



Topul companiilor subevaluate de la BVB

(+40) 21 322 46 14; (+40) 0749 044 044; analiza@primet.ro;

Topul companiilor subevaluate de la BVB

Sumar:

- Printre actiunile listate la Bursa de la Bucuresti exista in continuare unele care au preturi mici comparativ cu fundamentele economice.
- Pentru a trage niste concluzii corecte am scos din calcul emitentii cu lichiditate scazuta, acestia neavand un pret relevant si, prin urmare, neputand fi subevaluati sau supraevaluati
- De obicei pretul mic are un motiv in spate, in multe cazuri fiind vorba de profituri mari nerecurente sau situatii neobisnuite in care se poate afla un emitent. Unii emitenti pot ramane subevaluati la nesfarsit, cel putin in functie de unul dintre indicatori.
- Daca ne raportam la un punct de referinta fix, aproape toata piata romaneasca este subevaluata in acest moment. Daca luam in calcul insa si evolutiile sectoriale la nivel international, imaginea se schimba.
- Ca o concluzie generala, la BVB emitentii mari sunt mai degraba supraevaluati comparativ cu cei similari din reglune, in timp ce printre emitentii mici se regasesc mai multi care pot fi considerati subevaluati.

Emitent	Capitalizare (mil. RON)	P/E	Datorii totale/Active
IMP	373,65	2,55	37,64%
EFO	68,32	4,95	10,76%
CEON	159,28	5,20	32,25%
TBM	96,79	5,52	35,34%
PREB	41,91	6,86	12,78%
BIO	368,53	7,02	25,72%
SNP	17.757,93	7,03	28,97%
TLV	10.947,53	7,08	90,57%
BRD	8.042,24	7,19	85,60%
EBS	36.249,33	7,37	96,75%

Emitent	Capitalizare (mil. RON)	P/BV	Datorii totale/Active
OIL	106,00	0,24	18,63%
CMP	126,04	0,27	29,25%
EFO	68,32	0,28	10,76%
SIF4	535,13	0,36	4,03%
SIF1	954,72	0,39	4,90%
ALU	21,56	0,42	28,06%
SIF5	887,65	0,50	11,45%
TEL	1.737,28	0,52	29,02%
EBS	36.249,33	0,52	96,75%
SNP	17.757,93	0,54	28,97%

*La realizarea raportului au fost luati in calcul emitentii listati pe piata principala a Bursei de Valori Bucuresti; preturile actiunilor sunt cele de la finalul zilei de 29 octombrie; toate datele financiare ale emitentilor sunt cele de la 30.06.2020

Premisele de la care am pornit

Gasirea unor „diamante in noroi”, neobservate pana atunci de altii, este visul oricarui investitor. Desigur, asta e greu in ziua de azi, cand toata lumea are acces rapid la informatii, si aproape imposibil pe o piata mica, asa cum este cea din Romania. Totusi, pe orice piata exista emitenti al caror pret de piata nu reflecta in totalitate fundamentele afacerii, iar cei pe care piata ii subevalueaza pe moment pot aduce randamente peste medie in viitor. Chiar si pe o piata pe care nu exista niciun emitent subevaluat, tot e bine de stiut unde se situeaza un emitent comparativ cu ceilalti din acest punct de vedere.

Mai jos este o astfel de comparatie pentru emitentii listati pe piata principala a Bursei de Valori Bucuresti, bazata pe cativa indicatori pe care i-am considerat relevanti. Inainte de a face comparatia propriu-zisa am filtrat emitentii dupa cel mai important criteriu pentru un investitor: lichiditatea. I-am luat in calcul doar pe cei pentru care media zilnica a tranzactiilor a fost mai mare de 5.000 de lei pe mai multe intervale de timp: o luna, 3 luni, 6 luni si un an. O actiune fara lichiditate are in multe cazuri un pret de piata nerelevant, ceea ce face ca si conceptul de subevaluare sau supraevaluare sa nu i se aplice, iar cumpararea si vanzarea fie sunt imposibile, fie schimba in mod semnificativ acel pret. De asemenea, nu au fost luati in calcul emitentii cu capital propriu negativ si nici cei aflati pe pierdere in ultimele 12 luni. Daca in primul caz e evident de ce, in cazul emitentilor pe pierdere am avut in vedere pe de o parte faptul ca o companie aflata in aceasta situatie este din start in afara criteriilor pe care le cauta majoritatea investitorilor, si pe de alta parte dificultatea de a face o comparatie intre emitenti fara a lua in calcul cel mai important element, profitul.

Top 20 companii subevaluate dupa P/E

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	EV/EBITDA	EV/Sales	Datorii totale/Active
IMP	373,65	2,55	2,61	0,65	16,42	4,02	37,64%
EFO	68,32	4,95	1,07	0,28	1,37	0,58	10,76%
CEON	159,28	5,20	1,25	0,93	2,29	1,37	32,25%
TBM	96,79	5,52	0,82	1,05	3,32	1,10	35,34%
PREB	41,91	6,86	1,00	1,04	3,17	0,94	12,78%
BIO	368,53	7,02	1,74	1,38	2,00	1,29	25,72%
SNP	17.757,93	7,03	0,73	0,54	1,95	0,53	28,97%
TLV	10.947,53	7,08	2,42	1,23			90,57%
BRD	8.042,24	7,19	2,53	0,93			85,60%
EBS	36.249,33	7,37	1,06	0,52			96,75%
ALU	21,56	7,87	0,32	0,42	3,92	0,38	28,06%
TBK	39,25	7,93	0,54	7,73	5,97	0,50	56,74%
SNN	4.850,43	8,25	2,06	0,68	2,13	1,53	15,68%
IARV	242,59	8,29	0,76	1,31	4,50	0,74	17,35%
TGN	3.355,55	8,74	1,20	0,88	5,72	1,56	33,03%
VNC	158,88	9,66	0,45	0,74	5,60	0,87	50,77%
COTE	649,31	10,92	1,45	1,04	2,65	1,02	15,54%
SNG	10.136,61	11,08	2,30	1,38	6,38	1,83	16,74%
WINE	422,00	11,84	2,15	2,36	8,23	2,68	44,71%
ATB	331,64	11,99	0,91	0,67	4,13	1,40	37,07%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Cel mai des utilizat multiplu de piata pentru evaluarea companiilor listate este, desigur, P/E (pret pe actiune/profit pe actiune), asa ca e normal sa incepem cu el. Desi profitul este cel mai relevant atunci cand facem o astfel de comparatie, el este si cel mai volatil, fiind predispus la variatii mari de la un an la altul sau chiar de la un trimestru la altul si putand fi influentat de factori conjuncturali, care in viitor nu vor mai aparea.

Asa se face ca, in ciuda filtrelor pe care le-am aplicat inca de la inceput, pe lista au ramas companii care nu sunt atat de ieftine precum par. Este si cazul primelor doua din tabelul de mai sus, Impact Developer & Contractor (IMP) si Turism, Hoteluri, Restaurante Marea Neagra (EFO). Impact are un indicator P/E de doar 2,57, extrem de mic dupa orice standarde, insa acesta are la baza un profit nerecurrent obtinut in 2019. Din profitul brut de 183 mil. RON obtinut in total, 80,9 mil. RON au venit din reclasificarea unor active de la stocuri la investitii imobiliare, evaluate la pretul de piata. Alte 63,6 mil. RON au venit din aprecierea valorii unor active, un alt element nerecurrent. Fara aceste influente, profitul ar fi crescut comparativ cu 2018, insa intr-un ritm mult mai lent, facand ca si indicatorul P/E sa fie mai mare.

In cazul EFO rezultatele s-au imbunatatit in mod semnificativ in primele 6 luni din 2020, de la o pierdere de 4,7 mil. RON in S1 2019 la un profit de 3,3 mil. RON, insa nu pentru ca ar fi gasit o metoda revolutionara de a contracara efectele pandemiei de COVID, ci pentru ca societatea a vandut cateva active, profitul obtinut de pe urma acestora fiind de circa 13,5 mil. RON. In cazul companiei hoteliere vanzarea de active pare sa fi devenit o operatiune curenta, avand in fiecare an venituri consistente de pe urma ei.

La Cemacon (CEON) si Turbomecanica (TBM) nu exista elemente nerecurrente care sa fi distorsionat rezultatul pe ultimele 12 luni, insa ambele sunt pe un trend descendent al profitului, iar in cazul CEON si al veniturilor. Se pare ca investitorii mizeaza pe o continuare a trendului, influentati probabil si de evolutia negativa a pandemiei de COVID. La Cemacon putem vorbi si de un element extraordinar care a influentat rezultatul, anularea unor provizioane de circa 8 mil. RON, insa astfel de venituri fusesera inregistrate si in 2019, chiar daca la un nivel mai mic. Turbomecanica are o situatie atipica pentru contextul de acum, inregistrand venituri in crestere usoara, dar si cheltuieli considerabil mai mari cu materiile prime, salariile si categoria „alte cheltuieli operationale”.

Top 20 companii subevaluate dupa P/BV

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	EV/EBITDA	EV/Sales	Datorii totale/Active
OIL	106,00	19,67	0,60	0,24	2,52	0,86	18,63%
CMP	126,04	23,33	0,22	0,27	4,50	0,38	29,25%
EFO	68,32	4,95	1,07	0,28	1,37	0,58	10,76%
SIF4	535,13	15,71	22,45	0,36		21,06	4,03%
SIF1	954,72	160,31	16,28	0,39		13,55	4,90%
ALU	21,56	7,87	0,32	0,42	3,92	0,38	28,06%
SIF5	887,65	24,03	21,54	0,50		20,08	11,45%
TEL	1.737,28	19,90	80,22	0,52	13,89	68,39	29,02%
EBS	36.249,33	7,37	1,06	0,52			96,75%
SNP	17.757,93	7,03	0,73	0,54	1,95	0,53	28,97%
RPH	111,46	20,48	0,16	0,61	8,98	0,36	70,47%
SIF2	1.182,43	227,99	36,36	0,63		34,70	6,56%
IMP	373,65	2,55	2,61	0,65	16,42	4,02	37,64%
ATB	331,64	11,99	0,91	0,67	4,13	1,40	37,07%
SNN	4.850,43	8,25	2,06	0,68	2,13	1,53	15,68%
SIF3	713,61	19,48	25,20	0,70		27,64	11,88%
EL	3.914,81	13,62	0,61	0,71	3,92	0,67	27,18%
VNC	158,88	9,66	0,45	0,74	5,60	0,87	50,77%
PBK	249,23	42,86	1,48	0,77			89,87%
TUFE	167,70	29,80	2,27	0,81		2,17	13,14%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Spre deosebire de profitul net, capitalurile proprii sunt mult mai stabile, iar asta face ca in topul companiilor cu cel mai mic indicator P/BV (pret pe actiune/capital propriu pe actiune) sa gasim si companii care sunt supraevaluate din punct de vedere

al indicatorului mai dinamic, profitul. In aceasta categorie se incadreaza chiar primele doua companii de pe lista, Oil Terminal (OIL) si Compa (CMP). Ambele au capitalizarea la un sfert din capitalurile proprii, ceea ce in mod normal inseamna o subevaluare foarte mare. In aceste conditii, daca ar fi vandute toate activele companiei la pretul din bilant si platite toate datoriile, fiecare actionar ar incasa din banii ramasi de 4 ori mai mult decat pretul actiunilor in piata. Aceasta logica este inasa greu de pus in practica daca nu te numesti Paul Singer, iar capitalul propriu mare poate ramane multi ani asa fara sa fie dublat si de un profit pe masura. De altfel, 24 dintre cei 39 de emitenti care au trecut de filtrele mentionate mai sus au o capitalizare mai mica decat capitalurile proprii.

Existenta unui P/BV mic concomitent cu un P/E mare poate insemna fie o rentabilitate mica a capitalului propriu pentru afacerea respectiva, o utilizare insuficienta sau ineficienta a acestuia, fie faptul ca ea trece printr-o perioada mai proasta, asa cum e cazul cu multi emitenti in anul 2020. Un P/BV mic in combinatie cu P/E la randul sau mic inseamna de obicei o lipsa de incredere a pietei in emitentul respectiv sau in sectorul economic in care activeaza acesta, daca nu cumva e vorba, asa cum am aratat mai sus, de situatii cum este cea de la EFO, unde P/E bazat elementele recurente este de fapt mai mare.

Surprinde prezenta in tabel a doua banci, Erste Bank (EBS) si Patria Bank (PBK), in conditiile in care prin natura businessului acestea au un capital propriu mic comparativ cu activele totale folosite pentru a genera profit. E drept ca activele PBK au generat in ultimii ani mai mult pierderi, 2019 fiind primul an pe profit dupa 2013, iar profitul fiind oricum unul mic.

Ar trebui sa surprinda si prezenta SIF-urilor, inasa acestea ne-au obisnuit de multi ani cu o valoare de piata mult sub activul net unitar. Desi in general ponderea activelor nelistate este una destul de mica, comparativ cu Fondul Proprietatea de exemplu, performantele investitionale modeste, conflictele dese dintre actionari si lipsa unei strategii clare care sa atraga atentia investitorilor fac ca aceasta situatie atipica sa se perpetueze la nesfarsit.

Printre companiile cu cele mai mici valori ale indicatorului se numara cateva dintre cele mai mari de la BVB, in principal cele din energie si utilitati. Daca in cazul Transelectrica (TEL) sau Electrica (EL) aceasta situatie are legatura cu limitele de profitabilitate aferente activitatilor reglementate pe care le desfasoara, la Nuclearelectrica (SNN) este vorba de investitia initiala foarte mare necesara pentru a construi si operationaliza reactoarele nucleare. La OMV Petrom (SNP), raportul mic intre capitalizare si activul net persista de aproximativ 5 ani, dupa scaderea abrupta a petrolului de la circa 100 de dolari pe baril.

Top 20 companii subevaluate dupa Graham Number

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/BV	Datorii totale/Active	Graham number	Pret 29.10.2020	Diferenta
EFO	68,32	4,95	0,28	10,76%	0,4760	0,1180	303,43%
IMP	373,65	2,55	0,65	37,64%	5,1865	1,4100	267,84%
ALU	21,56	7,87	0,42	28,06%	1,8030	0,6900	161,31%
SNP	17.757,93	7,03	0,54	28,97%	0,7624	0,3135	143,21%
EBS	36.249,33	7,37	0,52	96,75%	203,6516	84,3400	141,47%
OIL	106,00	19,67	0,24	18,63%	0,3996	0,1820	119,55%
CEON	159,28	5,20	0,93	32,25%	0,6801	0,3150	115,89%
SNN	4.850,43	8,25	0,68	15,68%	32,3009	16,0800	100,88%
SIF4	535,13	15,71	0,36	4,03%	1,3527	0,6820	98,35%
TBM	96,79	5,52	1,05	35,34%	0,5162	0,2620	97,03%
CMP	126,04	23,33	0,27	29,25%	1,0922	0,5760	89,62%
BRD	8.042,24	7,19	0,93	85,60%	21,1541	11,5400	83,31%
VNC	158,88	9,66	0,74	50,77%	0,2735	0,1540	77,59%
PREB	41,91	6,86	1,04	12,78%	1,6334	0,9200	77,54%
TGN	3.355,55	8,74	0,88	33,03%	488,5973	285,0000	71,44%
ATB	331,64	11,99	0,67	37,07%	0,8274	0,4940	67,49%

TLV	10.947,53	7,08	1,23	90,57%	3,0622	1,9080	60,49%
EL	3.914,81	13,62	0,71	27,18%	17,2649	11,3000	52,79%
BIO	368,53	7,02	1,38	25,72%	0,5699	0,3740	52,37%
TEL	1.737,28	19,90	0,52	29,02%	35,0930	23,7000	48,07%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Numarul lui Graham, lansat de „parintele” Value Investing, Benjamin Graham, este calculat ca radical din produsul a trei numere: 22,5, profitul pe actiune si activul net pe actiune. 22,5 este de fapt la randul sau produsul altor doua numere, 15 si 1,5. Mai exact, un indicator P/E maxim de 15 si un P/BV maxim de 1,5, peste care actiunea devenea neatractiva, potrivit teoriei lui Graham. Numarul poate fi vazut si ca media geometrica a preturilor pe care le-ar avea actiunea la un P/E de 15 si respectiv la un P/BV de 1,5, fiind apropiat de calculul clasic al valorii unei actiuni pe baza multiplilor de piata, cu diferenta ca acolo se foloseste de obicei media aritmetica.

E usor de observat din tabel ca, potrivit numarului lui Graham, marea majoritate a actiunilor lichide de la BVB sunt puternic subevaluate. Chiar si fara cazurile de profituri nerecurente mentionate mai sus, avem cateva companii care se tranzactioneaza la mai putin de jumatate din pretul la care ar fi considerate atractive, si multe altele care ar avea loc de crestere cu peste 50% pana la acel prag.

Numarul lui Graham nu ia in seama contextul in care se afla piata la un anumit moment, ci se concentreaza pe ideea de investitie pe termen lung. De asemenea, fiind conceput in urma cu mult timp, are ca punct de referinta niste cifre care pana in zilele noastre s-au mai schimbat. Cel mai important, aceste cifre porneau de la niste randamente ale pietelor monetare si de obligatiuni, fata de care bursa trebuia sa fie atractiva. Cu dobanzile la zero pe termen destul de lung, toate acele calcule sunt date peste cap.

Totusi, chiar daca numarul in sine nu mai spune atat cat ar trebui, ordinea emitentilor spune ceva. In afara de primii doi emitenti, pentru care profitul nu este atat de relevant pe cat ar trebui, SNP a publicat de curand rezultatele financiare pentru T3 2020, iar scaderea profitului TTM l-ar duce mai jos in tabel. In cazul Alumil (ALU) nu exista elemente extraordinare care sa influenteze rezultatele, insa compania este pe un trend destul de puternic de scadere a vanzarilor, compensate pana acum de cheltuieli in scadere si mai mare.

Prezenta Erste Bank (EBS), BRD Groupe Societe Generale (BRD) si a Bancii Transilvania (TLV) in top arata exact orientarea catre investitiile pe termen lung despre care vorbeam mai sus. Pentru ca ne raportam la niste cifre fixe valabile pentru toata piata, sunt ignorate problemele de moment prin care trece o industrie anume, asa cum este cazul cu bancile si sectorul energetic in acest moment. Bancile se tranzactioneaza la multipli de piata mici peste tot in lume, insa pe termen lung acest lucru e de asteptat sa se schimbe. Desigur, pentru asta poate fi nevoie de rabdarea pe care doar un investitor pe termen lung o are.

Top 20 companii subevaluate dupa Graham Number modificat

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/BV	Datorii totale/Active	Pret 29.10.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Graham number ajustat	Diferenta
ALU	21,56	7,87	0,42	28,06	0,6900	1,45	15,52	1,8032	161,33%
IMP	373,65	2,55	0,65	37,64	1,4100	0,76	9,52	2,9411	108,59%
TBM	96,79	5,52	1,05	35,34	0,2620	1,36	17,93	0,5374	105,12%
EFO	68,32	4,95	0,28	10,76	0,1180	0,29	19,28	0,2373	101,11%
CMP	126,04	23,33	0,27	29,25	0,5760	1,65	12,4	1,0415	80,82%
BIO	368,53	7,02	1,38	25,72	0,3740	3,03	10,16	0,6666	78,23%
VNC	158,88	9,66	0,74	50,77	0,1540	1,36	15,49	0,2646	71,84%

SIF4	535,13	15,71	0,36	4,03	0,6820	1,21	12,41	1,1051	62,04%
CEON	159,28	5,20	0,93	32,25	0,3150	1,06	8,47	0,4296	36,38%
RPH	111,46	20,48	0,61	70,47	0,2180	1,46	14,33	0,2816	29,17%
ATB	331,64	11,99	0,67	37,07	0,4940	1,14	11,29	0,6258	26,67%
SNP	17.757,93	7,03	0,54	28,97	0,3135	0,6	8,49	0,3628	15,72%
PREB	41,91	6,86	1,04	12,78	0,9200	1,06	8,47	1,0318	12,15%
SIF5	887,65	24,03	0,50	11,45	1,7000	1,21	12,41	1,8992	11,72%
ALR	1.427,56	13,41	1,40	63,10	2,0000	1,45	15,52	2,1907	9,53%
SIF3	713,61	19,48	0,70	11,88	0,3300	1,21	12,41	0,3472	5,20%
COTE	649,31	10,92	1,04	15,54	75,0000	1,04	11,92	78,5134	4,68%
OIL	106,00	19,67	0,24	18,63	0,1820	0,6	8,49	0,1901	4,46%
FP	9.265,05	15,49	0,91	4,40	1,2850	1,21	12,41	1,3235	3,00%
TGN	3.355,55	8,74	0,88	33,03	285,0000	0,91	8,67	289,3277	1,52%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Pentru ca nu toti investitorii sunt dispusi sa astepte pana cand cifrele lui Graham redevin relevante, am modificat numarul in asa fel incat sa tina cont de realitatile actuale. Nu doar de nivelul la care se afla piata in general, ci si de multiplii la care se tranzactioneaza actiunile in fiecare sector de activitate. Mai exact, in loc de 22,5 am pus in formula produsul dintre mediana P/E si mediana P/BV din sectorul de activitate al fiecarui emitent, luand in calcul pietele emergente si de frontiera din Europa, cele mai relevante pentru piata de la Bucuresti in acest moment. Asadar, in loc sa ne mai raportam la niste repere fixe, am mers spre varianta clasica de evaluare pe baza multiplilor de piata, comparand emitentii cu altii similari.

Desi cifrele nu mai sunt la fel de mari ca in tabelul anterior, exista in continuare mai multe companii pentru care diferenta fata de pretul de piata este una consistenta. Desigur, la fiecare dintre ele trebuie analizate mai in detaliu motivele pentru care pretul de piata este atat de departe de cel care ar rezulta din comparatia cu alti emitenti din domeniu. Poate fi vorba de niste distorsiuni de moment in rezultatele financiare, cum e cazul la IMP sau EFO, de niste tendinte care, desi sunt vizibile in economie, nu se vad inca integral in rezultatele financiare ale companiei, ca la ALU sau CMP, sau chiar de o diferenta in spatele careia nu exista niciun motiv fundamental. Chiar daca nu exista niciun motiv fundamental, diferenta poate sa se mentina pe termen lung, asa cum e cazul la SIF-uri.

O situatie interesanta este cea din domeniul farmaceutic, acolo unde Biofarm (BIO) si Antibiotice (ATB) sunt in pozitii complet opuse. Biofarm este intr-un sector cu multipli de piata foarte mari in acest moment, cel al produselor farmaceutice specializate, inasa nisa pe care activeaza este in afara celor care ar putea beneficia de situatia generata de COVID. La Antibiotice, numarul de companii similare din regiune este mic, doar 4, dintre care 2 sunt din Romania. Daca luam in calcul multiplii la nivel global, pozitia companiei in tabel ar fi mult mai buna.

Facand comparatia cu tabelul anterior observam ce spuneam mai sus in legatura cu sectorul bancar. Daca pe lista de companii subevaluate aveam trei banci atunci cand ne raportam la niste cifre fixe, acestea au disparut complet atunci cand comparatia a fost facuta cu celelalte banci listate din regiune. Fata de acestea, bancile din Romania nu sunt subevaluate, ba chiar unele se tranzactioneaza la multipli destul de buni.

Top 20 companii subevaluate dupa Graham Number modificat, luand in calcul si cifra de afaceri

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	Pret 29.10.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Mediana P/S peers	Graham number ajustat	Diferenta
ALU	21,56	7,87	0,32	0,42	0,6900	1,45	15,52	0,49	1,5143	119,47%
CMP	126,04	23,33	0,22	0,27	0,5760	1,65	12,4	0,6	1,2006	108,43%
EFO	68,32	4,95	1,07	0,28	0,1180	0,29	19,28	2,33	0,2439	106,71%
VNC	158,88	9,66	0,45	0,74	0,1540	1,36	15,49	0,65	0,2490	61,70%

BIO	368,53	7,02	1,74	1,38	0,3740	3,03	10,16	2,17	0,5915	58,17%
ATB	331,64	11,99	0,91	0,67	0,4940	1,14	11,29	2,24	0,7804	57,97%
TBM	96,79	5,52	0,82	1,05	0,2620	1,36	17,93	0,71	0,4034	53,95%
IMP	373,65	2,55	2,61	0,65	1,4100	0,76	9,52	1,88	2,0624	46,27%
TBK	39,25	7,93	0,54	7,73	15,7000	2,37	11,27	3,29	21,7876	38,77%
RPH	111,46	20,48	0,16	0,61	0,2180	1,46	14,33	0,25	0,3003	37,77%
COTE	649,31	10,92	1,45	1,04	75,0000	1,04	11,92	2,44	91,9307	22,57%
EBS	36.249,33	7,37	1,06	0,52	84,3400	0,52	7,54	1,39	92,7814	10,01%
IARV	242,59	8,29	0,76	1,31	12,8500	1,14	8,69	0,95	13,4528	4,69%
ALR	1.427,56	13,41	0,54	1,40	2,0000	1,45	15,52	0,49	2,0546	2,73%
CEON	159,28	5,20	1,25	0,93	0,3150	1,06	8,47	0,73	0,3236	2,73%
PREB	41,91	6,86	1,00	1,04	0,9200	1,06	8,47	0,73	0,8948	-2,74%
OIL	106,00	19,67	0,60	0,24	0,1820	0,6	8,49	0,5	0,1768	-2,85%
SNP	17.757,93	7,03	0,73	0,54	0,3135	0,6	8,49	0,5	0,3043	-2,95%
BVB	180,30	25,15	4,95	1,73	22,4000	1,79	18,75	4,9	20,4846	-8,55%
M	859,23	46,14	0,89	4,32	38,8000	4,49	24,11	0,92	32,0137	-17,49%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Cei doi indicatori luati in calcul pentru Graham Number sunt cei mai relevanti pentru situatia financiara a emitentilor, insa profitul este sensibil la factori nerecurenti, asa cum am explicat mai sus. Pentru a exclude macar partial aceste influente putem include in calcul si un indicator care surprinde dinamica afacerilor companiei, fara sa fie insa la fel de volatil: cifra de afaceri. Putem face astfel diferenta intre un business care are o perioada mai dificila in privinta profitabilitatii, insa genereaza in continuare venituri, si unul care se scufunda din cauza disparitiei clientilor. Desigur, si aici exista situatii in care pierderea persista multi ani, chiar daca veniturile raman solide, de aceea e bine ca fiecare emitent sa fie tratat separat, in functie de particularitatile sale.

In tabelul de mai sus am modificat din nou numarul lui Graham, in asa fel incat sa includa de data aceasta si indicatorul P/S (price/sales). Titlul nu este in totalitate corect, pentru ca in tabel am inclus si emitenti pentru care pretul este mai mic decat numarul rezultat din calcul. Am facut acest lucru intentionat, pentru a arata cat de putine companii raman de fapt in zona in care le putem considera subevaluate atunci cand luam in calcul mai multi factori.

Majoritatea emitentilor au pozitii asemanatoare cu cele din tabelul anterior, insa exista si cateva diferente, in principal acolo unde e vorba de profituri nerecurente importante. Se observa ca EFO, desi nu are un profit net cu adevarat relevant, ramane pe lista, avand multipli de evaluare mici in general, nu doar cand vine vorba de P/E. Totusi, luand in calcul doar profitul recurent, compania ar fi mult mai jos.

O aparitie surprinzatoare in top este cea a Transilvania Broker de Asigurare (TBK), cu o diferenta de 38,77% fata de pretul din piata, in crestere uriasa de la -34% atunci cand nu am luat in calcul si cifra de afaceri. Acest lucru vine de la modelul de business al companiei, care mai degraba ofera o umbrela comuna sub care functioneaza mai multi brokeri de asigurare, de aici rezultand venituri foarte mari, dar si o marja neta de profit foarte mica.

Nu am inclus in calcul SIF-urile si FP, deoarece in cazul lor nu exista o cifra de afaceri propriu-zisa, iar veniturile din activitatea investitionala sunt prea volatile pentru a putea substitui acest indicator. Nici in cazul bancilor nu exista o cifra de afaceri in sensul clasic, insa ea poate fi inlocuita de veniturile nete din dobanzi si comisioane, acestea reprezentand activitatea principala a unei banci si fiind la fel de stabile ca si cifra de afaceri a companiilor nebancale.

Top 15 companii supraevaluate dupa Graham Number modificat, luand in calcul si cifra de afaceri

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	Pret 29.10.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Mediana P/S peers	Graham number ajustat	Diferenta
SNN	4.850,43	8,25	2,06	0,68	16,0800	0,74	6,21	0,23	7,2598	-54,85%
PBK	249,23	42,86	1,48	0,77	0,0800	0,52	7,54	1,39	0,0385	-51,86%
SNG	10.136,61	11,08	2,30	1,38	26,3000	0,57	11,74	0,64	13,0319	-50,45%
TEL	1.737,28	19,90	0,75	0,52	23,7000	0,74	6,21	0,23	2,5759	-48,41%
EL	3.914,81	13,62	0,61	0,71	11,3000	0,74	6,21	0,23	6,3645	-43,68%
SFG	465,59	30,42	0,57	3,52	12,0000	1,4	9,2	0,87	6,8089	-43,26%
TLV	10.947,53	7,08	2,42	1,23	1,9080	0,52	7,54	1,39	1,2150	-36,32%
TRP	735,63	13,94	0,71	2,44	0,4220	1,06	8,47	0,73	0,2736	-35,16%
TGN	3.355,55	8,74	1,20	0,88	285,0000	0,91	8,67	0,36	192,8957	-32,32%
BRD	8.042,24	7,19	2,53	0,93	11,5400	0,52	7,54	1,39	7,9029	-31,52%
WINE	422	11,84	2,15	2,36	21,1000	1,71	12,3	1,11	15,3895	-27,06%
M	859,23	46,14	0,89	4,32	38,8000	4,49	24,11	0,92	32,0137	-17,49%
BVB	180,30	25,15	4,95	1,73	22,4000	1,79	18,75	4,9	20,4846	-8,55%
SNP	17.757,93	7,03	0,73	0,54	0,3135	0,6	8,49	0,5	0,3043	-2,95%
OIL	106,00	19,67	0,60	0,24	0,1820	0,6	8,49	0,5	0,1768	-2,85%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Desi vorbim despre companii subevaluate, am pus si acest ultim tabel, cu companii pentru care pretul de piata este peste cel care ar rezulta din comparatia cu emitenti similari, pentru a scoate in evidenta un aspect important. Asa cum se poate vedea, lista este dominata de o parte dintre cei mai mari emitenti listati la BVB. Regasim pe ea banci, companii energetice si de utilitati, dar si trei dintre listarile private importante din ultimii ani de la BVB.

Ce au in comun majoritatea emitentilor de pe lista? Sunt atractivi pentru investitorii institutionali interesati de Romania. In primul rand pentru fondurile de pensii private obligatorii romanesti, dar si pentru fondurile straine interesate sa investeasca pe piata de la Bucuresti. O parte sunt inclusi si in indici ai pietelor emergente (in cazul FTSE) sau de frontiera (MSCI), atragand si fonduri de investitii care replica acei indici.

Cifrele din acest tabel sunt un argument in plus pentru una dintre concluziile trase deja intr-un raport anterior (<https://www.primet.ro/documente/materiale-analiza/Evolutie%20actiuni%20BET-BK.pdf>), si anume ca evolutia pietei de capital romanesti in anul 2020 a fost considerabil peste ce ar fi fost normal sa vedem de la ea, data fiind structura pe sectoare de activitate a companiilor listate.

Prin urmare, situatia din tabel nu este justificata de rezultate financiare slabe, ci de interesul investitorilor fata de companiile care il compun, acestia fiind dispusi sa plateasca mai mult pentru a le avea in portofoliu.

Departament analiza,

Marius Pandele

Cum te ajuta Prime Analyzer?

Raportul saptamanal

Ce s-a intamplat saptamana aceasta pe bursa, ce stiri au miscat preturile, ce actiuni au cumparat institutionalii, ce a crescut si ce a scazut, cum au evoluat actiunile pe sectoare si nu numai?

Intra in Prime Analyzer apasand pe „Prime Analyzer” dupa ce te autentifici si informeaza-te in fiecare zi!

Descopera in Prime Analyzer: Graficele intraday pentru toti emitentii, Comparatia Rapida, Rezultatele financiare, Stirile sortate pe emitent, Tranzactiile persoanelor initiale, Detinerile SIF-urilor si FP, CV-urile membrilor conducerii, Bugetele de venituri si cheltuieli, si multe altele...



Romania, 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

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.

SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul asupra riscurilor inerente tranzacțiilor cu instrumente financiare, incluzând, fără ca enumerarea să fie limitativă, fluctuația prețurilor pieței, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb. Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Prime Transaction SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare.

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, la sectiunea „Info piata”/”Materiale analiza”. 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*. Raportul privind structura recomandarilor pentru investitii ale SSIF Prime Transaction SA, precum si lista cu potentiale conflicte de interese referitoare la activitatea de cercetare pentru investitii si recomandare a SSIF Prime Transaction SA pot fi consultate [aici](#).

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.

Continutul acestui raport este proprietatea SSIF Prime Transaction SA. Comunicarea publica, redistribuirea, reproducerea, difuzarea, transmiterea, transferarea acestui material sunt interzise fara acordul scris in prealabil al SSIF Prime Transaction SA.

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 Autoritatea de Supraveghere Financiara, <http://www.asfromania.ro>

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



Romania, 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