

Unde e mai bine in regiunea Europei Centrale si de Est? - o comparatie pe mai multe planuri -

Cu scaderi de peste 40% in primele 8 luni din acest an, bursele din Romania si Bulgaria sunt cele mai afectate din Europa de Est. Si nu doar scaderea generalizata accelerata a cotationilor este problema, ci si scaderea drastica a lichiditatii si, mai putin cuantificabil dar destul de vizibil, scaderea increderii investitorilor in aceste pietee. Tinand cont de faptul ca bursele din alte tari din regiune nu au scazut atat, vom incerca o comparatie intre Romania si alte state spre care privim ca modele cel putin pe termen scurt: Ungaria, Cehia, Polonia. O comparatie pe doua planuri: tendinte la nivel macroeconomic si rezultate financiare ale celor mai mari emitenti.

Evident, revenirea acestor pietee financiare este in stransa legatura cu ceea ce se intampla pe piata bursiera din Statele Unite. Dar o analiza comparativa a principalelor repere macro si ultimelor situatii financiare la principalii emitenti ne poate oferi o imagine mai limpede asupra gradului de atractivitate a fiecarei din cele 4 pietee, deoarece atunci cand va reveni climatul bun, primii bani se vor duce pe pieteele mari, dar apoi se vor indrepta si spre aceste pietee emergente, iar dintre ele prima data vor fi selectate cele mai atractive.

Din punct de vedere macroeconomic...

Despre **Romania** s-a spus ca are un deficit de cont curent mare, acesta fiind de altfel principalul motiv pentru care au tras semnale de alarma agentiile de rating. Nici gradul redus de absorbtie a fondurilor europene nu este pe placul lor, aceasta fiind de altfel si una din cauzele adancirii deficitului de cont curent. De asemenea, structura Produsului Intern Brut este ingrijoratoare, cu o pondere de peste 85% detinuta de consumul privat, fata de circa 51% in Ungaria, 61% in Polonia sau 47% in Cehia. Inflatia nu e nici ea incurajatoare, inregistrand o crestere accelerata in 2007 si 2008, ceea ce a determinat Banca Nationala sa creasca treptat rata dobanzii de referinta, ajunsa in prezent la 10,25%.

Sunt si lucruri bune, economia a cunoscut un avans peste asteptari in acest an, cresterea record a PIB de 9,3% in primul semestru fata de jumatatea anului trecut, bazata pe nivelul ridicat al consumului intern si al investitiilor, in special cele din sectorul constructiilor si cel al echipamentelor. E adevarat, se asteapta la o incetinire a ritmului de crestere a PIB, tocmai datorita efectelor inflatiei: o politica monetara mai restrictiva si scaderea puterii de cumparare. Scaderea puterii de cumparare atrage la randul ei presiuni salariale care, alaturi de previziunile pesimiste din segmentul imobiliar, pot duce la o scadere a investitiilor (acestea inca se afla la cote inalte, contribuind semnificativ la cresterea PIB).

Rata inflatiei y/y

Tara	Iulie 2008	Iulie 2007
Romania	9,0%	4,0%
Ungaria	6,7%	8,4%
Republica Ceha	6,9%	2,3%
Polonia	4,8%	2,3%

Produsul Intern Brut (mld. EUR)

Tara	2008 ultimul raportat*	2007	2006
Romania	55,6	120,7	101,3
% y/y real	9,3%	6,6%	7,7%
Ungaria	25,9	100,3	94,3
% y/y real	7,9%	1,3%	3,9%
Cehia	36,8	135,0	115,8
% y/y real	5,3%	6,6%	6,8%
Polonia	88,8	326,0	276,7
% y/y real	6,1%	6,6%	6,2%

* date la 30 iunie pentru Romania si la 31 martie pentru restul

Si economia **Ungariei** a traversat o perioada buna, mai ales dupa incetinirea drastica din 2007, PIB-ul crescand in primul trimestru cu 7,9%. Cresterea economica este sustinuta de evolutia buna a exporturilor (concomitent cu incetinirea importurilor datorita scaderii consumului privat) si de productia industrială. Asteptarile sunt pozitive in ceea ce priveste sectorul agricol si industria prelucrătoare.

Investitiile se asteapta sa ramana in continuare la un nivel bun, mai mult cele venite din partea multinationalelor (a se vedea cazul Mercedes) decat cele efectuate de jucatorii interni, mai sensibili la cresterea pretului la petrol si la alte materii prime. Cu toate acestea, inflatia este in continuare ridicata, de unde s-a impus nevoia de operare asupra ratei dobanzii de referinta, urcata de banca centrala maghiara de 3 ori in acest an, de la 7,5% la 8,5%, efectul direct fiind aprecierea forintului, deci scaderea puterii de cumparare. Astfel, se vede amenintata cresterea economica, care pe langa scaderea puterii de cumparare poate fi trasa inapoi si de rata somajului (inca ridicata, desi in scadere fata de 2007) si de cresterea gradului de indatorare a populatiei.

Avem in regiunea central-europeana chiar si un caz de incetinire a cresterii economice, in **Republica Ceha** Produsul Intern Brut a crescut in primul trimestru din 2008 cu 5,3%, fata de 6,6% in trimestrul 4 din 2007, iar acest ritm scazut se asteapta sa se mentina pana la finalul anului. Principala cauza identificata este scaderea consumului privat, in urma reformelor fiscale si a inflatiei. Totusi inflatia se situeaza la un nivel inferior celui din 2007, in acest an a scazut sub 7%, ceea ce a permis bancii nationale sa reduca cu 25 pp rata dobanzii de referinta in luna august, la 2,5% (caz rar in regiune, unde majoritatea bancilor centrale au ales sa ridice dobanda de referinta ca masura antiinflationista).

Deficitul de Cont Curent (mld. EUR)

Tara	2008 trailing	2007	2006
Romania	-17,6	-17,0	-10,2
% din PIB		-14,0%	-10,0%
Ungaria	-5,1	-5,0	-5,4
% din PIB		-5,0%	-6,1%
Cehia	-3,0	-3,2	-3,6
% din PIB		-2,5%	-3,1%
Polonia	-15,2	-11,6	-7,3
% din PIB		-3,6%	-7,3%

Incetinirea economica a mai fost influentata si de scaderea cheltuielilor guvernamentale. In aceste conditii exportul ramane principalul motor al cresterii economice, desi ar putea fi afectate de aprecierea fara precedent a coroanei si de problemele din zona Euro. De altfel, si productia industrială si-a temperat cresterea, afectata de scaderea cererii externe, cresterea preturilor la materiile prime (in principal petrolul), presiunile salariale si intarirea monedei nationale. In ultimii ani motorul cresterii industriale a fost sectorul constructiilor de masini, care acum si-a redus turatiile din cauza contextului extern nefavorabil.

Sunt insa si aspecte pozitive, de exemplu excedentul de cont curent din primul trimestru, favorizat de balanta pozitiva la bunuri si servicii si de cresterea veniturilor de la bugetul Uniunii Europene.

Polonia a avut parte in continuare, in acest an, de o rata buna de crestere economica, de 6,1% pe primul trimestru (desi in usoara scadere fata de trimestrul 4 din 2007). Cu

toate acestea este asteptata o slabire a ritmului, din cauza intaririi zlotului (de unde presiuni inflationiste, cu efect direct scaderea puterii de cumparare), a slabirii investitiilor si a scaderii cererii externe. Evident, previziunile pesimiste in ceea ce priveste cresterea economica au produs si aici perturbatii pe piata de capital, in luna iulie fiind inregistrate minimele anului. Inflatia e o alta sperietoare, se asteapta ca la urmatoarea raportare rata sa depaseasca palierul de 5% si nici previziunile pe 2009 nu sunt mai optimiste, din cauza cresterii zlotului, care incurajeaza astfel importurile si franeaza exporturile.

Banca centrala a urcat si aici rata dobanzii de referinta, de la 5% la 6%, desi exista rezerve cu privire la aceasta masura din cauza faptului ca inflatia in Polonia este mai mult generata de cauze externe, necontrolabile de regulatorul bancar. Mai mult, cresterea dobanzii de referinta ar accelera intarirea monedei nationale (care si asa a crescut mult), amenintand exporturile. Datele actuale nu arata insa chiar atat de rau, exporturile chiar au crescut semnificativ in prima parte a acestui an in ciuda aprecierii zlotului, mai ales sub influenta investitorilor straini. Piata muncii din Polonia prezinta aceeasi problema cu cea din tara noastra: emigratie in crestere si cresterea presiunilor salariale.

Mai pot fi bursele considerate barometru al economiei?

In mai toate manualele de economie se afirma ca bursa reflecta cel mai bine mersul economiei, fiind un barometru care reactioneaza primul la schimbarile macro si microeconomice. Realitatea actuala ne demonstreaza insa ca este nevoie de o redefinire (sau cel putin ajustare) a acestor definitii "clasice".

Criza financiara izbucnita in vara anului trecut in Statele Unite, ale carei efecte sunt vizibile si astazi, a dus la aparitia unor mutatii de proportii in privinta obiectivelor investitionale sau a alocarii resurselor disponibile (din ce in ce mai putine, atat datorita pierderilor cat si datorita inaspirii conditiilor de creditare). Ca de obicei, in astfel de cazuri, economiile mai mici au fost primele afectate, desi fundamentele economice, asa cum am vazut, nu s-au deteriorat.

Pietele de capital din zona Europei Centrale si de Est, in conditiile in care nu s-a ajuns la acea masa critica de investitori (care sa aiba resurse financiare dar si o anumita cultura investitionala), au inregistrat scaderi atat la nivelul capitalizarii, cat si al volumelor de tranzactionare. Acest lucru este evident mai ales in Romania si Bulgaria, pietele de capital cel mai putin dezvoltate din zona.

Avand in vedere datele lunii august 2008, observam lichiditatea scazuta inregistrata in Romania. Chiar facand abstractie de valoarea capitalizarii (ce prezinta variatii semnificative de la tara la tara), remarcam rulajul extrem de redus inregistrat la BVB, comparativ cu restul pietelor din zona.

rating actual / perspectiva	Rating		
	Moody's	S&P	Fitch
Romania	Baa3 / stabila	BBB- / negativa	BBB / negativa
Ungaria	A2 / stabila	BBB+ / negativa	BBB+ / stabila
Republica Ceha	A1 / pozitiva	A / stabila	A+ / stabila
Polonia	A2 / stabila	A- / pozitiva	A- / stabila

	Rulaj lunar* (mil. Eur)	Capitalizare* (mil. Eur)	Viteza de rotatie (%)
Romania	153,62	34.250	0,45
Ungaria	1.366,00	26.410	5,17
Republica Ceha	1.957,48	75.090	2,61
Polonia	6.064,11	214.040	2,83

*valori aferente lunii august 2008

In mod cert, exista o ruptura intre atractivitatea BVB si economia romaneasca. In conditiile unei cresteri economice semnificative, atentia investitorilor importanti pare sa fie focalizata spre bursele de valori din tarile Europei Centrale.

Analizand performantele pietelor de capital prin intermediul indicilor reprezentativi, observam ca exista un ecart semnificativ intre performantele financiare ale companiilor listate si evolutia bursiera. De departe, Romania conduce in acest top al scaderilor bursiere, cu mult peste corectiile inregistrate de restul economiilor din zona.

Tara	Indice	Variatie aug 2008	Variatie 2008	Variatie 12 luni	PER	P/Bv
Romania	BET	-8,87%	-44,83%	-47,18%	9,60	1,62
Ungaria	BUX	-5,41%	-19,93%	-23,34%	9,80	n.a.
Republica Ceha	PX	0,43%	-18,56%	-17,39%	16,98	2,98
Polonia	WIG20	-5,65%	-25,43%	-27,89%	12,60	1,80

Evolutia principalilor emitenti

Economia este un organism viu, iar banii sunt sangele ce-l tin in viata. Asa cum am vazut anterior, Bursa de Valori din Bucuresti, care inregistreaza cea mai redusa lichiditate, este un organism anemic, animat de putinii investitori care, pe fondul unei volatilitati ridicate, incearca, de cele mai multe ori fara a reusi, sa recupereze pierderile anterioare.

Nu acelasi lucru se poate spune insa si despre cei mai importanti emitenti listati. Cele mai multe dintre companii au anuntat rezultate bune, unele dintre acestea chiar spectaculoase.

Pentru a putea realiza o comparatie elocventa intre cei mai importanti emitenti din zona, am impartit companiile analizate in trei grupe, in functie de domeniul de activitate si reprezentativitate.

Primul segment este format din emitentii din **domeniul bancar**. Importanta sectorului bancar pentru economie nu poate fi contestata. Pe de alta parte, acesti emitenti au o pondere ridicata in indicii bursieri si sunt printre cele mai lichide actiuni.

Emitent	Tara	PER ¹	P/Bv ¹	ROE ¹	Marja neta ¹	Venituri totale ²	% y/y	Profit net ²	% y/y
BRD-GSG	RO	12,42	2,86	23,00%	7,52%	1.974,39	62%	141,13	6%
Banca Transilvania	RO	8,44	1,86	22,10%	12,16%	399,78	20%	30,56	20%
OTP	HU	13,95	2,58	18,50%	23,67%	1.429,54	21%	372,47	11%
Komerční Banka	CZ	12,27	3,16	25,71%	39,35%	638,56	27%	254,90	38%
Bank Pekao	PL	16,44	3,47	21,10%	51,30%	1.004,93	67%	573,10	111%
PKO Bank Polski	PL	15,23	3,83	25,17%	41,15%	1.635,64	48%	544,02	64%

1) valori determinate pe baza anualizarilor calculate in Euro

2) milioane Euro, valori aferente Sem. I 2008

Scaderea cursurilor de tranzactionare, dar si cresterea profiturilor au dus la scaderea valorilor indicatorilor PER si P/Bv, emitentii devenind astfel mai atractivi. Bancile romanesti au inregistrat cele mai mari corectii de pret, desi randamentele acestora se mentin printre cele mai ridicate la nivel zonal. Atractivitatea rezida si din pretul platit de investitori pentru activele nete.

Un alt segment, avantajat de evolutia cotationii titeiului pe plan international a fost cel **petrolier**, in special companiile care au si explorare si productie. Cresterea alarmanta a pretului barilului de titei a dat fiori reci economistilor de pretutindeni (stiut fiind ca un pret ridicat al carburantului duce la inflatie si incetinirea cresterii economice), insa managerii companiilor petroliere au speculat acest context si au realizat profituri bune.

Emitent	Tara	PER ¹	P/Bv ¹	ROE ¹	Marja neta ¹	Cifra de afaceri ²	% y/y	Profit net ²	% y/y
Petrom	RO	9,83	1,27	12,92%	16,84%	2.268,28	31%	456,24	61%
Rompetro	RO	-	0,52	-16,32%	-4,56%	1.217,84	66%	1,84	-63%
MOL	HU	5,16	1,54	29,95%	11,35%	7.199,93	58%	736,62	152%
Unipetrol	CZ	-	0,97	-2,08%	-0,88%	1.943,14	23%	24,65	-74%
PKN	PL	4,70	0,61	13,09%	4,61%	11.510,29	35%	673,35	73%

1) valori determinate pe baza anualizarilor calculate in Euro

2) milioane Euro, valori aferente Sem. I 2008

Cifrele de afaceri au crescut, insa cele mai spectaculoase variatii se intalnesc la nivelul profiturilor nete realizate in primele sase luni ale anului (comparativ cu S1 2007). Petrom inregistreaza cel mai ridicat PER, insa justificarea este data de investitiile derulate, care au afectat semnificativ profitabilitatea companiei. Cele mai mari companii din zona, MOL si PKN Orlen, inregistreaza cele mai bune randamente ale capitalurilor proprii, in timp ce Petrom isi ia revansa, din punct de vedere al marjei nete distantandu-se de competitori.

Emitentii din ultimul segment sunt companii a caror activitate este direct proportionala cu bunul mers al economiei: societati din domeniul **utilitatilor** (Transelectrica si Transgaz), **telecomunicatii** (Telefonica O₂ si Magyar Telecom) sau **minerit** (KGHM). Un caz aparte il constituie CEZ, companie energetica puternic integrata pe verticala).

Emitent	Tara	PER ¹	P/Bv ¹	ROE ¹	Marja neta ¹	Cifra de afaceri ²	% y/y	Profit net ²	% y/y
Transelectrica	RO	15,30	0,66	4,34%	4,21%	370,27	11%	31,68	82%
Transgaz	RO	10,89	1,45	13,35%	20,52%	1.478,89	-6%	39,37	11%
Magyar Telekom	HU	9,63	1,57	16,29%	13,69%	1.416,51	6%	252,71	54%
Telefonica O ₂	CZ	14,88	2,33	15,68%	17,76%	1.235,48	14%	228,97	34%
CEZ	CZ	14,46	4,10	28,38%	27,91%	3.569,02	23%	1.143,00	56%
KGHM	PL	3,88	1,55	39,85%	27,77%	1.941,22	16%	494,35	4%

1) valori determinate pe baza anualizarilor calculate in Euro

2) milioane Euro, valori aferente Sem. I 2008

Companiile romanesti se detaseaza prin pretul mic pe care investitorii il platesc pentru activele nete, fapt explicabil prin randamentul redus al acestora. Nu trebuie insa scapate din vedere investitiile ridicate pe care le reclama activitatea acestor companii, pentru care s-au facut in ultima perioada investitii insemnate. KGHM inregistreaza un PER redus, explicabil prin profitabilitatea buna a companiei dar si prin corectiile ample din ultima perioada, cand pretul petrolului s-a reinscris pe un trend descendent iar compania a intrat intr-un con de umbra.

Incercand sa tragem unele concluzii, dupa ce am vazut ca in zona macro nu sunt diferente foarte mari (desi Romania e depunctata mai mult de catre companiile de rating) si ca sub aspectul performantelor financiare lucrurile sunt amestecate (in toate sectoarele mari sunt companii interesante si companii supraevaluate, iar acest lucru e valabil in toate cele 4 tari), putem spune ca scaderile de la noi sunt exagerate. Iar aceasta situatie este favorizata in special de lichiditatea redusa. Aici credem noi ca este principala problema, lichiditatea mica face o bursa sa fie sensibila, expusa fluctuatiilor mari, deoarece resimte puternic iesirile bruste de capital. Astfel, ajungem iar la vechiul of al nostru: nevoia acuta de noi emitenti si de masuri care sa incurajeze migrarile de bani spre piata de capital din Romania.

Departament Analiza

analiza@primet.ro

paul.brendea@primet.ro
bogdan.munteanu@primet.ro

05.09.2008

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 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.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. 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 nici un 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. 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 *Prezentare*.

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.

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 Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>

Aceste informatii sunt prezentate in conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare.