

TGN evidențiază subevaluarea titlurilor CNTEE TRANSELECTRICA (TEL)

ANCA REGNEALĂ

GAVRILĂ ALEXANDRU

DEPARTAMENT ANALIZĂ, SSIF ROMINTRADE SA BRAȘOV

În ultima perioadă, piața românească de capital a afișat așteptări dintre cele mai fanteziste în ceea ce privește randamentele viitoare ce vor fi aduse de investiția în Transgaz. Și cum această prognoză se bazează, printre altele, pe istoricul unor oferte publice primare desfășurate anterior la BVB, am considerat drept doesebit de util să aruncăm o privire lucidă asupra evoluției Transelectrica, la 16 luni de la data primei tranzații.

Așadar, ce urmează după o listare de succes? Ei bine, chiar și în cazurile TEL, după câteva luni caracterizate prin randamente excelente, a urmat o evoluție mai puțin strălucită. Atâta timp cât evoluția cursului a fost susținută de o serie de rezultate financiare excepționale, totul a fost OK. Când însă acestea au încetat să mai corespundă așteptărilor, au fost întrunite toate condițiile pentru ca balonul de săpun să se spargă prematur... Iar rezultatele financiare publicate de Transelectrica la finele primelor nouă luni ale anului curent au fost pe de-a-ntregul nesatisfăcătoare...

În prezent, de știri interesante nu ducem, în mod evident, lipsă, în condițiile în care SIF Oltenia și-a manifestat un oarecare interes pentru titlurile TEL și a achiziționat în

1 și 2.11.2007 două pachete însumând 401.590 de acțiuni Transelectrica.

Prin urmare, rămâne de văzut când și în ce condiții se va produce o stabilizare a rezultatelor financiare, precum și dacă va fi nevoie de o nouă ofertă publică pentru a scoate titlurile TEL din anonim și a le reda strălucirea înregistrată în perioada de după lansare.

REZULTATELE FINANCIARE AFERENTE PRIMELOR NOUĂ LUNI ALE ANULUI 2007

În perioada imediat ulterioară listării, profitul Transelectrica a cunoscut o evoluție extrem de spectaculoasă. Astfel, la 30.12.2006, societatea a anunțat o cifră de afaceri în creștere cu 43,51% față de anul precedent și un profit net cu 237% peste cel obținut la finele lui 2005. Rezultatul a inclus, ce e drept, și un profit în valoare de 71.790.309 lei (21,94% din profitul brut) prove-

nit din activitatea financiară (reevaluarea datoriilor societății), însă prea puțini au fost cei care au realizat că un asemenea profit a fost rezultatul unei conjuncturi favorabile de scurtă durată, care de altfel s-a menținut și în debutul lui 2007, și prin urmare o tendință puțin susținabilă pe termen lung.

În acest context, rezultatele financiare bugetate pentru anul în curs (2007) au marcat o cruntă trezire la realitate: societatea și-a bugetat pentru anul în curs un profit brut în sumă de numai 70.000.000 de lei, în scădere cu 78,61% față de cel înregistrat la finele anului 2006, precum și o cifră de afaceri în stagnare, în condițiile în care avansul înregistrat în anul precedent fusese de 43,51%.

Rezultatele obținute în primele șase luni ale anului curent au părut să dea dreptate optimiștilor, însă în prezent rezultatele nu sunt deloc încurajatoare.

Tabelul 1. Rezultate financiare trimestriale

Data	30.03.2006	30.03.2007	Evoluție
Profit net	93.410.964	42.430.627	-55%
Data	30.06.2006	30.06.2007	
Profit net	109.994.666	54.581.992	-50%
Data	30.09.2006	30.09.2007	
Profit net	163614616	32610983	-80,07%

Declinul înregistrat de către Trans-electrica pe parcursul anului curent, la nivel de rezultate financiare trimestriale, este de altfel surprins în tabelul 1.

În sfârșit, faptul că societatea și-a revizuit bugetul de venituri și cheltuieli pentru anul în curs, în sensul unei majorări timide a profitului brut, de la 70 de milioane de lei la 75 de milioane de lei, trebuie interpretat ca fiind o sursă de optimism moderat.

Cât despre rezultatele financiare aferente primelor nouă luni ale anului curent, acestea pun în valoare următoarele aspecte:

La nivelul contului de profit și pierdere:

1. Ca urmare a evoluției nefavorabile din trimestrul III/2007, cifra de afaceri la nouă luni a înregistrat un avans minim (de 2,57%) față de perioada similară a anului precedent, iar veniturile din exploatare au crescut cu numai 3,49%.

2. Cheltuielile din exploatare s-au majorat cu 14,22%, ceea ce în condițiile în care veniturile din exploatare au sporit cu numai 3,49%, a condus la deteriorarea rezultatului din exploatare al societății. Structura și evoluția principalelor categorii de cheltuieli ale societății sunt surprinse în tabelul 2.

3. Activitatea financiară înregistrată de Transelectrica în primele nouă luni ale anului curent s-a încheiat cu o pierdere în sumă de 8.218.031 lei, comparativ cu o pierdere de 14.621.606 lei în perioada similară a anului precedent.

Societatea a înregistrat un nivel destul de ridicat al cheltuielilor financiare, în principal ca urmare a dobânzilor aferente împrumuturilor contractate de societate. De asemenea, le finele anului precedent, principala categorie de venituri înregistrate era cea provenind din diferențe de curs valutar. Ținând însă cont de structura pe valute a datoriilor societății, este puțin probabil

Tabelul 2. Evoluția cheltuielilor

Elemente de cheltuieli	30.09.2006	30.09.2007	Evoluție	Pondere în total cheltuieli din exploatare
Cheltuieli cu materiile prime	7.961.679	4.584.753	-42,41%	0,27%
Alte cheltuieli materiale	1.118.321.873	1.252.062.569	11,96%	74,72%
Cheltuieli cu energia și apa	9.665.282	9.187.832	-4,94%	0,55%
Cheltuieli cu personalul	56.900.188	73.773.958	29,66%	4,40%
Cheltuieli cu amortizarea	122.901.326	151.891.045	23,59%	2,00%
Cheltuieli cu prestațiile externe	144.218.604	164.897.503	14,34%	9,84%
Cheltuieli cu alte impozite și taxe	6.732.526	15.249.336	126,50%	0,91%
Alte elemente de cheltuieli	288.203	3.966.577	1276,31%	0,24%
Cheltuieli din exploatare	1.466.989.681	1.675.613.573	14,22%	92,70%

ca la finele anului 2007 veniturile din reevaluarea datoriilor în valută ale societății să se ridice la nivelul pe care l-au atins în perioada similară din 2006. Potrivit conducerii societății, un procentaj de 72% din creditele companiei sunt în euro, 18%, în dolari, 6% în yenii japonezi și doar 4% în lei. Iar în cea de-a doua jumătate a anului trecut, leul s-a depreciat față de toate aceste valute, cu excepția dolarului.

4. Profitul obținut de Transelectrica în primele nouă luni ale anului 2007 a scăzut cu 80,07% față de perioada similară a anului precedent. Așadar, rezultatele dezamăgitoare înregistrate la nouă luni par să pună în pericol chiar și profitul modest pe care societatea și l-a bugetat pentru 2007. Asta dacă nu cumva trimestrul patru, în care de obicei consumul energetic atinge niveluri-record, ne rezervă surprize de proporții.

La nivel bilanțier, Transelectrica a înregistrat puține evoluții spectaculoase:

1. Imobilizările corporale au crescut cu numai 1,03% față de nivelul înregistrat în debutul anului.

2. Sumele deținute în casă și conturile la bănci ale societății au scăzut de la 341.066.275 lei, cât erau la începutul lui 2007, la 182.862.996 lei la finele lunii septembrie, dar se

mențin la un nivel care dovedește încă o dată că sumele mobilizate cu ocazia majorării de capital din 2006 au fost doar parțial utilizate pentru realizarea investițiilor planificate. La acest aspect a contribuit probabil și procedura greoaie, specifică societăților cu capital majoritar de stat, de alocare a contractelor de investiții pe bază de licitații publice, dar și faptul că o parte dintre aceste proiecte se află momentan în stadiul de planificare.

3. Structura datoriilor contractate de societate a suferit o ușoară modificare, pe fondul scăderii cu 138.183.004 lei (19,02%) a datoriilor pe termen scurt și al creșterii cu 129.986.188 lei (15,34%) a datoriilor pe termen lung. Rata globală de îndatorare a societății nu s-a modificat însă semnificativ și se menține în continuare la un nivel destul de ridicat, după cum se vede din tabelul 3.

4. În sfârșit, față de începutul anului, capitalurile proprii ale Transelectrica au scăzut cu 3,27%, în principal din cauza profitului mai redus obținut în cursul exercițiului financiar în curs.

Tabelul 3. Rata de îndatorare

Indicator	01.01.2007	30.09.2007
Rata globală de îndatorare	44,23%	44,60%

INDICATORII DE RENTABILITATE

Indicatorii de rentabilitate ai societății, calculați pe baza profitului din ultimele patru trimestre calendaristice, sunt surprinși în tabelul 4.

Atât rentabilitatea economică, cât și cea financiară a Transelectrica înregistrează în prezent niveluri situate sub media companiilor de pe piața de capital românească. Posibile explicații pentru aceste valori scăzute sunt nivelul ridicat al cheltuielilor de producție, dar și ponderea încă destul de ridicată a activelor nereproductive în total active.

De asemenea, este de așteptat ca rentabilitatea societății să se reducă în perioada imediat următoare, în cazul în care profitul înregistrat la finele anului se va situa sub nivelul celui înregistrat în anul anterior. În prezent, profitul avut în vedere în calculul acestui indicator (profitul aferent ultimelor 12 luni calendaristice) cuprinde atât rezultatele favorabile din ultimul trimestru al anului precedent și debutul celui

current, cât și profitul mai puțin spectaculos din perioada aprilie-septembrie 2007.

EVOLUȚIA BURSIERĂ

Valorile PER au depins atât de evoluția cursului titlurilor TEL, cât mai ales de profitabilitatea societății. Drept urmare, rezultatele financiare în scădere înregistrate la finele trimestrului III al anului trecut au condus la atingerea celui mai ridicat nivel PER din istoria Transelectrica.

În schimb, condițiile în care activul net contabil al Transelectrica a avut o evoluție mult mai constantă, nivelul raportului preț/activ net contabil a fluctuat cel mai adesea direct proporțional cu evoluția cursului bursier.

Tabelul 5 încearcă să surprindă valorile extreme cunoscute de cei doi indicatori, PER și preț/activul net contabil, în cele 16 luni ulterioare listării Transelectrica.

Acțiunile Transelectrica au fost oferite spre subscriere la un preț de emisiune ce a cuprins un discount de 36% față de valoarea activului net contabil. În condițiile în care cursul acțiunilor a cunoscut ulterior o evoluție ascendentă rapidă, raportul preț/activ net contabil a cochetat cu valoarea maximă de 1,63 în 21.02.2007 și în 13.03.2007 (date

la care și cursul titlurilor Transelectrica a încercat maxime absolute). În data de 23.11.2007, ca urmare a unor corecții înregistrate de majoritatea emitenților de pe piața românească de capital, dar și de pe cele internaționale, cursul acțiunilor TEL a coborât până la un nivel apropiat de valoarea activului net contabil, aceasta fiind totodată și cea mai scăzută valoare înregistrată de titlurile TEL după listare (cu excepția primei săptămâni de tranzacționare).

Prin urmare, considerăm că, din punct de vedere fundamental, titlurile Transelectrica sunt în prezent subevaluate, în condițiile în care pe parcursul perioadei analizate atât nivelul PER, cât și cel al prețului/activ net unitar au înregistrat în mod constant valori situate sub media pieței românești de capital.

În ceea ce privește analiza tehnică, CNTEE Transelectrica SA a marcat în ultimul an de tranzacționare o evoluție demnă de a fi consemnată în prezentul articol de analiză. Astfel, după un început furtunos de an, prima sesiune de tranzacționare aducând după sine marcarea unui prim maxim istoric al anului (36,30 RON – 3.01.2007), cursul acțiunilor acestui emitent a cunoscut o puternică temperare în jurul palierului de preț de 50,00 RON

Tabelul 4. Indicatori de rentabilitate

Indicator	30.09.2007
Rata rentabilității economice	4,74%
Rata rentabilității financiare	6,85%

Tabelul 5. Indicatori bursieri

Data	Curs	Nr. acțiuni	Profit pe ultimele patru trimestre	Activ net contabil	PER	Grad de supraevaluare (Preț/activ net contabil)
21.12.2007	40,0	73.303.142	146.255.948	2.199.188.967	20,05	1,33
23.11.2007	30,2	73.303.142	146.255.948	2.199.188.967	15,14	1,01
07.05.2007	49,3	73.297.866	226.279.244	2.251.286.979	15,97	1,61
17.04.2007	49,2	73.297.866	226.279.244	2.251.286.979	15,94	1,60
13.03.2007	48,9	73.297.866	277.259.581	2.199.136.207	12,93	1,63
21.02.2007	49,0	73.297.866	277.259.581	2.199.136.207	12,95	1,63
29.08.2006 închidere	22,9	73.297.866	104.646.226	1.920.057.584	16,04	0,87
29.08.2006 deschidere	22,6	73.297.866	104.646.226	1.920.057.584	15,83	0,86
Preț de emisiune	16,8	73.297.866	104.646.226	1.920.057.584	11,77	0,64

(nivel de preț tatonat pentru prima dată la finele lunii februarie a anului trecut, când s-a atins maximum 49,70 RON, și retestat în luna mai, când s-a atins maximum istoric de 49,90 RON).

În aceste condiții, cursul acțiunilor TEL pare să se fi grăbit în demersul său de a atinge maxime istorice cât mai înalte. Practic, panta ascendentă impusă încă din prima zi de tranzacționare și susținută cu un oarecare succes în primele cinci luni ale acestui an s-a dovedit cum nu se poate mai nesustenabilă, mărturie în acest sens stând trendul descendent ce a marcat parcursul lunilor mai-noiembrie 2007.

Pornim în cadrul demersului nostru de la ilustrarea graficului 1, ce surprinde evoluția zilnică marcată de cursul acțiunilor TEL din prima zi de tranzacționare și până în prezent.

În acest fel, observăm, încă de la început, faptul că bornele de preț 30,00 RON, 40,00 RON și 50,00 RON reprezintă, pentru evoluția cursului acțiunilor TEL, reperi deosebit de importante:

– 30,00 RON reprezintă minimum regional al acestui an. Astfel, această zonă de preț a reprezentat în două rânduri un punct de activare deosebit de important pentru cumpărători. Menționăm în acest sens sesiunile de tranzacționare din datele 9.11.2006 și 21.11.2007. Cu alte cuvinte, în doi ani consecutivi (care de altfel sunt și singurii ani în care titlurile TEL s-au tranzacționat la cota Bursei de Valori București), cursul acțiunilor TEL s-a sprijinit pe această zonă de preț, iar apoi a generat trenduri ascendente deosebit de puternice. Acest nivel de preț este unul deosebit de important pentru analiza fundamentală, el identificându-se cu valoarea activului net unitar.

– 40,00 RON a jucat de-a lungul scurtei istorii bursiere a emitentului TEL atât rol de rezistență, cât



onlinebroker.ro
SSIF ROMINTRADE

SSIF Romintrade



Dispui de un surplus de bani

Investește



Acționează

Ai inițiativă



Ești curajos

Decide



Testează

Ești deschis la nou



Te gândești 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 1. Evoluția titlurilor TEL de la lansare



Graficul 2. Evoluția indicelui BET-FI



și rol de suport. Faptul generator al acestei situații îl reprezintă formațiunea de tip „Rising Window“ din cadrul sesiunii de tranzacționare din data de 15.02.2007, ce a marcat un gol de preț de 1,4 RON. În aceste condiții, zona 40,00 RON (ce se identifică cu limita inferioară a formațiunii mai sus amintite) ar fi trebuit să joace rolul unui suport relativ sustenabil. Acest lucru s-a întâmplat până la un anumit punct, 40,00 RON fiind reperul în jurul căruia s-a constituit consolidarea ce a precedat ultimul val corectiv. În prezent, cursul s-a întors în această zonă de preț, care în urma spargerii, ce a avut loc la începutul lunii noiembrie, a devenit o veritabilă rezistență (atât psihologică, cât și tehnică). Acest nivel corespunde unei supraevaluări de 1,33 în raport cu valoarea activului net unitar, nivel inferior celui atins de titlurile Transgaz în prezent.

– 50,00 RON reprezintă limita superioară a plajei de preț marcate de titlurile TEL până în prezent. Acest nivel de preț corespunde unei supraevaluări de 1,6 în raport cu valoarea activului net unitar, valoare greu de reținut în condițiile unei piețe dominate de pesimism și pe fondul unor rezultate financiare în scădere.

Pe termen lung, ar putea apărea în peisaj un palier de preț cu totul nou – 60,00 RON –, palier ce corespunde unui grad de supraevaluare de 2,00 în raport cu valoarea activului net unitar și care ar putea deveni tangibil în condițiile în care argumentele fundamentale ce țin de profitabilitate reintră în parametrii din 2006. De altfel, apariția titlurilor TGN în peisajul bursier românesc creează perspectivele unor interesante re poziționări investiționale, între cele două societăți ce compun sectorul utilităților, cunoscut fiind faptul că pe termen mediu și lung societățile ce compun un sector tind să se alinieze la același grad de supraevaluare în raport cu

activul net unitar.

În continuare nu putem să nu evidențiem faptul că în ultimul an de tranzacționare titlurile TEL au marcat o evoluție atipică. Astfel, cursul acestor acțiuni a atins un maxim istoric deosebit de înalt încă din prima parte a anului, moment în care trendul ascendent s-a sfârșit lăsând loc unei evoluții laterale de lungă durată. De asemenea, finalul lunii iulie nu a adus pentru aceste titluri atingerea unui nou maxim istoric, ci a reliefat clar incapacitatea cumpărătorilor de a mai susține palierul de preț vecine maximului istoric – 49,90 RON. Pentru a exemplifica această evoluție atipică, vă propunem graficele 2 și 3, care surprind evoluția zilnică a indicelui BET-FI (sectorul Societățile de Investiții Financiare reprezentând cel mai lichid sector al Bursii de Valori București) și BRD (o societate care datorită evoluțiilor cursive poate reprezenta, într-o oarecare măsură, un veritabil barometru al pieței românești de capital).

În aceste condiții, se observă că titlurile TEL nu s-au bucurat de un trend ascendent anual sustenabil, corecția anulând (la nivelul lunii noiembrie 2007) întreg câștigul din capital furnizat de primele cinci luni ale anului.

Bucula corectivă a fost una deosebit de serioasă, reușind spargerea unor linii de suport importante:

– Retragerea Fibonacci de 23,60% (43,50 RON) rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent general;

– Retragerea Fibonacci de 38,20% (39,50 RON) rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent general;

– Retragerea Fibonacci de 61,80% (32,50 RON) rezultată în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent general.

Aceste linii de reper vor juca în perioada imediat următoare rolul unor importante rezistențe.

La acest nivel al discuției, nu putem să nu analizăm configurația principalilor indicatori de analiză. Astfel, aceștia au atras atenția (prin configurația descendentă începută la finele lunii februarie 2007) asupra lipsei de sustenabilitate a noilor paliere de preț atinse. Situația a devenit clară în luna mai, când, pe fondul unei pseudo-consolidări ascendente, ce a condus la marcarea ultimului maxim istoric (49,90 RON), indicatorul de trend MACD și oscilatorii RSI și Stochastic evidențiau clar necesitatea unei corecții ample care să detensioneze trendul ascendent. Acești indicatori de analiză s-au dovedit deosebit de utili și pe parcursul buclei corective, când au evidențiat atât finalul primului val corectiv, cât și incapacitatea vânzătorilor de a împinge cursul sub palierul de preț vecine activului net unitar (30,00 RON).

În prezent, cursul descrie un abrupt tunel ascendent, susținut de indicatorii de analiză descriși în paragraful anterior. Astfel, întoarcerea în zona 40,00 RON a fost însoțită de traiectorii clar ascendente al acestor instrumente specifice analizei tehnice, indicatorul de trend MACD revenind peste linia sa de reper (delimitată de valoarea zero) și peste media sa mobilă. De asemenea, cursul se află net peste Banda Mediană a Ansamblului de Benzi Bollinger, arătând în acest fel

Trimite cuvîntul **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.

In rețeaua Vodafone costul serviciului de răspuns este de 0.05 Euro + TVA.

I&P
INVESTIȚII ȘI PROFIT

Graficul 3. Evoluția titlurilor BRD



consistența ultimei reveniri a cotațiilor. Mai mult, cursul a revenit peste linia ce descrie tendința descendentă ce a marcat perioada mai-noiembrie 2007. Cu toate acestea, spargerea Benzii Superioare a Ansamblului de Benzi Bollinger induce ideea că sprintul ascendent are nevoie, pentru a deveni sustenabil, de o ușoară reasezare a cotațiilor.

În continuare nu putem să nu

surprindem următoarele aspecte:

- bucla corectivă a închis într-o manieră tranșantă formațiunea de tip „Rising Window“ menționată în prima parte a secțiunii tehnice a acestui articol;

- ultima revenire a cotațiilor a închis formațiunea de tip „Falling Window“ din debutul ultimului val corectiv;

- în prezent, nu mai există formațiuni de tipul menționat mai sus lăsate deschise.

În concluzie, cursul pare să recupereze rapid terenul pierdut pe parcursul ultimei bucle corective. La această revenire pare să contribuie, într-o măsură relativ ridicată, rolul de „locomotivă“ a sectorului utilităților pe care și-l asumă titlurile TGN. Cu toate acestea, cumpărătorii vor avea de trecut în prima parte a anului 2008 testul unui important interval de rezistență delimitat de primele două Retrageri Fibonacci – 38,20% (39,50 RON) și 23,60% (43,50 RON) – rezul-

tate în urma aplicării Sistemului de Retrageri Fibonacci pe trendul ascendent general, început în primele zile de tranzacționare la cota Bursei de Valori București.

În final trebuie să aducem în prim-plan următoarele aspecte:

- urmăriți cu atenție evoluția comparativă a titlurilor TEL și TGN;

- urmăriți cu atenție evoluția comparativă a principalelor sectoare cotate la BVV;

- aveți răbdare cu titlurile din portofoliul dumneavoastră, dacă acestea prezintă în prezent o importanță valoare fundamentală și dacă aceasta nu s-a deteriorat semnificativ față de momentul în care ați luat decizia de investire;

- pe perioadele de criză de lichiditate, chiar și cele mai valoroase titluri devin de vânzare. În aceste condiții, cursul acțiunilor poate cunoaște derapaje temporare față de valoarea fundamentală a activelor ce constituie portofoliul dumneavoastră. ■

NOU! Trimite cuvîntul **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 valabil în rețelele Orange și Vodafone.

În rețeaua Vodafone costul serviciului de răspuns este de 0.05 Euro + TVA.

I&P
INVESTIȚII ȘI PROFIT