

August 2011

Material analiza:

Perspectivile SIF-urilor in contextul valorificarii detinerilor BCR



Continutul materialului

Contextul pietei

Scaderi importante atat pe pietele externe cat si pe cele autohtone, cauzate de temerile privind downgrade-ul SUA si instabilitatea Zonei Euro.

BET-FI are scaderi insemnate in comparatie cu restul indicilor BVB

Prezentarea SIF-urilor

Valorificarea detinerilor de actiuni BCR

Stiri din presa

Conversia actiunilor BCR in actiuni Erste

Perspectiv si preturi tinta

Detinerile BCR ale SIF-urilor

Valoarea unitara a activului net, discount-uri si preturi tinta

Profit potential al SIF-urilor

Politica de dividend

Departamentul Analiza

+4021.321.40.90

analiza@primet.ro

Preturi tinta in contextul valorificarii detinerilor BCR

	Pret piata	Pret 6 luni	Pret 12 luni
SIF1	0,7995	0,9012	1,4757
SIF2	0,8850	1,0202	1,3293
SIF3	0,4110	0,4633	0,7420
SIF4	0,5050	0,5726	0,9599
SIF5	0,9990	1,1101	1,6042

Sursa: Prime Transaction, BVB
* pret piata la data de 19.08.2011

Recomandare: Cumparare (Buy)



	Tranzactii	Valoare (lei)
SIF1	42.223	206.058 mil.
SIF2	58.687	416.755 mil.
SIF3	65.471	278.392 mil.
SIF4	45.688	174.350 mil.
SIF5	78.406	659.038 mil.

Sursa: BVB, Totaluri 52 saptamani

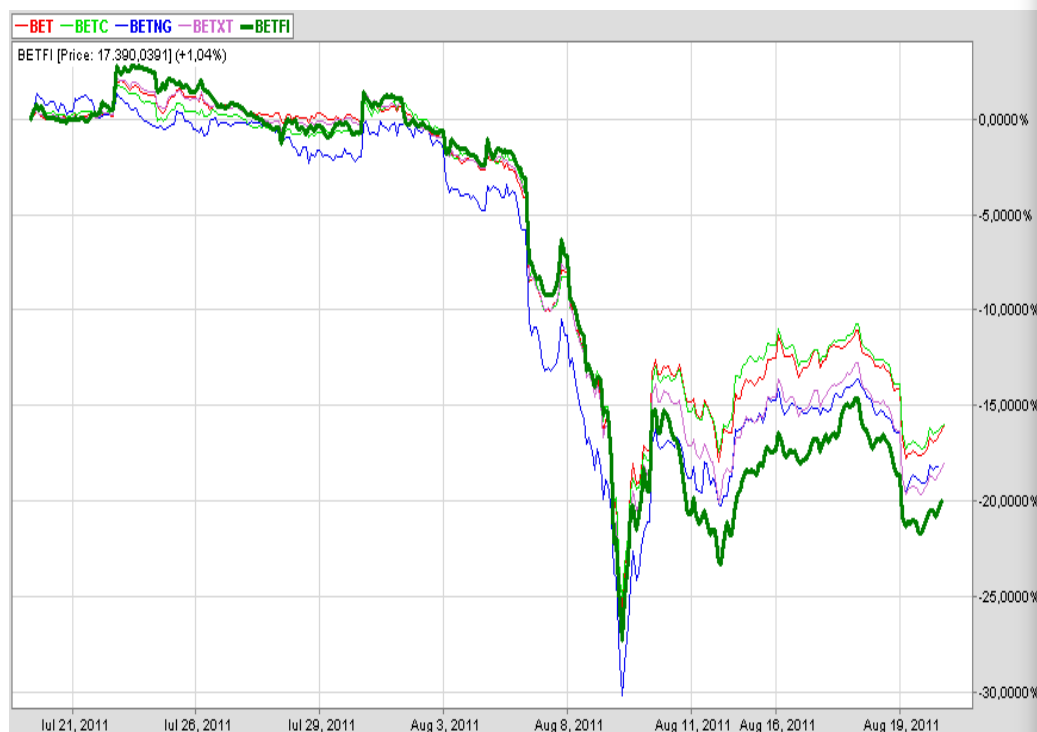
Contextul pietei

Pietele financiare internationale au reactionat violent in replica evenimentelor recente. Principalele temeri rezulta din downgrade-ul Statelor Unite de catre agentia de rating S&P, la categoria „AA+” de la „AAA”, dar si din situatia instabila a tarilor Zonei Euro cu grad mare de indatorare. Sfera politica nu reuseste sa recapete increderea investitorilor desi discutiile la nivel inalt sunt din ce in ce mai frecvente.

Piata autohtona reflecta instabilitatea externa, manifestand volatilitati mai ridicate, tipice pietelor emergente. In acest context consideram atractive societatile solide din punct de vedere fundamental dar care prezinta oportunitati din punct de vedere al preturilor „artificial” scazute.

Dintre indicii Bursei de Valori Bucuresti, BET-FI a avut in ultima luna cele mai mari scaderi, situandu-se cu aproximativ 15% sub nivelul din data de 19 iulie si sub performantele BET-XT, BET-NG, BET si BET-C.

BET-FI are in componenta actiunile celor 5 SIF-uri si Fondul Proprietatea.



Scaderi importante atat pe pietele externe cat si pe cele autohtone, cauzate de temerile privind downgrade-ul SUA si instabilitatea Zonei Euro

Actiunile companiilor atractive din punct de vedere financiar a caror pret se afla la un nivel scazut pot prezenta interes

BET-FI are scaderi insemnate in raport cu restul indicilor Bursei de Valori Bucuresti

SIF Banat-Crisana (SIF1)



Niveluri semnificative:

Rezistenta 3: 1,75 lei/actiune

Rezistenta 2: 1,32 lei/actiune

Rezistenta 1: 1,07 lei/actiune

Suport: 0,71 lei/actiune

	Ultimele 12 luni	2010	2009	2008
Cifra de afaceri	95,926,505	113,511,635	180,532,088	124,521,972
Rezultatul brut	45,764,002	65,201,431	118,437,781	96,662,169
Rezultatul net	44,107,185	62,996,316	112,185,660	95,437,422
EPS	0,0804	0,1148	0,2044	0,1739
Dividend / actiune	-	0,103	0,05	0,03
Activ Total	586,321,357	592,627,775	561,349,564	506,456,199
Capitaluri proprii	534,351,241	538,546,764	500,203,266	413,631,925
ROE	8.25%	11.70%	22.43%	23.07%
ROA	7.52%	10.63%	19.98%	18.84%
Numar Angajati	78	81	86	94
Cifra de afaceri/Angajat	1,229,827	1,401,378	2,099,210	1,324,702
Profit net/Angajat	565,477	777,732	1,304,484	1,015,292

In portofoliul SIF Banat-Crisana (SIF1) ponderea cea mai ridicata o ocupa sectorul bancar, societatea detinand pachete importante din BRD Groupe Societe Generale, BCR si Banca Transilvania.

In activul net al societatii, actiunile BCR au o pondere de aproximativ 20%, reprezentand cea mai mare expunere a SIF-ului la o companie nelistata.

Procentul detinerilor BCR in activul net al SIF1 este 20%



SIF Moldova (SIF2)



Niveluri semnificative:

Rezistenta 3: 1,50 lei/actiune

Rezistenta 2: 1,00 lei/actiune

Suport 1: 0,80 lei/actiune

Suport 2: 0,61 lei/actiune

	Ultimele 12 luni	2010	2009	2008
Cifra de afaceri	156,294,604	175,914,315	192,416,867	141,263,791
Rezultatul brut	80,163,764	110,681,943	108,346,696	98,309,094
Rezultatul net	72,593,444	96,293,949	101,332,824	93,932,658
EPS	0,1398	0,1855	0,1952	0,181
Dividend / actiune	-	0,09	0,06	0,045
Activ Total	539,236,211	550,990,221	500,088,348	383,091,882
Capitaluri proprii	494,400,816	498,903,369	456,017,132	340,659,625
ROE	14.68%	19.30%	22.22%	27.57%
ROA	13.46%	17.48%	20.26%	24.52%
Numar Angajati	77	77	80	84
Cifra de afaceri/Angajat	2,029,800	2,284,601	2,405,211	1,681,712
Profit net/Angajat	942,772	1,250,571	1,266,660	1,118,246

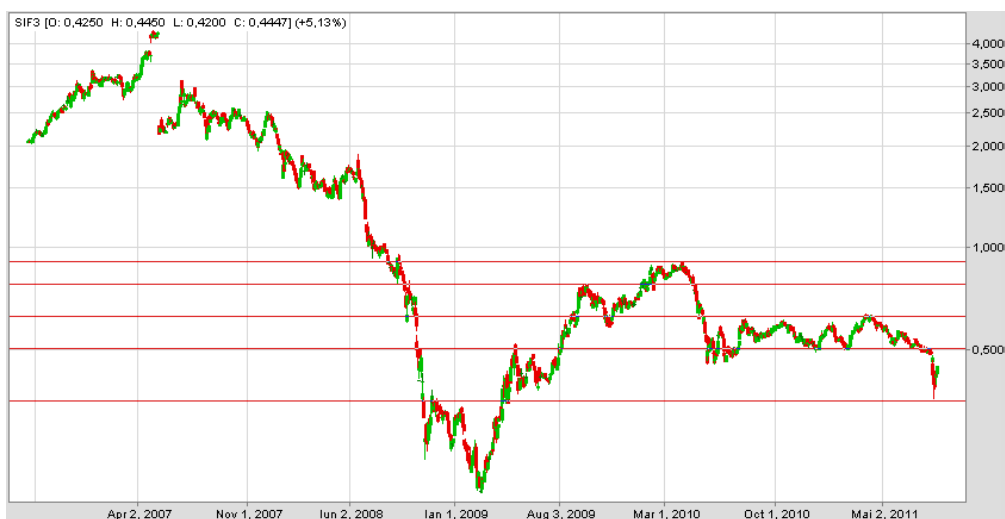
In cazul SIF Moldova (SIF2) ponderea sectorului bancar in portofoliu este de asemenea ridicata, in special datorita detinerilor BRD Groupe Societe Generale, BCR si Banca Transilvania.

In activul net al societatii, actiunile BCR au o pondere de aproximativ 24%, reprezentand cea mai mare expunere a SIF-ului la o companie nelistata.

Procentul detinerilor BCR in activul net al SIF2 este 24%



SIF Transilvania (SIF3)



Niveluri semnificative:

Rezistenta 3: 0,90 lei/actiune

Rezistenta 2: 0,62 lei/actiune

Rezistenta 1: 0,50 lei/actiune

Suport: 0,35 lei/actiune

	Ultimele 12 luni	2010	2009	2008
Cifra de afaceri	222,264,300	121,534,602	170,371,311	145,772,383
Rezultatul brut	157,071,045	74,818,126	121,743,402	103,243,475
Rezultatul net	134,582,554	66,919,410	116,663,029	94,676,010
EPS	0,1232	0,0613	0,1068	0,0867
Dividend / actiune	-	0,03	0,03	0,03
Activ Total	834,383,549	769,848,405	726,727,734	640,655,776
Capitaluri proprii	766,582,171	699,498,187	658,835,186	578,107,896
ROE	17.56%	9.57%	17.71%	16.38%
ROA	16.13%	8.69%	16.05%	14.78%
Numar Angajati	78	85	98	102
Cifra de afaceri/Angajat	2,849,542	1,429,819	1,738,483	1,429,141
Profit net/Angajat	1,725,417	787,287	1,190,439	928,196

Portofoliul SIF Transilvania (SIF3) este de asemenea dominat de institutii bancare, insa ponderea acestora este mai scazuta decat in cazurile anterioare. Sectorul turistic este bine reprezentat.

In activul net al societatii, actiunile BCR au o pondere de aproximativ 20%, reprezentand cea mai mare expunere a SIF-ului la o companie nelistata.

Procentul detinerilor BCR in activul net al SIF3 este 20%



SIF Muntenia (SIF4)



Niveluri semnificative:

Rezistenta 3: 1,53 lei/actiune

Rezistenta 2: 0,98 lei/actiune

Rezistenta 1: 0,70 lei/actiune

Suport: 0,46 lei/actiune

	Ultimele 12 luni	2010	2009	2008
Cifra de afaceri	145,606,747	164,057,134	150,076,416	199,611,642
Rezultatul brut	58,392,349	83,788,103	82,051,576	107,094,293
Rezultatul net	46,053,943	71,419,776	82,022,909	89,600,663
EPS	0,0571	0,0885	0,1016	0,111
Dividend / actiune	-	0,081	0,04	0,04
Activ Total	1,366,602,961	1,410,598,123	1,472,375,116	1,366,767,073
Capitaluri proprii	1,261,381,015	1,305,115,912	1,349,540,322	1,243,467,003
ROE	3.65%	5.47%	6.08%	7.21%
ROA	3.37%	5.06%	5.57%	6.56%
Numar Angajati	4	4	4	16
Cifra de afaceri/Angajat	36,401,687	41,014,284	37,519,104	12,475,728
Profit net/Angajat	11,513,486	17,854,944	20,505,727	5,600,041

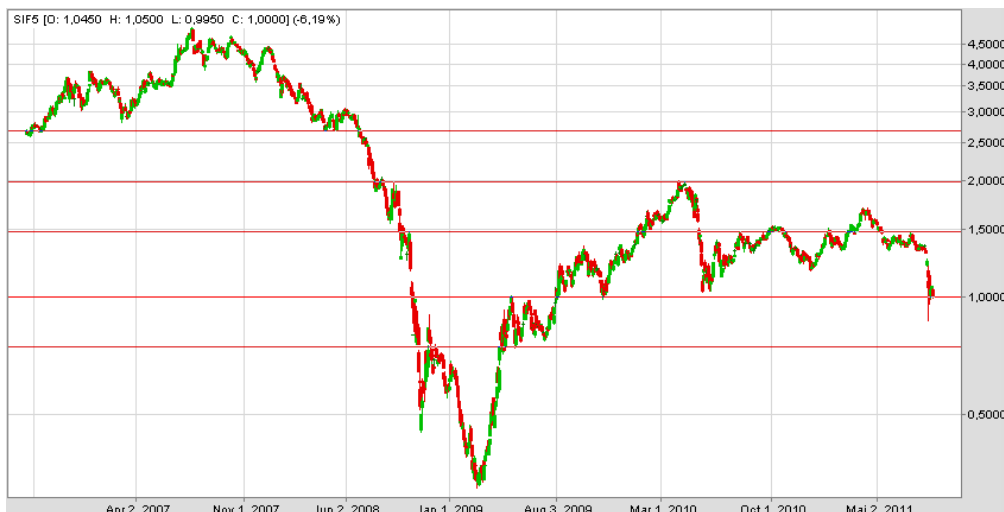
Sectorul bancar este reprezentat in portofoliul SIF Muntenia (SIF4) in cea mai mare parte de actiuni ale BRD Groupe Societe Generale si ale Bancii Comerciale Romane.

In activul net al societatii, actiunile BCR au o pondere de aproximativ 21%, reprezentand cea mai mare expunere a SIF-ului la o companie nelistata.

Procentul detinerilor BCR in activul net al SIF4 este 21%



SIF Oltenia (SIF5)



Niveluri semnificative:

Rezistenta 3: 2,00 lei/actiune

Rezistenta 2: 1,50 lei/actiune

Rezistenta 1: 1,00 lei/actiune

Suport: 0,75 lei/actiune

	Ultimele 12 luni	2010	2009	2008
Cifra de afaceri	128,156,856	168,522,412	261,868,200	122,257,591
Rezultatul brut	66,739,176	89,453,123	192,540,559	88,413,982
Rezultatul net	58,805,372	80,994,938	187,322,879	87,643,619
EPS	0,1014	0,1396	0,3229	0,1511
Dividend / actiune	-	0,075	0,16	0,06
Activ Total	721,943,782	715,975,885	705,264,314	509,894,558
Capitaluri proprii	667,169,754	661,847,553	648,684,500	456,464,535
ROE	8.81%	12.24%	28.88%	19.20%
ROA	8.15%	11.31%	26.56%	17.19%
Numar Angajati	72	81	85	93
Cifra de afaceri/Angajat	1,779,956	2,080,524	3,080,802	1,314,598
Profit net/Angajat	816,741	999,938	2,203,799	942,405

Cele mai importante detineri ale SIF Oltenia (SIF5) sunt reprezentate de actiuni ale BRD Groupe Societe Generale, BCR si OMV Petrom.

In activul net al societatii, actiunile BCR au o pondere de aproximativ 17%, reprezentand cea mai mare expunere a SIF-ului la o companie nelistata.

Procentul detinerilor BCR in activul net al SIF5 este 17%



Valorificarea detinerilor de actiuni BCR

In piata au aparut recent semnale care indica interesul crescut din partea SIF-urilor si ai actionarilor acestora, in ceea ce priveste valorificarea plasamentelor in actiuni ale Bancii Comerciale Romane. Actionarul majoritar al institutiei bancare este grupul austriac Erste, cu detineri de 69,41%, urmat de cele 5 SIF-uri care cumulativ controleaza 30,12% din numarul total de actiuni.

Deoarece titlurile BCR nu sunt listate pe o piata reglementata, pentru valorificarea acestora au fost vehiculate diverse alternative:

- Listarea BCR pe o piata reglementata: prin contractul pe privatizare, Erste si-a luat angajamentul initial de a lista banca la BVB pana in octombrie 2009, termen prelungit ulterior cu maxim 2 ani datorita conditiilor nefavorabile de piata. Un aspect notabil este faptul ca politica Erste este de a nu avea subsidiare listate. De asemenea exista presiuni din partea conducerea SIF-urilor pentru renuntarea propunerii unor actionari de a lista banca.
- Vanzarea actiunilor BCR catre Erste: se poate dovedi o alternativa atractiva pentru SIF-uri din punct de vedere al profitului potential. Pentru o tranzactie de acest tip este nevoie de aprobarea actionarilor, nefiind permisa CA-urilor vanzarea a peste 20% din activele unei societati fara imputernicire de la actionari.
- Conversia actiunilor BCR in actiuni Erste: se poate dovedi atractiva datorita imbunatatirii conditiilor de lichidare a actiunilor Erste si crestere a activului net. Angajatilor BCR le-a fost oferit un mecanism asemanator de conversie la o rata de schimb de 6:1.

Stiri relevante din presa:

[Seful Erste spune raspicat ca nu vrea sa listeze BCR](#)

[SIF-urile si Erste pregatesc un anunt-soc: sunt pe ultimii zece metri in negocierile privind variantele de lichidizare a detinerilor de la BCR](#)

[Variantele negociate de SIF-uri cu Erste: Vanzare directa, schimb de actiuni sau operatiune combinata](#)

[Care sunt alternativele SIF Oltenia la listarea BCR?](#)

Exista din ce in ce mai multe semnale in ceea ce priveste valorificarea actiunilor BCR.

Posibile variante:

Listarea BCR;

Vanzarea participatiilor catre Erste Bank;

Conversia in actiuni Erste Bank;



Estimarea unei rate de conversie:

Consideram ca rata de conversie acordata angajatilor nu este adecvata conditiilor actuale ale pietei. Pentru estimarea posibilei conversii vom considera raportul capitalurilor proprii raportate de cele doua companii in ultimele rapoarte anuale.

Rezulta astfel o rata de conversie de aproximativ **10,3** actiuni BCR pentru o actiune Erste (EBS). Consideram cursul oficial de schimb EUR/USD 4,2669 anuntat de BNR la data de 19.08.2011, capitaluri proprii pentru Erste in valoare de aproximativ 17.000 mil. euro si aproximativ 7.103 mil. lei pentru BCR.

Pretul de inchidere al unei actiuni Erste Bank (EBS) la Bursa de Valori Bucuresti, in data de 19.08.2011 este de 101,5 lei.

Perspective si preturi tinta in contextul conversiei de actiuni

Pentru evaluarea efectelor asupra activului net al fiecarui SIF, trebuie avuta in vedere valoarea contabila a detinerilor individuale de actiuni BCR.

Constatam astfel diferente sensibile intre valorile totale ale detinerilor raportate. Astfel calculele acestui material au in considerare valoarea detinerilor raportate in situatiile detaliate ale investitiilor in semestrul 2, avandu-se in vedere numarul actiunilor dupa majorarea de capital a BCR.

De asemenea, numarul actiunilor detinute de SIF-uri difera. Astfel in cazul SIF1, SIF2, SIF3 si SIF4, plasamentele sunt de cate 651.381.927 actiuni, aferente a cate 6% din capitalul social al BCR, in timp ce SIF5 detine 6,12% aferent celor 664.140.255 actiuni din portofoliu.

Inmultind numarul actiunilor cu valoarea unitara obtinem valoarea contabila totala a pachetului BCR al fiecarui SIF.

Valoarea potentiala este determinata prin impartirea numarului de actiuni la 10,28869928 (raportul de conversie), inmultirea cu pretul unei actiuni Erste si ajustarea pentru majorarea capitalului BCR.

Se poate calcula astfel valoarea unitara a activului net (VUAN) potential prin adaugarea la VUAN-ul initial a diferentei dintre valoarea potentiala si

Rata de conversie estimata prin raportul capitalurilor proprii este de 10,3 actiuni BCR pentru o actiune Erste

Valoarea totala a detinerilor BCR este evaluata diferit de catre SIF-uri



valoarea contabila, raportate la numarul de actiuni ale fiecarui SIF.

Pretul tinta pe termen scurt (6 luni) il reprezinta pretul obtinut prin aplicarea discount-urilor actuale noului activ net unitar estimat. Pretul pe termen lung (12 luni) este obtinut aplicand un discount de 50% VUAN-ului estimat. Consideram un discount de 50% ca reflectand caracteristicile unui fond de investitii tranzactionat pe o piata in dezvoltare, cu riscuri asociate mai ridicate.

	VUAN initial	Val Contabila BCR	Val BCR potentiala	VUAN potential
SIF1	2,6183	286.224.885,00	469.071.411,04	2,9514
SIF2	2,3063	286.224.855,36	469.071.411,04	2,6585
SIF3	1,3166	286.217.218,72	469.071.411,04	1,4840
SIF4	1,6932	286.224.900,39	469.071.411,04	1,9198
SIF5	2,8873	291.949.383,00	478.258.904,07	3,2084

* VUAN= valoarea unitara a activului net

	Pret	Discount initial	Discount potential	Pret TS	Pret TL (discount 50)
SIF1	0,7995	69,46%	72,91%	0,9012 (+12,7%)	1,4757 (+84,6%)
SIF2	0,8850	61,63%	66,71%	1,0202 (+15,3%)	1,3293 (+50,2%)
SIF3	0,4110	68,78%	72,31%	0,4633 (+12,7%)	0,7420 (+80,5%)
SIF4	0,5050	70,17%	73,69%	0,5726 (+13,4%)	0,9599 (+90,1%)
SIF5	0,9990	65,40%	68,86%	1,1101 (+11,1%)	1,6042 (+60,6%)

* TS = termen scurt (6 luni)

* TL = termen lung (12 luni)

Pentru stabilirea tintelor de profit ale celor cinci SIF-uri au fost luate in considerare profiturile ultimelor patru trimestre si diferenta fata de valorile de cumparare in doua situatii, anume scenariul valorificarii detinerilor de actiuni BCR la valoarea contabila si scenariul valorificarii dupa conversie a actiunilor Erste Bank.

	Profit net 12L	Profit net min.	Profit net max.
SIF1	44.107.185	229.820.006,53	383.411.088,40
SIF2	72.593.444	258.306.240,63	411.897.347,40
SIF3	134.582.554	320.288.935,86	473.886.457,40
SIF4	46.053.943	231.766.777,46	385.357.846,40
SIF5	58.805.372	248.255.072,30	404.755.070,00

Efectul conversiei in actiuni Erste are efecte pozitive asupra VUAN-ului

Estimarile arata preturi in medie mai ridicate cu 13% pe termen scurt (6 luni) si avansuri de 73% pe termen lung (12 luni).



Pentru estimarea dividendelor ce pot fi acordate in anul 2011 consideram profiturile tinta obtinute anterior si mediana ratei dividendului (dividendul brut unitar raportat la profitul net) in perioada 2003-2010.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mediana
SIF1	76,4	68,1	54,4	39,6	31,3	17,3	24,5	89,7	47,01
SIF2	65,4	68,1	71,6	67,7	40,0	25,4	30,7	48,5	56,97
SIF3	65,1	43,6	72,2	-	37,2	34,6	28,1	48,9	43,62
SIF4	90,9	94,2	92,4	78,5	65,2	36,0	39,4	91,5	84,70
SIF5	74,4	54,3	63,7	51,5	42,5	39,7	49,6	53,7	52,60

In ceea ce priveste randamentul dividendului brut (dividend brut raportat la pret), estimarea este facuta la pretul tinta pe termen lung calculat anterior.

	Div min	Randament min	Div max	Randament max
SIF1	0,1968	13,34%	0,3284	22,25%
SIF2	0,2835	21,33%	0,4521	34,01%
SIF3	0,1279	17,24%	0,1893	25,51%
SIF4	0,2432	25,34%	0,4045	42,14%
SIF5	0,2251	14,03%	0,3670	22,87%

SIF-urile au avut in general o politica de dividend stabila.

In contextul valorificarii detinerilor BCR, estimam randamente crescute ale dividendului brut.



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 si autorii acestui material 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 niciun 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 *echipa*.

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.



Bucuresti, Sector 3, str. Caloian Judetul nr.22, 031114

+4021 321 40 88; +4 0749 044 045

E-mail: office@primet.ro; fax: +4021 321 40 90

Decizie CNVM Nr. 1841/17.06.2003

WWW.PRIMET.RO