

Societatile de Investitii Financiare

noiembrie 2009



Evolutiile burselor externe in noiembrie arata, in linii mari, acelasi *pattern* ca in ultimele 3 luni, cu o crestere puternica la inceput, urmata de o reasezare a lucrurilor. Indicele Dow Jones a crescut agresiv in primele doua saptamani, iar apoi a mers in tunel orizontal pana la finalul lunii, insa in aceasta perioada a reusit cateva performante notabile, cum ar fi cea a depasirii pragului de 10500 puncte. Nu a inchis in nici o sedinta peste acest palier (asta avea sa se intample de-abia in decembrie), insa este prima data cand trece de el de la inceputului lunii octombrie 2008. Si in Europa au fost cresteri agresive. Indicele britanic FTSE100 a depasit 5300 de puncte dupa doua saptamani de cresteri puternice, iar maximul atins in noiembrie nu au mai fost depasit in decembrie.

Summitul G20 din Scotia a fost primul motor de propulsare pentru burse, dupa ce ministrii de finante din cele mai industrializate 20 de tari au dat asigurari ca nu vor elabora strategii de finalizare a programelor de asistenta economica decat atunci cand economiile statelor pe care le reprezinta vor confirma o revenire. Dolarul s-a inscris imediat pe o traiectorie descendenta in raport cu euro, ceea ce a dus la aprecierilor indicilor bursieri de pe bursele majore. Tendinta de crestere a fost alimentata si mai mult de vestile bune din China, unde s-a anuntat o crestere a productiei industriale in octombrie peste asteptari, un maxim al ultimelor 19 luni. In plus, banca centrala chineza a dat semne de deschidere spre o schimbare a politicilor monetare, lasand sa se inteleaga ca ar putea permite yuanului sa evolueze mai liber, fata de actualul sistem de *crawling peg*. Urmatorul eveniment mai important a fost spre finalul lunii, cand emiratul Dubai a anuntat blocarea platii datoriilor acumulate de compania nationala Dubai World, ceea ce a produs un mic cutremur pe pietele financiare din cauza temerilor privind unele expuneri mai mari ale grupurilor financiare fata de companiile de stat din Dubai. Insa scaderile s-au epuizat rapid, s-a dovedit ca expunerile nu sunt ingrijoratoare si astfel problema Dubaiului a fost lasata in urma.

Toate aceste evolutii si evenimente aveau sa influenteze in mare masura segmentul SIF-urilor, care supra-reactioneaza la miscarile marilor burse. In prima saptamana din noiembrie, indicele BET-FI a continuat intr-o prima faza scaderea de la final de octombrie si cateva zile a tatonat frecvent suportul de la 20000 de puncte (o data chiar a scazut sub acest palier, insa si-a revenit rapid). A avut cateva oscilatii si incercari de revenire peste 21000 puncte, insa de fiecare data cand se lovea de acel nivel se intorcea inapoi. Abia apropierea termenului cand era asteptata discutarea in Senat a propunerii de ridicare a pragului maxim de detinere la 5% la SIF-uri a rupt acest tunel inchis si s-a suprapus cu inceperea cresterilor pe bursele straine.

Astfel, in ziua discutarii propunerii legislative in Senatul Romaniei si in ziua urmatoare am vazut cresteri extraordinare pe SIF-uri, indicele BET-FI urcand in cele doua zile (11 si 12 noiembrie) cu peste 12% cumulat si a revenit peste nivelul de 23000 puncte. In perioada imediat urmatoare s-au mai linistit apele, au fost cateva marcare de profit, cu usoare corectii negative, pentru ca apoi sa intram in perioada alegerilor prezidentiale. Terminarea primului tur de scrutin a scos piata bursiera romaneasca din apatia pre-electorală in care intrase, favorizand aparitia unui nou minitrend ascendent. Indicele BET-FI avea sa treaca de palierul de 24000 puncte sub care scazuse in octombrie, iar in sedinta din 25 noiembrie stabilea maximul lunii, la 24719,91 puncte. Apoi a cazut brusc vestea cu Dubaiul, ceea ce a gripat sectorul SIF, indicele scazand cu peste 4% in acea sedinta, dar cresterile au fost reluate a doua zi, in ceea ce avea sa devina un nou trend ascendent, terminat in primele zile din decembrie deasupra pragului de 25500 puncte.

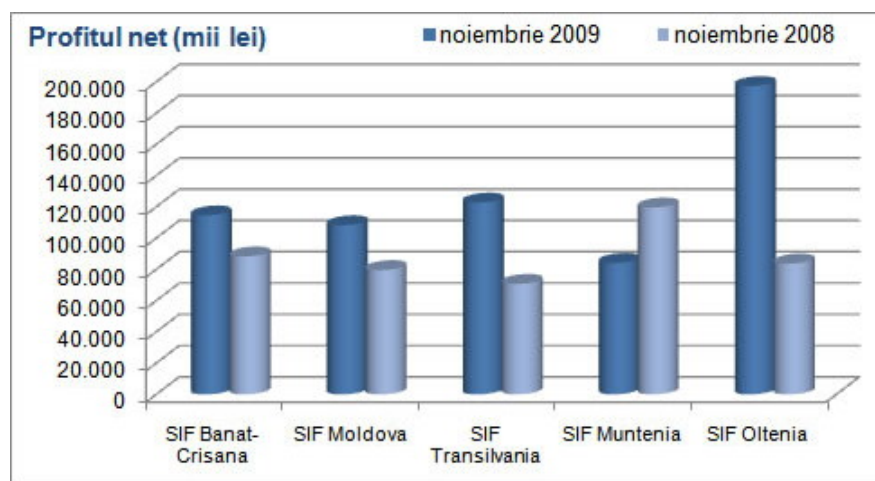
Lichiditatea generala a fost mai slaba decat in luna octombrie, in conditiile in care in piata predomina speculatorii in acest final de an, iar acestia au adoptat o atitudine mai prudenta, avand in vedere volatilitatea SIF-urilor si schimbarile bruste de directie manifestate pe pietele straine.

GESTIUNEA PORTOFOLIILOR SI RANDAMENTELE OBTINUTE

La fel ca in luna precedenta, in noiembrie vedem tot numai doua SIF-uri cu profit lunar, de data asta SIF Moldova si SIF Oltenia, cele mai tranzactionate. Profiturile lor cumulate se ridica la 2,29 milioane lei, mai mult decat pierderea cumulata a celorlalte 3 SIF-uri, de 1,16 milioane lei. Astfel, per total sector avem un profit de 1,13 milioane lei in luna noiembrie. Activul net total al SIF-urilor a scazut in noiembrie cu 6,19 milioane lei, din cauza scaderii activului net la SIF Banat-Crisana.

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Profit net noiembrie 2009	114.506.851	108.180.822	122.693.195	84.112.359	197.303.610
Profit net ultimele 12 luni	121.684.316	122.583.160	146.683.597	54.160.825	201.210.500
Profit net 2008	95.437.422	93.925.256	94.676.010	89.600.663	87.643.619
Variatie noi 2009/noi 2008	29,74%	36,04%	73,58%	-29,64%	135,62%
EPS ttm	0,2217	0,2362	0,1343	0,0671	0,3468
Profit net /activ net*	7,98%	10,40%	9,04%	3,64%	12,67%

Profitul net cumulat la finalul lunii octombrie a celor cinci SIF-uri se ridica la 626,8 milioane lei, cu doar 0,2% mai mult decat in octombrie, iar comparativ cu noiembrie 2008 in crestere cu circa 42 procente. De aceasta data a venit randul lui SIF Moldova sa raporteze cel mai bun profit al lunii, de 1,35 milioane lei, in timp ce SIF Banat-Crisana, care in octombrie raporta cel mai bun profit, a inregistrat acum cea mai mare pierdere lunara, de 0,7 milioane lei. Rentabilitatea financiara medie a SIF-urilor scade cu doar 6 puncte de baza, la 8,74% si astfel ramane in continuare mai buna decat in 2008.



SIF Banat-Crisana a fost castigatorul lunii octombrie, insa in noiembrie a venit reversul medaliei, inregistrand cea mai mare pierdere, de 697 mii lei. Astfel, profitul de la inceputul anului este 114,5 milioane lei, cu 31% mai mare decat in aceeaasi perioada a anului trecut. Rentabilitatea financiara cunoaste o usoara imbunatatire in noiembrie, de la 7,8% la 8%, ca urmare a faptului ca scaderea procentuala a activului net a fost mai mare decat scaderea profitului in noiembrie.

Activul net al SIF1 a scazut cu 78,52 milioane lei in noiembrie la 1,52 miliarde lei. Asa cum in octombrie cresterea extraordinara a avut la baza actiunile Calipso Oradea (CAOR), actiuni cu o lichiditate foarte redusa dar care reprezentau 19,5% din activul net al SIF1, in noiembrie devalorizarea acestor actiuni au produs o scadere de 112 milioane lei a activului SIF. Cursul mediu ponderat pe ultimele 90 de zile a scazut in noiembrie cu 36% (de la 19,9190 lei la 12,7680 lei), ceea ce explica pe deplin scaderea valorii lor. Scadere care a fost partial acoperita de aprecierea valorica a detinerilor la BRD, Comalim Arad si Banca Transilvania. O alta modificare interesanta in activul net, mai bine zis o noutate, este aparitia titlurilor de stat, in valoare de 2,41 milioane lei, care iesisera din portofoliu in mai anul curent.

In ceea ce priveste activitatea in ringul bursier, SIF Banat-Crisana a activat doar de pe pozitia de cumparator in noiembrie, a continuat sa faca achizitii la societatile traditionale unde cumpara de obicei.

Cumparari	Nr. actiuni	Vanzari	Nr. actiuni
Albalact (ALBZ)	301.000		
Armatura Cluj (ARM)	500		
Biofarm Bucuresti (BIO)	1.100.000		
COMCM Constanta (CMCM)	15.500		
Coremar (REMO)	18.500		
Mecanica Ceahlau (MECF)	1.000		

SIF Moldova devine castigatorul lunii noiembrie, cu un profit de 1,35 milioane lei, dupa ce in octombrie a venit cu o mica pierdere. Profitul de la inceputul anului se ridica la 108,18 milioane lei, cu 36% mai mult decat in aceeaasi perioada din 2008 si cu 15% mai mare decat la finalul anului trecut. Spre deosebire de SIF Banat-Crisana, aici a crescut activul net in noiembrie, iar cresterea depaseste ca dinamica avansul profitului, de unde o usoara alterare a ratei ROE, care scade putin la 10,4%.

Cresterea activului net in noiembrie este cea mai mare din sectorul SIF, de 33,2 milioane lei, astfel ca activul ajunge la 1,18 miliarde lei, cu toate acestea este cel mai mic activ net dintre SIF-uri. Spre deosebire de toate celelalte SIF-uri, SIF Moldova are o expunere mai mare doar pe BRD, dintre societatile listate. Si BRD este principala cauza a cresterii activului, valoarea acestor detineri crescand in noiembrie cu 17,4 milioane lei. Expunerea mai mare pe o actiune listata, care in plus este si a treia ca valoare de piata, reduce mult riscurile fata de celelalte 4 SIF-uri.

SIF Moldova si-a intensificat cumpararile pe bursa, in timp ce vanzarile se limiteaza la doua simboluri. Acesta este si motivul pentru care vedem in situatia activului net o scadere de 9,6 milioane lei la depozitele bancare. In tabelul de mai jos sunt enumerate principalele miscari vizibile in portofoliul din noiembrie:

Cumparari	Nr. actiuni	Vanzari	Nr. actiuni
Alumil Rom Industry (ALU)	12.370	Amonil Slobozia (AMO)	440.000
Avicola Buzau (AVZU) - nou	12.000	Banca Transilvania (TLV)	951.000
Azomures (AZO)	93.000		
BRD	24.920		
Casa de Bucovina Club de Munte (BCM)	2.255.500		
Condmag Brasov (COMI)	119.500		
Electromagnetica (ELMA)	431.000		
Erste Group Bank (EBS)	4.011		
Fondul Proprietatea	8.749.327		
Iproeb Bistrita (IPRU)	57.500		
Prospectiuni Bucuresti (PRSN)	135.900		
Rompetrol Well Services (PTR)	99.500		
Transgaz (TGN)	2.684		
Socep Constanta (SOCP)	5.500		
Teraplast Bistrita (TRP)	10.000		

Luna noiembrie este a treia luna cu activitate buna la tranzactionare, in plus SIF Moldova a devenit din ce in ce mai activa in fiecare din ultimele 3 luni. Au continuat cumpararile la Alumil Rom Industry, BRD, Casa de Bucovina Club de Munte, Electromagnetica Bucuresti, Prospectiuni Bucuresti, Rompetrol Well Services si Teraplast Bistrita. De asemenea, a continuat sa vanda actiuni Azomures si a lichidat o parte din detinerea la Banca Transilvania. De asemenea, SIF2 a continuat sa cumpere la Fondul Proprietatea circa 7,5 milioane de actiuni, in prezent detinand peste 22,85 milioane actiuni FP, ce reprezinta 0,16% din capitalul fondului.

SIF Transilvania este la a treia luna consecutiva de pierdere, de data asta fiind un minus de circa 447 mii lei. Ceea ce face ca rezultatul cumulat de la inceputul anului sa se diminueze in continuare, ajungand la 122,7 milioane lei, dar cu toate acestea este cu 74% mai mare decat in perioada similara a anului trecut si cu 30% peste rezultatul de la finalul lui 2008. In conditiile in care activul net a cunoscut o modificare nesemnificativa, scaderea profitului nu afecteaza foarte mult rentabilitatea financiara, care ramane la 9%.

Activul net al SIF Transilvania a crescut cu numai 3,7 milioane in noiembrie, cea mai mica crestere, dar cu toate acestea ramane cel mai mare dintre SIF-uri, in valoare de 1,62 miliarde lei. Cresterea actiunilor cotate si inregistrate la active circulante este umbrita de o scadere apropiata a actiunilor cotate inregistrate ca imobilizari. In plus, avem o crestere a valorii altor imobilizari financiare apropiata de scaderea depozitelor bancare, rezultatul acestor forte antagonice fiind aceea crestere mica a activului net.

BRD a contribuit si aici cu 17,2 milioane lei la cresterea activului net, la care pune umarul si aprecierea valorii detinerii la Euxin Constanta, insa avem contraponderi destul de mari in scaderile valorice de la Neptun-Olimp SA si Organe de Asamblare Brasov.

SIF Muntenia inregistreaza o mica pierdere in noiembrie, de 14700 lei, asa ca profitul de la inceputul anului ramane la aproximativ 84,1 milioane lei. Cu aceasta suma, SIF Muntenia ramane in continuare singurul SIF care inregistreaza scadere fata de perioada similara a anului trecut (-30%) si, de asemenea, singurul cu un profit mai mic fata de finalul lui 2008. Cu aceste rezultate si tinand cont de faptul ca activul net i-a crescut, rentabilitatea financiara nu avea cum sa se imbunatateasca, scazand la 3,6% la finalul lunii noiembrie.

Activul net al SIF Muntenia a avut o evolutie buna in noiembrie, urcand cu 15,8 milioane lei si ajungand astfel la 1,49 miliarde lei. Aici a crescut cel mai mult valoarea actiunilor cotate si inregistrate ca imobilizari si valoarea creantelor, in timp ce cea mai semnificativa scadere este la depozitele bancare. Nici aici nu au mai fost turbulente mari in portofoliul lunii noiembrie, asa cum a fost cresterea spectaculoasa a valorii pachetului detinut la compania Timpuri Noi SA din octombrie, datorata tratarii contabile diferite. In noiembrie, cel mai mult a crescut valoarea detinerii la BRD, cu peste 19 milioane lei, la care putem aminti si cresterea Cocor sa cu 4,5 milioane lei, dar care a fost aproape anulata de scaderea cu 4,2 milioane lei a detinerii la ICERP Ploiesti.

Doua societati au iesit din portofoliul SIF Muntenia in noiembrie, Caraiman Bucuresti si Complex Hotelier Dambovita SA Targoviste, iar ca noutate avem Cemacon Zalau, unde SIFD Muntenia a depasit o detinere de 5% (mentionam ca SIF Muntenia nu include in portofoliul transmis pietei decat detinerile de peste 5%).

SIF Oltenia a avut in octombrie cea mai mare pierdere dintre SIF-uri, insa a recuperat partial in noiembrie, cand a raportat un profit de 943 mii lei. Ramane oricum liderul detasat la profitul de la inceputul anului, cu 197,3 milioane lei, de 2,3 ori mai mult decat in primele 11 luni ale anului trecut si de 2,2 ori mai mult decat profitul de la finalul lui 2008. Rentabilitatea financiara ramane 12,7% cu toate ca i-a crescut si activul net.

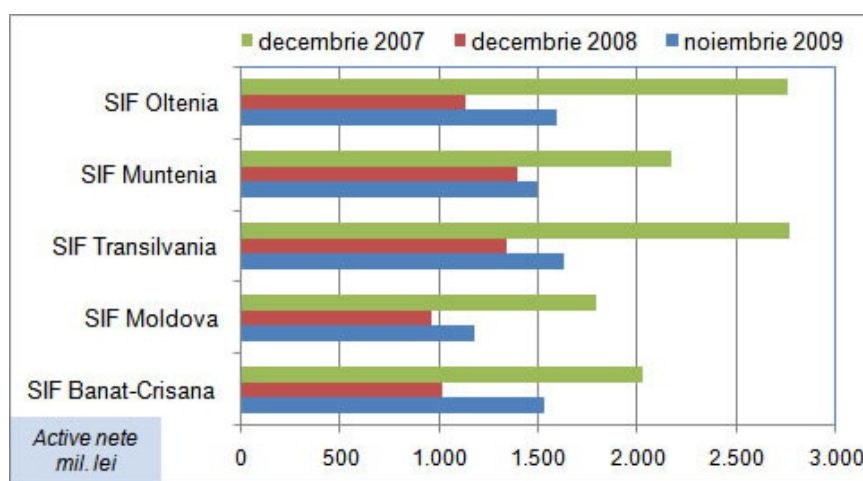
Valoarea activului net este cu 19,57 milioane lei mai mare decat in octombrie si ajunge la 1,59 miliarde lei, al doilea din sectorul SIF. Valoarea actiunilor cotate inregistreaza o crestere de 19,3 milioane lei in noiembrie, iar depozitele bancare au scazut cu 14,3 milioane lei. Insa nu toti banii din banci au fost folositi pentru achizitii de actiuni, o parte fiind folositi la plata dividendelor, dupa cum arata scaderea obligatiilor privind dividendele de plata cu 8,16 milioane lei fata de luna octombrie. Tot BRD este "vinovata" si aici pentru cresterea activului net, valoarea detinerilor la aceasta societate majorandu-se cu 18,8 milioane lei, la care se adauga cresterea cu 6,8 milioane lei a pachetului detinut la Banca Transilvania. Singura scadere mai mare din portofoliu care a atenuat aceste cresteri este cea a pachetului detinut la Mercur Craiova, care are o oarecare greutate in portofoliul SIF5 si care s-a diminuat in noiembrie cu 5,9 milioane lei.

Nici in aceasta luna nu vedem decat o activitate modesta pe bursa la SIF Oltenia, ale carei tranzactii s-au limitat la vanzarea unui pachet de actiuni Comcereal Constanta, iesirea din portofoliu a Pavcom Targoviste si Cumpararea de la SIF Muntenia a pachetului de actiuni de 22,3% la Complex Hotelier Dambovita.

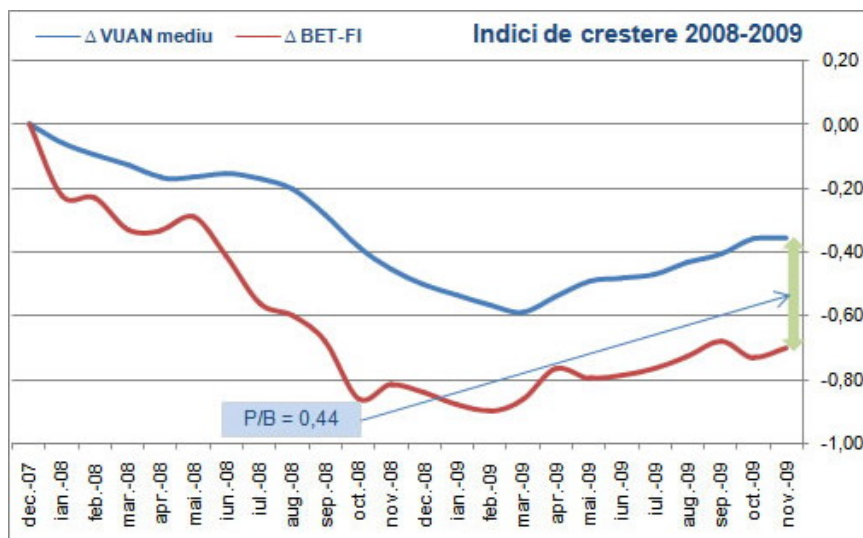
EVOLUTIA ACTIVELOR NETE

Dupa performanta foarte buna din octombrie (crestere de 560 milioane lei), activul net total al celor cinci societati a scazut in aceasta luna cu peste 6 milioane lei, iar singurul vinovat de acest lucru este SIF Banat-Crisana, sub efectul de bumerang al tratamentului contabil diferit aplicat in octombrie pentru detinerea la Calipso Oradea. In rest, sub efectul pozitiv al cresterii cotelor actiunilor BRD, activele nete ale celorlalte SIF-uri s-au apreciat, cel mai mult la SIF Moldova, cu 33,2 milioane lei. In total, SIF-urile au un activ net de 7,4 miliarde lei, cu 27% mai mare decat la inceputul anului.

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
VUAN noi 2009	2,7783	2,2713	1,4857	1,8437	2,7379
Activ net (mil. lei)	1.524,84	1.178,99	1.622,60	1.487,93	1.588,44
Variatie lunara	13,22%	2,90%	0,23%	1,08%	1,25%
Variatie 12 luni	29,00%	24,40%	6,50%	11,87%	12,62%
Variatie 2009	50,78%	16,58%	60,45%	47,13%	57,07%



Evaluarea in functie de activul net arata astfel o usoara inrautatare, daca ne uitam la multiplicatorul P/B mediu vedem o crestere de la 0,39x la 0,44x, insa cu toate acestea suntem departe de media BVB, care arata un P/B de 1,07. E diferenta dintre tranzactionarea cu o prima de 7% si tranzactionarea la un discount de 56%. Cresterea P/B la SIF-uri se datoreaza nu doar scaderii activului net cumulat ci si cresterii indicelui BET-FI cu 11,5% in luna noiembrie.



EVOLUTIA BURSIERA

SIF-urile au cunoscut doua faze de crestere in noiembrie. O prima faza in preajma discutarii in Senat a propunerii legislative privind pragul, cand au avut loc cresteri spectaculoase mai ales ca si evolutiile burselor externe au creat un context favorabil; si o a doua faza in preajma primului tur de scrutin al alegerilor prezidentiale. Prima faza a fost intrerupta de un val previzibil de marcare de profit, iar a doua de “efectul Dubai”. Per ansamblu, indicele BET-FI inregistreaza in noiembrie o crestere de 11,45% si performanta de a fi depasit palierul de 24500 puncte, sub care scazuse la inceputul lui octombrie 2008. cele mai mari cresteri le-am vazut la SIF Oltenia (+17,9%) si la SIF Moldova (+16,7%), cele doua avand si cea mai buna lichiditate

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Curs minim lunar	0,9650	0,8950	0,5800	0,6150	1,0100
Curs maxim lunar	1,1800	1,1600	0,7100	0,7400	1,3100
Curs final luna	1,1100	1,1200	0,6800	0,7050	1,2500
Capitalizare (mil. lei)	609,22	581,38	742,66	568,96	725,21
Variatie lunara	7,77%	16,67%	6,25%	7,63%	17,92%
Variatie in ultimele 12 luni	69,47%	72,31%	111,84%	3,68%	78,57%
Variatie 2009	103,67%	111,32%	150,00%	12,80%	113,68%
Lichiditate	4,37%	10,55%	4,86%	3,11%	14,73%
<i>P/E</i>	5,01	4,74	5,06	10,51	3,60
<i>P/B</i>	0,40	0,49	0,46	0,38	0,46

Fiind vorba in exclusivitate de factori de natura psihologica sau de estimari empirice in cresterea cursurilor, evident ca indicele BET-Fi a luat-o inaintea rezultatelor, crescand mai mult decat au crescut profiturile SIF-urilor. Ceea ce a dus la o usoara deteriorare a P/E, care a urcat de la o medie de 5,1x la 5,8x. Dar chiar si asa, este cu mult mai bun decat media BVB, care la randul sau a urcat in noiembrie, la 14,8x.

Pentru inceputul anului 2010 este asteptata reluarea discutiilor in Parlament referitoare la problema pragului, care are sanse mari sa sustina piata SIF-urilor si sa intretina o volatilitate ridicata, cu tendinta pozitiva. Cu un impact mai mic, sunt asteptate si rezultatele preliminate pe 2008, unde vom vedea ce ajustari de final de an s-au facut.

Anexa - Sumarul activelor nete

SIF Banat-Crisana

- Lei -	dec.07	dec.08	nov.09
Activ total, din care	2.066.381.750	1.093.753.390	1.603.614.671
Actiuni cotate	1.628.409.209	648.666.278	1.002.690.802
Actiuni necotate	328.848.557	394.081.096	448.017.498
Disponibilitati	120.803	152.494	163.944
Depozite bancare	82.843.735	28.495.700	130.953.124
Datorii totale	41.223.178	81.732.181	76.027.066
Activ net	2.024.819.197	1.011.305.421	1.524.841.645
year-to-date	33,5%	-50,1%	50,8%

SIF Moldova

- Lei -	dec.07	dec.08	nov.09
Activ total, din care	1.821.725.497	977.153.648	1.197.620.803
Actiuni cotate	1.517.049.954	513.225.245	689.530.678
Actiuni necotate	246.321.108	378.995.638	325.154.305
Disponibilitati	3.081.290	940.810	4.378.833
Depozite bancare	35.391.684	40.925.801	135.833.797
Datorii totale	24.093.380	19.216.396	18.615.591
Activ net	1.789.222.371	957.926.460	1.178.994.795
year-to-date	31,3%	-46,5%	23,1%

SIF Transilvania

- Lei -	dec.07	dec.08	nov.09
Activ total, din care	2.804.302.508	1.382.506.543	1.674.521.265
Actiuni cotate	2.210.411.568	827.627.751	984.536.120
Actiuni necotate	458.915.087	481.997.335	551.022.333
Disponibilitati	5.321.072	143.194	114.665
Depozite bancare	75.443.321	49.952.725	99.793.169
Datorii totale	40.183.195	47.404.979	51.921.712
Activ net	2.764.119.313	1.335.101.564	1.622.599.553
year-to-date	76,4%	-51,7%	21,5%

SIF Muntenia

- Lei -	dec.07	dec.08	nov.09
Activ total, din care	2.260.872.142	1.493.050.317	1.608.351.849
Actiuni cotate	1.754.758.287	779.904.130	863.855.824
Actiuni necotate	355.991.388	569.333.301	551.103.836
Disponibilitati	15.397.973	857.256	486.740
Depozite bancare	30.701.485	28.321.802	65.976.568
Datorii totale	94.536.594	103.864.638	120.420.741
Activ net	2.166.335.548	1.389.185.680	1.487.931.108
year-to-date	65,8%	-35,9%	7,1%

SIF Oltenia

- Lei -	dec.07	dec.08	nov.09
Activ total, din care	2.809.405.575	1.187.249.302	1.661.103.209
Actiuni cotate	2.442.615.405	822.926.367	1.018.961.599
Actiuni necotate	300.490.615	337.523.705	420.056.317
Disponibilitati	570.566	643.870	1.683.765
Depozite bancare	40.133.015	7.347.976	189.895.810
Datorii totale	52.570.782	58.984.493	72.667.783
Activ net	2.756.834.793	1.128.264.809	1.588.435.426
year-to-date	38,0%	-59,1%	40,8%