

SIF-urile devin din ce în ce mai atractive

ANCA REGNEALĂ

GAVRILĂ ALEXANDRU

DEPARTAMENT ANALIZĂ, SSIF ROMINTRADE SA BRAȘOV

Pe fondul trendului descendent înregistrat la BVB în ultimele săptămâni, nu putem să nu remarcăm o divergență puternică între aceste evoluții și performanțele financiare de excepție publicate de emitenți provenind din domeniul financiar-bancar precum BRD, TLV, energetic (OIL) ori din turism (EFO, TUFE). Piața scade, scade, scade... și parcă nu se mai oprește, în ciuda acestor performanțe notabile.

Aceeași situație este valabilă și în cazul SIF-urilor (*tabel 1*), care tes-

tează în prezent valori ale indicatorului preț/activ net contabil situate în intervalul 0,7-0,81. După cum rezultă din tabelul de mai jos, nivelul scăzut al cotațiilor înregistrate de cele cinci Societăți de Investiții Financiare determină, de asemenea, valorile bune înregistrate în cazul PER.

Adevărul este că, strict din perspectiva rezultatelor financiare înregistrate până în prezent, semnalele sunt mai degrabă pozitive.

Astfel, tabelul 2 surprinde evoluția profitului net la nouă luni, a pro-

fitului cumulat pe ultimele patru trimestre calendaristice și a activului net la data de 30 septembrie 2007.

Așadar, observăm că primele nouă luni din anul curent au consemnat, în cazul tuturor celor cinci Societăți de Investiții Financiare analizate, creșteri semnificative ale activului net. Activul net al SIF 1 și SIF 2 a înregistrat creșteri de 46,38%, respectiv 48,69%, cel al SIF 5 a crescut cu 57,74%, iar SIF 4 și SIF 3 au reușit performanța demnă de invidiat de a înregistra creșteri de peste 80% ale activului lor net (activul net al SIF 4 a crescut cu 88,65%, iar SIF 3 și-a dublat valoarea activului net, în condițiile în care creșterea înregistrată a fost egală cu 91,80%).

În privința profitului net înregistrat la nouă luni, observăm că SIF-urile au înregistrat evoluții mai nuanțate. Astfel, atât SIF 1, cât și

Tabelul 1

Emitent	Activ net contabil	Nr. acțiuni	Curs	Grad de supraevaluare	PER
SIF1	2.047.551.113	548.849.268	2,98	0,80	23,16
SIF2	1.856.052.825	519.089.588	2,90	0,81	23,35
SIF3	2.813.371.803	1.092.143.332	2,04	0,79	21,31
SIF4	2.301.620.129	807.036.515	2,01	0,70	29,82
SIF5	2.896.488.429	580.165.714	3,70	0,74	23,03

Tabelul 2

Emitent	Activ net (sept. 06)	Activ net (sept. 07)	Ritm de creștere a activului net	Profit net sept. 06	Profit net sept. 07	Ritm de creștere a profitului la 9 luni	Profit pe ultimele patru trimestre
SIF1	1.398.759.398	2.047.551.113	46,38%	91.410.373	78.876.014	-13,71%	70.612.424
SIF2	1.248.241.454	1.856.052.825	48,69%	39.852.498	55.979.647	40,47%	64.468.373
SIF3	1.466.860.272	2.813.371.803	91,80%	52.846.063	104.242.300	97,26%	104.565.293
SIF4	1.220.077.357	2.301.620.129	88,65%	80.910.269	63.341.481	-21,71%	54.401.028
SIF5	1.836.248.627	2.896.488.429	57,74%	93.470.633	107.785.257	15,31%	93.221.426

Tabelul 3

SIF 1	Pondere	SIF 2	Pondere	SIF 3	Pondere	SIF 4	Pondere	SIF 5	Pondere
BRD	36,50%	BRD	50,95%	B.R.D	36,46%	B.R.D	45,95%	B.R.D	36,50%
BCR	9,63%	BCR	9,72%	TUFE	11,38%	BCR	8,19%	SNP	9,63%
TLV	6,54%	TLV	7,8%	EFO	10,48%	BUCU	5,85%	BCR	6,54%
VNC	6,25%	BIO	2,98%	BCR	6,84%	METV	4,71%	TLV	6,25%
BIO	5,44%	MECF	2,88%	ARO Palace SA	3,39%	RORX	4,39%	AUCS	5,44%
SIDG	3,47%	PTRO	2,79%	SNO	3,23%	SEOM	2,66%	ART	3,47%
IAMU	3,21%	SNP	2,34%	INTA	2,90%	Comaico SA Buc.	2,41%	ATB	3,21%
COTR	2,76%	TERU	2,06%	CMCM	2,74%	PRSN	2,23%	MRDO	2,76%
Bancpost	2,74%	Bancpost	1,46%	TUSI	2,27%	COTE	1,81%	TUFE	2,74%
Total	76,54%		82,98%		81,90%		79,77%		76,54%

SIF 4 au consemnat la data de 30 septembrie 2007 scăderi de 13,71%, respectiv 21,71% față de perioada similară a anului precedent. Profitul net obținut de SIF 5 în primele trei trimestre ale anului curent a înregistrat o creștere moderată, de 15,31%, față de aceeași perioadă din 2006, iar SIF 2 și SIF 3 au reușit să-și sporească profitul net la 30 septembrie 2007 cu nu mai puțin de 40,47% în cazul SIF 2 și 97,26% pentru SIF 3.

Observăm așadar că nu toate SIF-urile au reușit (sau nu toate au fost interesate) să marcheze, prin vânzare, câștigurile aduse de creșterea valorii acțiunilor deținute în portofoliu.

Pentru a găsi o explicație a acestor evoluții, am purces la o analiză minuțioasă a portofoliului societăților analizate. Tabelul 3 cuprinde cele mai importante zece societăți cuprinse în portofoliul fiecăreia dintre SIF-uri.

Astfel, este suficient să aruncăm o scurtă privire asupra acestui tabel pentru a constata următoarele:

- societățile admise la categoria I sau II a BVB dețin aproximativ 60% din portofoliul SIF-urilor;
- primelor zece dețineri, ca mărime, din portofoliul SIF-urilor le revine un procent de aproximativ 80% din activul total al acestora;
- exceptând BCR, Bancpost SA,

Aro-Palace SA Brașov (SIF 3) și Comaico SA București (SIF 4), cel puțin opt dintre primele zece societăți sunt listate.

La rândul său, această structură comportă o serie de avantaje și dezavantaje. Astfel, societățile deschise sunt cuprinse în portofoliul SIF la valoarea lor de piață, în timp ce companiile închise se regăsesc la valoarea activului lor contabil. De exemplu, să presupunem că BRD, unde indicatorul pret/activ net contabil este de 5,61 la data redactării acestui articol, este inclus în portofoliul unui SIF la valoarea de piață, care este de 5,6 ori mai mare decât activul net. În acest caz, dacă SIF-ul ar avea un pret/activ net contabil de 0,8, cum de altfel este cazul în prezent, supraevaluarea titlurilor BRD rezultată în urma unei achiziții indirecte prin intermediul acțiunii SIF ar fi de de numai 4,8. În schimb, dacă raportul pret/activ net contabil pentru SIF-ul respectiv ar deveni, ipotetic vorbind, egal cu 2, supraevaluarea titlurilor BRD ar urca până la nivelul de 11,2, ceea ce ar face mai atractivă achiziționarea titlurilor BRD direct din piață.

În schimb, în cadrul acelorași portofolii, titlurile BCR (societate închisă), sunt incluse la valoarea activului net, deși este de presupus că o valoare mai apropiată de realitate se va obține înmulțind activul

net contabil cu un grad de supraevaluare apropiat de cele mai reprezentative societăți bancare cotate la BVB.

Prin urmare, valorile înregistrate de raportul preț/activ net contabil pentru principalele societăți cuprinse în portofoliul SIF, conțin informații prețioase cu privire la perspectivele de creștere a titlurilor SIF în viitor.

Cât despre presupusa intenție a SIF-urilor de a subscrie în cadrul IPO Transgaz sau de a opera investiții directe pe piața de capital, vom lăsa să vorbească cifrele menționate în tabelul 4. Iar ele ne spun că, la data de 30 septembrie 2007, casa și disponibilitățile bănești ale SIF-urilor au înregistrat creșteri substanțiale comparativ cu aceeași perioadă a anului precedent.

Se observă în acest sens că atât SIF 3, cât și SIF 5 stau foarte bine la capitolul lichiditate. Mai mult, în cazul SIF 3 considerăm că la această

Tabelul 4

Simbol	Casa și conturi la bănci	
	30.09.2006	30.09.2007
SIF1	269.069	191.647
SIF2	4.363.267	13.047.678
SIF3	63.143.348	106.280.272
SIF4	3.653.447	14.952.506
SIF5	52.887.177	99.545.956

situație a contribuit și faptul că în anul curent, societatea a optat pentru majorarea de capital prin încorporarea profitului obținut în anul precedent, în detrimentul distribuirii de dividende în numerar către acționari. Strategia aleasă i-a adus în mod evident societății un surplus de lichidități, în condițiile în care dividendele distribuite în cuantumul anului 2005 au fost în sumă de 27.303.583 lei iar cele aferente anului 2004 în valoare de 35.494.658 lei. Aceste sume corespund unei rate a distribuirii de dividende de 72,18% în 2005, respectiv 43,61% în 2004. Iar lichiditățile, indiferent dacă vor fi folosite în cazul subscrierii la Transgaz sau nu, constituie un element esențial pentru restructurarea viitoare a portofoliului.

În consecință, din punctul de vedere al analizei fundamentale, sesizăm că SIF-urile prezintă oportunități legate de nivelul actual de subevaluare a activului net contabil,

precum și de capacitatea lor de a identifica noi oportunități de creștere în rândul societăților pe care le dețin în portofoliu.

În ceea ce privește analiza tehnică, sectorul Societăților de Investiții Financiare a traversat în primele unsprezece luni ale acestui an o evoluție demnă de a fi consemnată în prezentul articol de analiză. Astfel, odată cu ratificarea includerii pieței românești de capital în rândul burselor europene (prin aderarea la Uniunea Europeană), piața românească de capital a cunoscut o serie de mutații greu de imaginat în urmă cu un an de zile (când majoritatea analiștilor preconizau cu înfrigurare un aflus de investitori străini care să ridice cotațiile emitenților cotați la Bursa de Valori București spre o cascadă de maxime istorice). Dintre acestea putem aminti:

– aducerea în prim plan a corelației între evoluția pieței noastre de capital și evoluția celor mai dezvoltate

piețe externe de capital (această corelație este una în principal emoțională, ea manifestându-se cu predilecție pe scădere);

– schimbarea sezonității pieței noastre de capital (practic evoluția de ansamblu a pieței noastre de capital și-a schimbat patern-ul);

– creșterea gradului de sofisticare al strategiilor utilizate de majoritatea investitorilor ce activează pe piața noastră de capital;

– creșterea gradului de interconectare ale sectoarelor pieței financiar-monetare românești.

În aceste condiții, nu ar trebui să mai mire pe nimeni evoluția cunoscută de sectorul SIF-urilor în ultimele patru luni de tranzacționare. Graficul 1 surprinde evoluția acestei nișe în ultimii doi ani de tranzacționare.

Astfel, observăm fără prea multă dificultate că, dacă anul trecut în luna noiembrie, ne aflam într-o zonă vecină maximului istoric, în prezent ne aflăm într-o zonă de

Graficul 1



minim, care a anulat prin amplitudinea mișcării descendente întreg câștigul cunoscut de sector pe parcursul acestui interesant an de tranzacționare. La această situație au contribuit următoarele forțe de piață:

- derapajul abrupt cunoscut de cele mai dezvoltate piețe externe de capital (ce a debutat la finele lunii iulie a acestui an), derapaj generat de problemele apărute pe piața creditului ipotecar din SUA, derapaj care a reprezentat un pretext deosebit de bun pentru a conduce piața spre prețuri mai bune pentru cumpărare;

- reinflamarea tendințelor inflaționiste, pe fondul șocului de ofertă de produse alimentare, generat de seceta ce a marcat primele trei trimestre ale acestui an, ce au forțat decizia Guvernatorului BNR de a majora rata dobânzii de politică monetară (fapt ce îngreșează într-o oarecare măsură accesul societăților la finanțarea prin credite, transformând strategiile de finanțare prin intermediul pieței de capital într-o alternativă mult mai eficientă);

- adâncirea deficitului de cont curent, care în condițiile înrăutățirii rapide a situației piețelor financiare externe devine din ce în ce mai greu de finanțat cu costuri optime, fapt ce a contribuit de asemenea la readucerea în prim plan a problemei inflației;

- declașarea perspectivei de rating de țară, operată de o serie de Agenții de Rating;

- volatilitatea ridicată cunoscută de cursul monedei naționale în raport cu moneda Uniunii Europene, volatilitate pusă mai mult sau mai puțin premeditat pe seama unui ipotetic exit al investitorilor străini de pe piața românească de capital.

În aceste condiții, nu ne mai miră faptul că situațiile financiare deosebit de bune publicate de majoritatea emitenților cotați la BVV nu au mai stârnit entuziasmul firesc, fiind estompeate de o panică cro-

onlinebroker.ro
SSIF ROMINTRADE

SSIF Romintrade

Dispui de un surplus de bani **Investește**

Aliniativă **Acționează**

Esti curajos **Decide**

Esti deschis la nou **Testează**

Te gandești la viitorul tău **Apelează**
la specialiștii Romintrade

SSIF Romintrade SA Romania
Decizia CNVM 1763/2003
500214, B-dul Victoriei, nr. 12, Brasov, Jud. Brasov
Tel: 0268.410.605; Fax: 0268.410.592
E-mail: office@onlinebroker.ro
www.onlinebroker.ro

Graficul 2



Graficul 3



Graficul 4



nică, ce pare să o depășească pe cea din luna martie a acestui an, generată de corecția piețelor asiatice de capital.

Dar să revenim la argumentele tehnice care ar trebui să facă obiectul acestei părți dedicate analizei grafice a evoluției cursului Societăților de Investiții Financiare.

Astfel, nu putem să nu observăm o serie de similitudini între situația în care se află SIF-urile în prezent și cea în care se aflau în luna iunie 2006:

- în ambele cazuri bucla corectivă a avut următorul tipar: val-consolidare-val;

- ușoara pseudo-consolidare ascendentă ce a precedat ultimul val corectiv a readus indicatorul de trend MACD peste linia sa de reper, fiind precedată de o ușoară divergență pozitivă la nivelul principalilor indicatori de analiză;

- ultimul val corectiv a fost alimentat de incapacitatea „taurilor“ de a reveni peste Retragera Fibo-

nacci de 23,60% rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent anual, început în luna martie a acestui an;

- oscilatorii Stochastic și mai ales RSI joacă în general, prin marcarea unor divergențe pozitive sau negative, un rol deosebit de important în preconizarea unor inversări importante de trend;

- indicatorul de trend MACD copiază, în general, divergența sugerată de oscilatorii menționați la punctul precedent, însă o face cu un oarecare lag.

Practic, în prezent cursul indicelui sectorial BET-FI se află în zona unor linii de trend deosebit de importante:

- prima linie de culoare roșie, ce reprezintă tendința descendentă principală;

- se sprijină pe cea de-a doua linie de culoare roșie, ce reprezintă fosta tendință descendentă secundară și care, în urma spargerii, a devenit un suport relativ stabil, cel

puțin până în prezent;

- linia unui trend multianual secundar, care deși a fost de curând spartă, reprezintă o importantă linie de reper;

- limita inferioară a unui tunel rezultat în urma trasării unei paralele cu rezistența istorică prin minimumul regional marcat la finele lunii iunie a anului precedent.

De asemenea nu putem să nu

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

NOU!

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

În rețeaua Vodafone costul sms-ului de răspuns este de 0.05 Euro + TVA.

I&P
INVESTIȚII ȘI PROFITURI

Graficul 5



menționăm următoarele linii de reper:

- 69.700 puncte, reprezentând linia de suport delimitată de Retragera Fibonacci de 61,80% rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent anual, început în luna martie a acestui an;
- 68.758 puncte, reprezentând maximumul istoric precedent, marcat

în prima sesiune de tranzacționare a acestui an;

- 67.500 puncte, reprezentând limita inferioară a pseudo-consolidării ascendente ce a precedat sprintul ascendent din luna iunie a acestui an.

La nivelul indicatorilor de analiză putem surprinde următoarele aspecte:

- indicatorul de trend MACD se află sub linia sa de reper, delimitată de valoarea zero, fiind de asemenea sub media sa; el urmează o traiectorie similară celei descrise de curs;
- oscilatorii RSI și Stochastic, au atins niveluri deosebit de joase ale zonei de supravânzare, încercând tentative firave de depășire ale primei linii de reper.

În ceea ce privește lichiditatea înregistrată de acest sector, deosebit de important al pieței noastre de capital, aceasta începe să cunoască în perioada precedentă, semn că

actori importanți din piață consideră palierele de preț atinse deosebit de atractive.

În continuare ne propunem să analizăm graficul fiecărei Societăți de Investiții Financiare în parte.

La acest nivel al discuției trebuie să facem următoarea precizare: amplitudinea buclei corective a fost în strânsă legătură cu nivelul indicatorului P/VUAN înregistrat de fiecare societate în parte în momentul în care a atins maximumul istoric. În consecință cele cinci Societăți de Investiții Financiare pot fi încadrate în următoarele categorii:

- o prima categorie include SIF 3 și SIF 5, societăți care înregistrau un raport P/VUAN rezonabil la sfârșitul lunii iulie a anului curent. Aceste societăți se bucură de o situație economico-financiară la nouă luni deosebit de favorabilă, culegând roadele unui portofoliu de titluri deosebit de dinamic. Aceste societăți au reușit să se stabilizeze într-o oarecare măsură în jurul Retragerii

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 (=10€). Numărul este valabil în rețeaua Orange și Vodafone. În raportul Mediatorului contul 100000 este de 0.05 Euro + TVA.

I&P
INVESTIȚII ȘI PROIECTE

Graficul 6



Fibonacci de 61,80% rezultate în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent anual început în luna martie a acestui an (*graficele 2 și 3*).

– o a doua categorie include doar SIF 4, o societate care înregistrează un bun raport P/VUAN însă investitorii au manifestat o reticență maximă cu privire la sustenabilitatea creșterii abrupte înregistrate la nivelul portofoliului. În aceste condiții SIF 4 a coborât sub Retrageria Fibonacci de 61,80% rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci de trendul ascendent anual înregistrând valori vecine fostului maxim istoric marcat în luna februarie a anului 2006 (*graficul 4*).

– o ultimă categorie ce include SIF 1 și SIF 2, societăți care au avut de suferit cel mai mult în urma corecției, fapt ce se datorează cel mai probabil nivelului ridicat înregistrat de indicatorul P/VUAN la momentul debutului corecției. În aceste condiții, cursul a coborât rapid,

corectând tranșant o supraevaluare excesivă. Practic, cele două societăți emittente înregistrează valori net inferioare Retragerii Fibonacci de 61,80%, fiind relativ apropiate de maximele istorice marcate în luna februarie a anului precedent (*graficele 5 și 6*).

În aceste condiții se desprind următoarele argumente:

– piața înregistrează, din punct de vedere fundamental și tehnic, în prezent prețuri deosebit de atractive (idee care este valabilă pentru foarte mulți emitenți cotați la BVB), prețuri care se vor dovedi pe termen mediu și lung un bun moment de intrare;

– urmăriți marcarea unui minim cert, urmat de o retestare care să trimită indicatorii de analiză într-o semnificativă divergență pozitivă;

– liniile de suport sparte de bucla corectivă se vor dovedi puncte de rezistență deosebit de solide;

– faptul că prețurile sunt atractive din punct de vedere fundamen-

tal încă de când BET-FI înregistrează 75.000 puncte, nu înseamnă neapărat că bucla corectivă se va opri în stadiul actual.

În concluzie, piața pare să corecteze rapid niveluri discrepante ale componentelor unui sector, aducând spre finalul buclei corective toți emitenții la valori similare ale indicatorilor de analiză economico-financiară. Mai mult, considerăm că piața a atins paliere de preț deosebit de atractive (mai ales dacă ținem seama că în portofoliile celor cinci SIF-uri există o serie de emitenți neînregistrați la valoarea lor justă) fapt ce ar trebui să transforme palierele actuale ale indicatorului sectorial BET-FI într-o importantă zonă de reper (și de activare pentru cumpărători). Personal, considerăm mai mult decât nejustificată o coborâre semnificativă a cotațiilor sub nivelul actual. Rămâne de văzut dacă realitatea bursieră va confirma părerile exprimate în acest articol de analiză. ■