitate, poate vedea traseul banilor si rezultatele.

O alta diferenta este modul de plata, programele de afiliere de pe platforma 2Performant fiind cu plata la rezultat, in cele mai multe cazuri in momentul in care are loc o vanzare. In cazul

altor sisteme de marketing, plata se face la mia de afisari sau la numarul de clickuri, asa ca apare in plus, pentru cumparatorii de publicitate, necesitatea de a estima cate afisari sau clickuri sunt necesare pentru a face o vanzare. Asta nu inseamna

Actionar	Numar actiuni	Procent
Boerescu Dorin-Cristian	408.600	38,75%
Spineanu Radu Ioan	106.600	10,11%
Negut Sergiu Madalin	74.000	7,02%
Aron Bogdan	70.000	6,64%
Delta Asset Invest SRL	60.000	5,69%
Alti actionari	335.376	31,81%
<b>Free float total</b>	<b>335.376</b>	<b>31,81%</b>

Sursa: BVB



Sursa: BVB

Detalii listare	
Tip listare	Listare tehnica
Procent actiuni	-
Data incheiere plasament privat	-
Data listare	09.12.2020
Pret curent	33,05 RON/actiune
Pret plasament privat	- RON/actiune
Pret de deschidere dupa listare	27,00 RON/actiune
Randament curent fata de plasamentul privat	-
Randament curent fata de pretul de deschidere dupa listare	22,41%

Sursa: BVB

neaparat ca plata la vanzare este buna pentru toata lumea. Pentru clientii cu o rata mare de conversie a reclamelor, plata pe numarul de afisari este mai convenabila, iar pentru cei care nu vand ceva online, sistemul e greu de aplicat. De asemenea, in cazul vanzatorilor de publicitate acesta poate fi un neajuns, mai ales pentru ziarele online, care nu se concentreaza pe optimizarea site-urilor pentru publicitate, ci pe articole de presa. Din punctul de vedere al afiliatilor (cei care vand publicitate), sistemul este interesant in principal in zona de social media, acolo unde postarile pot fi calibrate special pentru a creste atractivitatea produselor sau serviciilor la care se face reclama. In viitor e posibil sa apara si posibilitatea de plata la numarul de afisari sau de clickuri, insa in planurile actuale ale companiei nu exista nimic de acest fel. Dimpotriva, in 2018 s-a renuntat la o linie de business care se baza pe sistemul pay-per-click.

In momentul de fata nu se poate spune ca 2Performant are o concurenta reala in zona de marketing afiliat din Romania, insa marketingul afiliat nu este o piata in sine, ci doar o felie mica din piata de publicitate. Exista estimari pentru dimensiunea totala a pietei de publicitate, insa ele nu au cum sa ia in calcul decat partial sumele cheltuite de clientii din Romania pe platformele online cum ar fi Google, Facebook, Youtube, Instagram sau altele de acelasi fel. Prin urmare, e imposibil de spus care e de fapt cota de piata a 2Performant. Oricum, o cota din vanzarile intermediare nu e acelasi lucru cu o cota din veniturile obtinute efectiv de intermediarii din publicitate, asa ca e cu atat mai greu de facut vreo estimare in acest sens.

Clientii companiei sunt in principal companii mari, sistemul de tarificare fiind oricum prohibitiv pentru clientii mici, cu abonamente intre 29 si 499 de euro lunar si cu alte cateva taxe one-off. Cele mai multe venituri nu vin insa din abonamente, ci din comisionul de retea, care e intre 20% si 40% din veniturile afiliatilor, fiind insa facturat catre advertiseri. La randul lor, afiliatii incaseaza de obicei comisioane intre 2% si 20% din vanzarile generate pentru advertiseri, in unele cazuri existand si comisioane fixe pe vanzare. Un caz aparte este cel de influencer marketing, sistem lansat in 2018. Acolo, influencerii de pe diverse retele de socializare pot intra direct in contact cu cumparatorii de publicitate pentru a negocia conditiile colaborarii.

Faptul ca majoritatea clientilor sunt companii mari, combinat cu fragmentarea destul de mare a veniturilor obtinute de la fiecare client in parte, ofera un avantaj important companiei. Pe de o parte, riscurile de neplata sunt mici, iar pe de alta parte, puterea de negociere nu este afectata decat marginal. Aceasta situatie este posibila pentru ca pe piata de publicitate exista obiceiul marilor cumparatori de reclama de a imparti bugetele catre mai multe medii de comunicare cu clientii. Chiar daca rezultatele sunt mai bune pe unul dintre aceste medii, se intampla rar ca toti banii sa mearga intr-o singura directie. Asta inseamna ca, atata timp cat 2Performant va ramane o companie reprezentativa pentru marketingul afiliat, va avea o baza de clienti asigurata, dar si ca ii va fi greu sa acapareze din cota alocata altor tipuri de marketing. Pentru asta va fi nevoie sa aduca rezultate mai bune, iar din afara e imposibil de spus ce rezultate aduce fiecare platforma de marketing pentru clienti.

Un alt avantaj este sistemul de plata prepay, a carui pondere in veniturile totale a crescut constant in ultimii ani, ajungand la 40,6% din veniturile totale in anul 2020. Acesta are un impact pozitiv atat asupra lichiditatii, cat si asupra riscurilor de neincasare a facturilor, cu atat mai mult cu cat veniturile postpaid sunt rezervate, potrivit precizarilor companiei, clientilor cu istoric de plata bun.

Unul dintre planurile importante ale companiei este extinderea pe pietele externe, avand deja de mai multi ani activitate in Bulgaria. In 2020, ponderea veniturilor din strainatate a fost de 10,77% din cifra de afaceri, in scadere de la 11,37% in 2019. Veniturile externe nu sunt obtinute doar din prezenta efectiva in alte tari, ci si din integrarea cu alte platforme internationale, ceea ce permite clientilor din afara Romaniei sa faca reclama in Romania prin intermediul afiliatilor 2Performant, si invers. Aceasta ar putea deveni fi o sursa de venit mai importanta decat operatiunile efective in afara tarii, pentru ca intrarea pe alte piete este destul de dificila, necesita timp, investitii mari si riscuri asumate.

In plan investitional, prezentarea emitentului este una dintre cele mai aspectuoase si mai detaliate din randul emitentilor listati recent pe AeRO, un lucru de asteptat, de altfel, de la o companie care activeaza in marketing. Chiar si asa, pentru a intelege complet modelul de business e nevoie de o privire pe site, acolo unde sunt detaliate programele de afiliere. La fel ca si in alte cazuri, informatiile financiare sunt lasate un pic in urma, accentul fiind pus pe detalii operationale si planuri de dezvoltare.

Modul in care compania s-a listat pe piata AeRO a fost unul original si, cel mai probabil, neinspirat. A fost vorba de o listare tehnica, fara nicio oferta publica pentru actiuni noi sau existente, urmand ca ulterior sa fie derulata o majorare de capital la un pret apropiat de cel din piata. Cu alte cuvinte, in loc sa se majoreze capitalul inainte de listare prin plasament privat, asa cum au facut majoritatea celorlalti emitenti, va fi majorat dupa listare. Asta a avut ca efect o lichiditate modesta a actiunilor in perioada post-listare, pierzandu-se „hype-ul” de care alti emitenti au beneficiat din plin. In acest moment este in derulare majorarea de capital, pentru care s-au tranzactionat si drepturi de preferinta intre 31 mai si 14 iunie. Operatiunea se va incheia cam la jumatatea lunii august, iar ulterior am putea vedea o efervescenta mai mare a tranzactiilor.

In afara de majorarea de capital, emitentul urmeaza sa distribuie in acest an si actiuni gratuite in proportie de 4 actiuni noi la una detinuta. De asemenea, se intentioneaza derularea unui program de tip „Stock option plan” prin care sa fie distribuite pana la 5% din actiuni catre angajati si conducere. E vorba de un procent destul de mare, iar la valoarea de piata actuala a actiunilor ar insemna ceva mai mult de 50% din cheltuielile totale cu personalul din anul 2020.

### Plusuri si minusuri emitent

#### Avantaje (+)

- Pozitionare buna pe piata, concurenta slaba pe nisa pe care activeaza
- Platforma dezvoltata in-house
- Capacitate de integrare cu platforme similare externe
- Plata pe vanzare atrage clienti care nu au aceasta varianta altundeva
- Fragmentare mare a clientilor
- Plata prepay scade riscul de neincasare a creantelor
- Prezentare profesionista

#### Dezavantaje (-)

- Concurenti foarte puternici in marketingul traditional
- Dificultate de a evolua de pe nisa actuala
- Lipsa alternativelor la plata pe rezultat
- Costuri recurente cu dezvoltarea platformei
- Marja de profit mica, chiar si in estimarile de viitor
- Cheltuieli mari cu afiliatii
- Lipsa rezultatelor la T1
- Lichiditate scazuta a actiunilor

## Rezultate financiare

Pandemia COVID a reprezentat pentru 2Performant o mare oportunitate, comertul online preluand o parte din comertul clasic ca urmare a restrictiilor impuse de autoritati. Nu a fost vorba doar de comert, ci si de mutarea in mare parte a comunicarii si socializarii catre online.

In aceste conditii, veniturile totale ale 2Performant au crescut cu 29,74% la nivel anual, de la 16,48 mil. RON in 2019 pana la 21,39 mil. RON in 2020. Cea mai mare parte a cresterii a fost generata de cifra de afaceri, in timp ce veniturile din productia de imobilizari, inregistrate in contul investitiilor realizate in platforma, a avut o crestere mai mica.

Din datele la sase luni, publicate in memorandumul de listare, rezulta ca aceasta crestere a veniturilor a venit in principal din activitatea mai intensa a utilizatorilor, in conditiile in care reseaua nu a crescut in mod semnificativ. Numarul total de afiliati crescuse in S1 2020 cu 12,7% fata de perioada similara din 2019, iar cel al afiliatilor generatori de comisioane cu 13,23%. Numarul mediu lunar de advertiseri activi a ramas intre 400 si 500, avand chiar o usoara scadere dupa introducerea abonamentelor lunare. Numarul de vanzari, pe de alta parte, a crescut cu 47,4% in aceeași perioada, iar valoarea totala a vanzarilor cu 57,2%. Prin urmare, un numar mai mic de advertiseri si un numar puțin mai mare de afiliati au generat un volum de vanzari mult mai mare decat in trecut. O explicatie posibila vine de la numarul de click-uri si numarul de lead-uri, ambele cu o crestere mai mica de 20%, ceea ce sugereaza ca aceste click-uri si lead-uri au fost de calitate mai buna, generand mai multe vanzari.

Din pacate pentru companie, cresterea veniturilor s-a reflectat intr-o masura destul de mica in profit, pentru ca si cheltuielile cu crescut intr-un ritm destul de alert. Cele mai mari crestere de cheltuieli au fost cele din categoria „Alte cheltuieli operationale” si cele cu personalul. In primul caz, cresterea a fost de 3,69 mil. RON (+28,98%), in timp ce in al doilea caz a fost de 868 mii RON (+37%). Pozitia „Alte cheltuieli operationale” contine in principal comisioanele platite catre afiliati si influenceri, ea crescand in mod natural impreuna cu veniturile, asa cum la alte tipuri de business cresc cheltuielile cu materiile prime. Faptul ca acopera cam 80% din cifra de afaceri nu este incurajator, fiind nevoie de atingerea unor cifre foarte mari pentru a genera un profit mai consistent. In cazul cheltuielilor cu personalul, cresterea a venit atat de la angajarile noi necesare in contextul cresterii afacerii, cat si de la cresterile de salarii.

Indicator (RON)	2020	2019	Evolutie anuala
<b>Venituri operationale totale</b>	<b>21.385.314</b>	<b>16.483.210</b>	<b>29,74%</b>
Cifra de afaceri	20.282.448	15.528.123	30,62%
Venituri din productia de imobilizari	1.095.497	955.055	14,71%
Alte venituri operationale	7.369	32	22928,13%
Cheltuieli cu materii prime, materiale si energie	-63.407	-77.805	-18,51%
Cheltuieli cu personalul	-3.214.686	-2.346.559	37,00%
Amortizare si ajustari de valoare	-706.064	-452.393	56,07%
Alte cheltuieli operationale	-16.433.347	-12.740.796	28,98%
<b>Rezultat operational</b>	<b>969.810</b>	<b>865.657</b>	<b>12,03%</b>
Rezultat financiar net	-9.950	-57.132	-82,58%
<b>Profit brut</b>	<b>969.861</b>	<b>808.525</b>	<b>19,95%</b>
Impozit pe profit	-141.172	-107.072	31,85%
<b>Profit net</b>	<b>818.689</b>	<b>701.453</b>	<b>16,71%</b>

Indicator	2020	2019	Diferenta
ROE	40,55%	62,12%	-21,57%
ROA	14,45%	14,89%	-0,44%
Marja neta	3,83%	4,26%	-0,43%
P/E	42,57		
P/BV	17,26		
P/S	1,63		

Sursa: rezultatele companiei, calcule Prime Transaction

Cheltuielile mari cu afiliatii si personalul au facut ca profitul operational sa creasca intr-un ritm mai lent decat veniturile, +12,03%, marja operationala fiind de doar 4,5%, una dintre cele mai mici din randul emitentilor de la BVB. Rezultatul financiar mai bun decat in 2019 a facut ca profitul net sa aiba o crestere ceva mai mare decat cel operational, 16,71%, de la 701 mii RON la 818 mii RON. Marja neta a fost apropiata de cea operationala, ajungand la 3,83%, de la 4,26% in 2019.

Profitabilitatea foarte mica poate fi pusa pe seama politicii de crestere, pentru 2021 si 2022 fiind bugetate, de altfel, pierderi nete in memorandumul de listare. Tinand cont, insa, de ponderea mare din prezent a cheltuielilor cu afiliatii, va fi destul de greu ca ea sa fie scazuta fara sa fie pierduti advertiseri sau afiliati. Pe de alta parte, va fi la fel de greu sa fie atinsa o marja de profit rezonabila fara ca aceasta pondere sa fie scazuta.

Trebuie observat si un aspect pozitiv legat de profit, si anume rentabilitatea capitalului propriu (ROE) foarte mare. Desi are o marja neta mica, emitentul reuseste sa ruleze multi bani investind resurse financiare mici, iar daca isi va pastra acest efect de levier ar putea ajunge la profituri mari chiar si fara sa aiba o marja mai mare decat in prezent, doar din cresterea veniturilor. Totusi, tinand cont de limitele pietei pe care activeaza, e putin probabil ca aceasta situatie sa se mentina si la valori mai mari ale veniturilor.

### Comparatie multipli de piata cu emitenti similari

Emitent	P/E	P/BV	P/S	P/EBITDA	Medie
Mediana emitenti publicitate	30,54	2,39	1,58	6,71	
2Performant Network	42,57	17,26	1,63	20,79	
Diferenta	39,38%	622,29%	3,14%	209,90%	
Pret cu mediana emitentilor	23,7122	4,5757	32,0447	10,6647	17,7493

Sursa: EquityRT, calcule Prime Transaction

Sub-sectorul in care am incadrat 2Performant Network este cel de publicitate (Advertising). In tabelul de mai sus sunt medianele calculate pentru emitentii europeni din acest sector. Majoritatea acestor emitenti sunt din vestul Europei, iar multiplii lor sunt in general ceva mai mari decat ai celor din est. Am luat in calcul P/EBITDA, si nu EV/EBITDA, pentru ca indicatorul EV (Enterprise Value) este greu sau imposibil de calculat pentru majoritatea emitentilor de pe AeRO.

Desi multiplii 2P sunt in general mai mari decat ai companiilor din sectorul sau de activitate, diferentele nu sunt foarte mari, exceptand cazul P/BV. Pentru acest multiplu explicatia este mai sus, capitalul propriu necesar pentru derularea afacerii fiind unul redus, cel putin pana acum. In cazul P/S valoarea este foarte apropiata de mediana, un semn in plus ca veniturile generate sunt mari raportat la resursele investite.

Departament analiza,

Marius Pandeles

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

### **Raportul săptămânal**

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

### **Editoriale**

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

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

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



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

WWW.PRIMET.RO



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

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

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

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

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

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro), la sectiunea „Informatii piata”/”Materiale analiza”. Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *echipa*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [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](mailto:office@primet.ro); fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

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