

ATB caută cu disperare un remediu pentru „gripa bursieră”

Analiză fundamentală și tehnică

ANCA REGNEALĂ, GAVRILĂ ALEXANDRU
DEPARTAMENT ANALIZĂ, SSIF ROMINTRADE
WWW.ONLINEBROKER.RO

Am ales drept subiect al acestei analize emitentul Antibiotice Iași deoarece o vânzare a pachetului majoritar de acțiuni al acestuia pare a fi, dacă nu din ce în ce mai apropiată, cel puțin la fel de inevitabilă, iar prețul la care va avea loc această tranzacție este de presupus că va avea impact asupra cursului la care se tranzacționează acțiunile ATB.

Ce e drept, prețul de pornire de 2 lei/acțiune din cadrul anulatei licitații cu strigare a suscitât reacții semnificative în condițiile în care în momentul publicării anunțului de privatizare, 24 decembrie 2007, cotația titlurilor ATB oscila în jurul valorii de 1,8 lei/acțiune. Situația este cu atât mai interesantă cu cât de atunci și până astăzi condițiile s-au modificat fundamental, în contextul în care prețul unei acțiuni ATB a coborât până la nivelul de 1,3-1,4 lei.

De asemenea, evoluția producătorului de medicamente ieșean prezintă interes și pentru că acesta a anunțat o îmbunătățire semnificativă a performanțelor sale financiare în 2007, în condițiile în care principalii săi competitori – Biofarm București și Zentiva SA – au înregistrat rezultate cel puțin dezamăgitoare.

Nu este deloc de neglijat nici faptul că evoluția survine pe un trend multianual început în 2004 care a condus la obținerea, în numai patru ani, a unui profit net egal cu o dată și jumătate valoarea profitului inițial. După cum se poate vedea din tabelul de mai sus, această evoluție reprezintă una de excepție chiar și pentru piața românească a produselor farmaceutice.

În sfârșit, reevaluarea activelor Antibiotice SA, ce precede în mod inevitabil procesul de privatizare, a scos la iveală un plus de 46.507.429 de lei (43,54%) la nivelul activelor imobilizate și a condus la o creștere cu 26,27% a valorii contabile a activelor nete patrimoniale.

În cele ce urmează, vom arunca

Tabelul 1

Indicator	ATB	BIO	SCD
Evoluție profit 2007	29,03%	6,16%	-81,55%
Evoluție profit 2006	21,14%	8,55%	44,24%
Evoluție profit 2005	58,38%	34,89%	-17,91%

o scurtă privire asupra indicatorilor de analiză fundamentală, apoi asupra semnalelor provenind din sfera analizei tehnice, înainte de a încerca să desprindem concluzii cu privire la perspectivele de dezvoltare ale principalului producător de medicamente din România.

La nivelul contului de profit și pierdere, în decursul anului 2007, Antibiotice Iași a înregistrat următoarele evoluții semnificative:

1. creșterea cu 17,24% a cifrei de afaceri, ce se încadrează în perspectivele trasate de către prevederile bugetate pentru 2007 sau de către cele mai recente evoluții anuale (o creștere de 19,68% în 2006, respectiv 20,19% în 2005);

2. un avans de 22,36% al veniturilor din exploatare, pe fondul creșterii cifrei de afaceri, dar și al creșterii valorii stocului de materii prime și produse finite. În decursul perioadei analizate, societatea nu a înregistrat venituri semnificative din activitatea de cedare de active, deci veniturile sale din exploatare sunt aproape în întregime venituri operaționale;

3. o creștere de 18,60% a cheltuielilor din exploatare (mai lentă decât ritmul de creștere al veniturilor din exploatare), ceea ce a condus la îmbunătățirea rezultatului brut din exploatare.

La nivelul structurii cheltuielilor, Antibiotice SA a înregistrat:

– o creștere a cheltuielilor cu materiile prime mai lentă decât cea a producției realizate;

– o evoluție a cheltuielilor cu personalul (26,43%) ce continuă ritmul de creștere început în 2005 (+19%) și 2006 (+15,18%), însă pentru prima dată depășește dina-

mica veniturilor din exploatare;

– o escaladare spectaculoasă a cheltuielilor privind prestațiile externe, care aproape s-au dublat în decursul anului 2007 (+86,22%).

Creșterea costurilor salariale reflectă atenția sporită pe care Antibiotice SA a acordat-o în 2007 creșterii performanțelor echipelor de vânzări și cercetare și survine pe fondul intensificării concurenței pe piața pe care activează societatea.

Prin urmare, este interesant de urmărit dacă aceste tendințe se va perpetua în viitor și va conduce la o scădere a ponderii cheltuielilor cu materiile prime și la o creștere a celor cu cercetarea și activitățile de marketing în costul final al produselor.

În sfârșit, la creșterea spectaculoasă a cheltuielilor cu prestațiile externe pare să fi contribuit activitatea de rebranding și proiectare de noi ambalaje pentru produsele societății. De obicei, astfel de costuri survin periodic, însă este de presupus că frecvența și costurile aferente unui astfel de demers vor crește.

Tabelul 2

Element de cheltuieli	2006	2007 (preliminat)	Evoluție	Pondere în ch. din exploatare
Cheltuieli privind prestațiile externe	34.857.879	63.865.864	83,22%	32,77%
Cheltuieli cu personalul	43.382.326	54.849.217	26,43%	28,15%
Cheltuieli cu mat. prime și materiale consumabile	46.350.619	53.022.102	14,39%	27,21%
Ch. priv. amortizarea imobilizărilor corporale	11.778.682	8.964.256	-23,89%	4,60%
Cheltuieli privind energia și apa	6.950.340	6.735.681	-3,09%	3,46%
Alte cheltuieli din exploatare	20.992.002	7.429.624	-64,61%	3,81%
Cheltuieli din exploatare – total	164.311.849	194.866.744	18,60%	100,00%

Tabelul 3

Element de active circulante	2006	2007 (preliminat)	Evoluție	Pondere în active circulante
Stocuri	18.333.107	21.407.832	16,77%	11,89%
Creanțe	106.591.713	121.932.493	14,39%	67,73%
Casa și conturi la bănci	28.670.254	36.693.618	27,98%	20,38%
Active circulante – total	153.595.074	180.033.943	17,21%	100%

Structura sintetică a principalelor categorii de cheltuieli ale Antibiotice SA este prezentată în tabelul 2.

4. deteriorarea rezultatului din activitatea financiară, în condițiile în care moneda națională – leul – s-a depreciat accentuat în cea de-a doua jumătate a anului 2007, iar majoritatea producătorilor din România au fost luați prin surprindere de această evoluție și nu s-au protejat împotriva unor astfel de variații.

Pierderea financiară aferentă exercițiului 2007 este în sumă de 5,2 milioane lei și reprezintă un

procent de 12,34% din valoarea rezultatului din exploatare înregistrat în 2007.

5. un profit net în sumă de 30.758.694 lei, cu 29,03% mai mare decât cel înregistrat în anul precedent și care atestă faptul că politica societății de selectare și promovare a medicamentelor cu o profitabilitate superioară continuă să producă rezultate.

Dintre modificările bilanțiere înregistrate în decursul anului 2007, amintim:

1. creșterea cu 54.044.001 lei (64,19%) a nivelului activelor imobilizate, cu diferența de valoare de 46.507.429 de lei provenită din activitatea de reevaluare, dar și pe seama intrării în patrimoniul a unor noi active, în sumă de 7.536.572 de lei;

2. menținerea unui nivel destul de ridicat al activelor circulante, care reprezintă 52,35% din totalul activelor patrimoniale și înregistrează structura din tabelul 3.

Durata medie de încasare a creanțelor a înregistrat în 2007 o creștere față de anul anterior, pe fondul încasării cu întârziere a contravalorii medicamentelor livrate în sistemul sanitar. De asemenea, conform

declarațiilor conducerii societății, soldul creanțelor la 31.12.2007 include și creanțe neincasate din unitățile spitalicești ca urmare a unor livrări efectuate în 2005 și 2006. Prin urmare, pentru a evita prescrierea acestor sume, debitorii în cauză au fost acționați în instanță.

3. creșterea cu 18,78% a datoriilor societății, ca urmare a creșterii cu 22,86% a datoriilor pe termen scurt, iar în cadrul acestora, pe seama creditelor bancare (cu 29,44%, respectiv 11.668.268 de lei).

Creșterea datoriilor pe termen scurt corespunde creșterii cu 15.340.780 a creanțelor de natură comercială și izvorăște din necesitatea acoperirii acestora.

Datoriile pe termen lung se mențin la un nivel nesemnificativ, iar rata globală de îndatorare de 28,87% reflectă o structură a surselor de finanțare apropiată de cea optimă.

4. sporirea cu 38,16% a valorii capitalurilor proprii, în principal în urma reevaluării activelor patrimoniale, dar și ca urmare a includerii întregului profit net în cadrul avuției acționarilor. Este de așteptat însă ca societatea să acorde o parte

NOU! Trimite cuvântul **PROFIT** prin SMS la **7499** și ești abonat - pe loc - pe 3 luni

Prețul unui abonament pe 3 luni este de 9 euro (+TVA). Numărul este validat în rețelele Orange și Vodafone.

Se returnează Vodafone costul serviciului de răspuns este de 0,05 Euro + TVA.

I&P
UNIVERSITATEA DE PROFIT



Tabelul 4

Element de capitaluri proprii	2006	2007	Evoluție	Pondere în capitaluri proprii
Capital social	45.489.729	45.489.729	0,00%	18,60%
Rezerve din reevaluare	46.419.363	92.926.792	100,19%	37,99%
Rezerve	75.048.082	76.879.715	2,44%	31,43%
Rezultatul reportat	10.102.480	-1.422.451	-	-
Rezultatul exercițiului	23.839.146	30.758.694	29,03%	12,57%
Repartizarea profitului	-23.839.146	0	-	-
Capitaluri proprii	177.059.654	244.632.479	38,16%	100%

din profitul net sub formă de dividende, acest punct figurând pe ordinea de zi a AGOA din data de 21.04.2008.

Quantumul propus pentru distribuirea dividendelor aferente exercițiului financiar 2007 este de 0,027 lei/acțiune, în determinarea acestuia ținându-se cont probabil și de

niul de activitate în care activează societatea. Aceasta poate să facă oricând față cu succes comparației cu principalii concurenți, din rândul cărora se detașează, cu performanțe asemănătoare (cel puțin dacă stăm să ne gândim la faptul că fondurile acestuia reprezentând imobilizări financiare nu au fost folosite

unul relativ ridicat, în condițiile în care în prezent abundă pe piață titlurile cotate la cel mult de 1,5 ori valoarea lor contabilă.

Dacă ne raportăm strict la domeniul de activitate în care acționează societatea, gradul de supraevaluare se menține ridicat comparativ cu Zentiva SA (la care raportul preț/activ net contabil înregistrat în prezent este subunitar) și asemănător cu cel înregistrat de Biofarm București (unde am putea să asistăm la o reducere a activului net contabil datorată ajustării valorii imobilizărilor financiare deținute în portofoliu). În schimb, nivelul PER înregistrat de către Antibiotice SA rămâne cel mai bun din domeniul său de activitate, chiar dacă la strânsă concurență cu Biofarm București.

Prin urmare, pentru orice investitor interesat de domeniul farmaceutic este evident că principalul atu al Antibiotice Iași și Biofarm București îl reprezintă profitabilitatea, cu un plus de constanță în cazul ATB, în timp ce în cazul Zentiva rezultatele financiare dezamăgitoare au condus la o subevaluare a activului net.

În concluzie, să fie oare numai mirajul aceluși preț de 2 lei/acțiune,

În ciuda performanțelor financiare favorabile înregistrate în 2007, PER-ul și raportul preț/activ net contabil dezvăluie faptul că titlurile Antibiotice Iași sunt în continuare mult supraevaluate.

următoarele informații:

- în anii anteriori, dividendul brut acordat a fost în sumă de 0,0148 lei/acțiune pentru anul 2005, respectiv 0,0222 lei/acțiune pentru 2006;
- aceste sume au corespuns unor rate ale distribuiri de dividende cuprinse între 30 și 40%.

De altfel, în condițiile acestui dividend, cursului actual al titlurilor ATB i-ar corespunde un randament de 2%.

La data de 31.12.2007, capitalurile proprii ale Antibiotice SA Iași înregistrau structura din tabelul 4.

5. în sfârșit, activele și pasivele totale patrimoniale ale Antibiotice Iași au înregistrat în 2007 o creștere de 31,95% față de finele anului precedent.

INDICATORII DE RENTABILITATE

Indicatorii de rentabilitate înregistrează valori bune pentru dome-

niul de activitate în care activează societatea. Aceasta poate să facă oricând față cu succes comparației cu principalii concurenți, din rândul cărora se detașează, cu performanțe asemănătoare (cel puțin dacă stăm să ne gândim la faptul că fondurile acestuia reprezentând imobilizări financiare nu au fost folosite

EVOLUȚIA BURSIERĂ

În ciuda performanțelor financiare favorabile înregistrate în 2007, PER-ul și raportul preț/activ net contabil dezvăluie faptul că titlurile Antibiotice Iași sunt în continuare mult supraevaluate comparativ cu ceilalți emitenți, iar prețul acțiunilor ATB nu s-a corectat suficient (-35,13% față de debutul acestui an) pentru a face ca aceste titluri să devină atractive. Îndeosebi nivelul de 2,47 înregistrat de către raportul preț/activ net contabil unitar este

Tabelul 5

Indicator	ATB	BIO	SCD
Rata rentabilității economice	10,65%	9,60%	2,81%
Rata rentabilității financiare	12,57%	8,94%	1,63%

Tabelul 6

Simbol emitent	Activ net contabil	Profit preliminar 2007	Nr. acțiuni	Curs la data de 26.03.2008	PER
ATB	244.632.479	30.758.694	454.897.291	1,33	19,67
BIO	151.008.795	13.499.314	977.554.909	0,31	22,45
SCD	260.908.595	4.258.101	416.961.150	0,60	58,75

vehiculat ca punct de plecare în cazul unei viitoare privatizări, suficient pentru a justifica cotația titlurilor ATB? Fiindcă, cel puțin în ceea ce privește semnalele provenind din sfera analizei fundamentale, îndrăznim să ne arătăm sceptici în privința perspectivelor de revenire imediată a titlurilor ATB în zona maximelor atinse în debutul acestui an și în vara celui precedent.

În ceea ce privește analiza tehnică, cursul acțiunilor emitentului Antibiotice SA Iași a marcat în primele trei luni ale anului 2008 o evoluție demnă de a fi consemnată în cadrul acestui articol de analiză. Această evoluție este rezultatul direct al acțiunii următorilor factori

de influență:

- situația celor mai dezvoltate piețe externe de capital care, în urma declanșării celebritatei crize *subprime* pe piața creditului ipotecar american, s-au înscris pe o pantă descendentă deosebit de abruptă (și de volatilă);
- deteriorarea unor indicatori macroeconomici ai economiei românești (creșterea abruptă a deficitului de cont curent și inflamarea tensiunilor inflaționiste);
- nefinalizarea procesului de privatizare.

În aceste condiții, prețul titlurilor ATB a fost supus unor derapaje deosebit de ample. Aceste derapaje sunt cum nu se poate mai firești dacă ținem cont de faptul că prețul

de pornire în licitație era 2,1 RON/acțiune, iar după ce a dispărut miracolul privatizării, cursul a fost „condamnat” să se înscrie pe tendința de ansamblu a pieței noastre de capital.

În cele ce urmează, ne propunem să prezentăm o serie de argumente tehnice care să stabilească niște repere clare cu privire la evoluția din perioada următoare a simbolului.

Pentru început, vă supunem atenției graficul 1, care surprinde evoluția titlurilor ATB de la începutul anului 2006 și până în prezent.

Motivul pentru care am ales o perioadă atât de amplă este amplitudinea ultimei bucle corective, care a împins cotațiile spre mini-

Graficul 1



mele atinse în 2006. În acest fel, un grafic atât de amplu poate oferi imaginea de ansamblu care să ne ajute să ne orientăm pe o piață de capital dominată de derută și tendințe suspecte.

Pornind de la acest grafic, putem desprinde următoarele idei de bază:

– cursul titlurilor ATB s-a înscris, începând cu luna august 2007, pe un trend descendent în toată regula care a împins cotațiile din maximul istoric 2,17 RON (marcat în sesiunea de tranzacționare din data de 10.07.2007) spre minimul regional 1,29 RON (marcat în sesiunea de tranzacționare din data de 20.03.2008);

– bucla corectivă a spart Retragerile Fibonacci de 23,60% (1,96 RON), 38,20% (1,84 RON) și 61,80% (1,63 RON), rezultate în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent început în luna septembrie 2006, închizând totodată acest trend ascendent prin minimul regional consemnat la punctul precedent;

– un moment de referință l-a reprezentat spargerea suportului din 1,54 RON în sesiunea de tranzacționare din data de 19.03.2008;

– acest palier a fost testat în mai multe rânduri, fiind „înțepat“ succesiv printr-o serie de minime intra-day;

– în prezent, cursul se află în zona unei importante linii de suport – zona inferioară a consolidării din primele două luni ale anului 2006.

În ceea ce privește principalii indicatori de analiză, putem desprinde următoarele idei:

– oscilatorul Stochastic a revenit de sub prima linie de semnal, delimitată de valoarea 20, marcând în acest fel un problematic semnal de cum-părare;

– oscilatorul RSI a revenit de sub prima sa linie de reper (delimitată de valoarea 30), marcând în acest fel un important semnal; oscilatorul RSI a marcat, cel puțin până în prezent, importante semnale ale unor revirimente semnificative;

– indicatorul de trend MACD se află în prezent sub media sa mobilă și sub linia sa de reper, indicând forța vânzătorilor care a condus prețurile spre palierul actual.

În cele ce urmează, trebuie să analizăm volatilitatea deosebit de ridicată cunoscută de cursul titlurilor ATB pe parcursul trendului descendent. În acest punct al discuției, trebuie să facem precizarea că etapele procesului de privatizare al acestei societăți au influențat într-o măsură relativ ridicată evoluția cursului acestor acțiuni. În aceste condiții, maximul atins în ultima parte a anului 2007 (2,05 RON marcat în ultima sesiune a anului 2007, pe un volum ridicat), continuat cu

onlinebroker.ro
SSIF ROMINTRADE



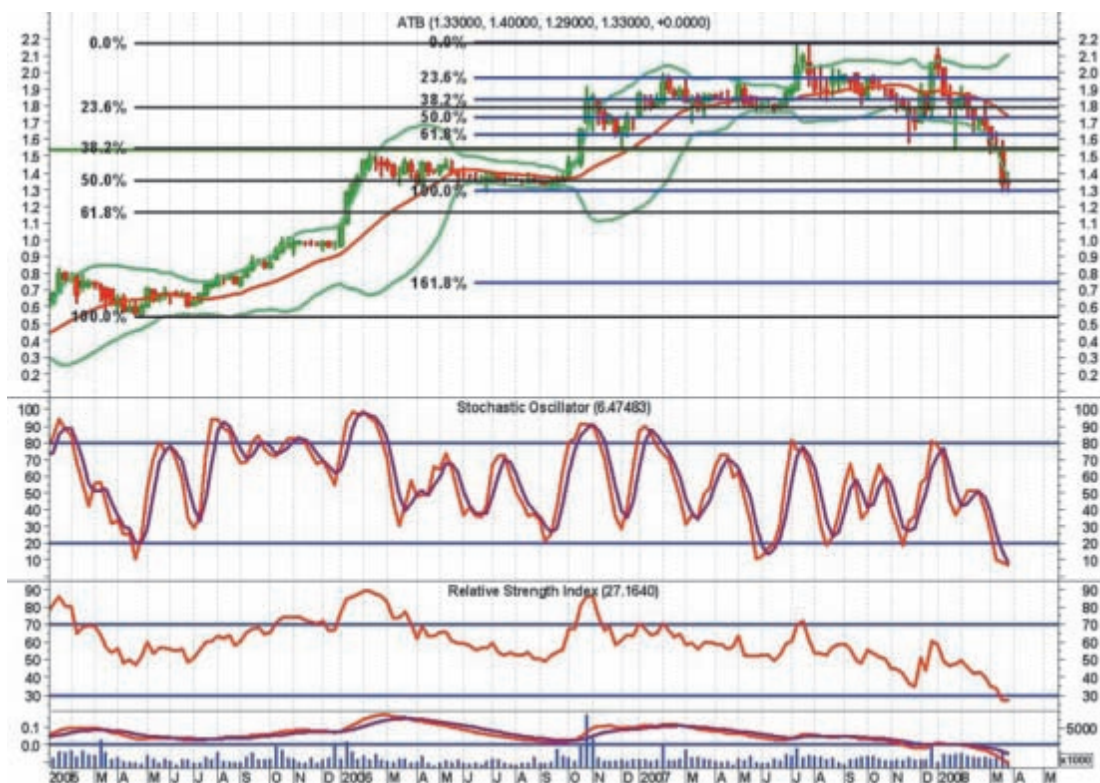
SSIF Romintrade S.A. România
Decizia CNVM 1763/2003

500214, B-dul Victoriei, nr. 12, Brașov, jud. Brașov
Tel: 0268.410.605, Fax: 0268.410.592

E-mail: office@onlinebroker.ro,

www.onlinebroker.ro

Graficul 2



topul regional marcat în prima sesiune a anului 2008 – 2,14 RON –, reprezintă consecințe nenaturale ale diseminării în fluxurile media ale unor informații importante legate de prețul de pornire în cadrul licitației cu strigare care ar fi trebuit să aibă drept finalitate privatizarea acestei societăți.

Vă propunem graficul 2, ce surprinde evoluția săptămânală a cursului titlurilor ATB pe o perioadă ceva mai amplă. Motivul pentru care vă prezentăm acest grafic este unul simplu: graficele săptămânale surprind evoluții ceva mai cursive, neafectate de „bruijașele zilnice“.

Acest grafic are avantajul de a prezenta atât trendul ascendent multianual care a condus la atingerea maximului istoric, cât și corecția abruptă care a urmat. De asemenea, se observă faptul că bucla corectivă a spart primele două Retrageri Fibonacci ale trendului ascendent multianual, cea de 23,60% (1,79 RON) și cea de 38,20% (1,55 RON), re-

zultate în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent multianual. Mai mult, se confirmă încă o dată, dacă mai era nevoie, importanța suportului 1,54 RON, care se suprapune peste materializarea monetară a Retragerii Fibonacci de 31,80% menționată în fraza precedentă.

În aceste condiții, cursul acțiunilor ATB pare a traversa sesiuni de tranzacționare deosebit de importante. Astfel, suportul de 1,30 RON reprezintă ultima „baricădă“ care mai poate ține în picioare trendul ascendent multianual.

În concluzie, din punct de vedere tehnic, orice investitor rațional ar trebui să aștepte verdictul sustenabilității acestei linii de suport. De asemenea, trebuie reținute următoarele argumente:

- în cazul în care 1,30 RON se consolidează, cursul poate reveni relativ ușor în zona 1,54 RON;
- deasupra acestor paliere, cursul

pare a avea o misiune deosebit de grea, așa cum reiese din indicatorii fundamentali prezentați în prima parte a materialului;

- tendința de ansamblu a pieței noastre de capital apasă deosebit de greu pe BID-ul atât de șubrezit de eșuarea procesului de privatizare;

- bucla corectivă a adus în peisajul bursier românesc o serie de societăți deosebit de atractive, mult mai performante decât Antibiotice SA Iași și care s-ar putea dovedi ținte investiționale deosebit de profitabile pe termen mediu și lung;

- cu toate acestea, pentru investitorii ce vizează „medicamentele“ listate la Bursa de Valori București, titlurile ATB par să fi ajuns într-o zonă relativ interesantă;

- în final, nu putem să nu amintim de situația celor mai dezvoltate piețe externe de capital, care vor juca și în perioada următoare rolul de călăuză „pe meleagurile Sistemului Financiar Mondial“. ■