



Topul companiilor subevaluate de la BVB

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

UPDATE. Topul companiilor subevaluate de la BVB

Sumar:

- Chiar daca majoritatea emitentilor au multipli de piata in aceeasi zona ca si inainte de publicarea rezultatelor la noua luni, exista cateva diferente importante determinate de noile situatii financiare, atat in sens pozitiv, cat si in sens negativ
- Profitul nerecurrent poate avea un rol important in sub- sau supra-evaluarea unei companii. De la caz la caz, el poate sa influenteze in mod direct valoarea companiei, sa nu aiba niciun impact sau sa o influenteze in mod indirect, asa cum se poate vedea la cativa dintre emitentii de la BVB
- Per total, putem spune ca rezultatele financiare ale emitentilor lichizi de la BVB au avut evolutii mai bune decat evolutia pretului actiunilor din ultimele saptamani, mai ales daca le punem in context sectorial si regional
- In continuare, la BVB emitentii mari sunt mai degraba supraevaluati comparativ cu cei similari din regiune, motivul principal fiind interesul crescut al investitorilor institutionali pentru acestia

Emitent	Capitalizare (mil. RON)	P/E	Datorii totale/Active
RMAH	65,78	1,76	68,83%
IMP	397,50	2,66	37,82%
CEON	166,87	5,02	29,46%
PREB	45,19	5,44	13,97%
ALR	1.541,76	6,74	61,85%
BIO	402,03	7,14	19,46%
TBM	94,95	7,36	37,19%
ALU	24,69	7,76	30,26%
TBK	44,00	8,26	59,59%
SNN	5.097,78	8,53	15,51%

Emitent	Capitalizare (mil. RON)	P/BV	Datorii totale/Active
OIL	110,66	0,25	18,48%
CMP	120,79	0,25	34,39%
SIF4	552,39	0,37	4,23%
ALU	24,69	0,46	30,26%
SIF5	895,49	0,50	8,99%
TEL	1.810,59	0,53	28,61%
SNP	20.278,59	0,62	29,02%
RPH	111,46	0,68	60,56%
ATB	332,98	0,68	35,91%
IMP	397,50	0,69	37,82%

*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 26 noiembrie; toate datele financiare ale emitentilor sunt cele de la 30.09.2020

Premisele de la care am pornit

In [materialul precedent](#) am facut o comparatie intre emitentii listati la Bursa de Valori Bucuresti pornind de la mai multi multipli de piata si folosind si un indicator lansat de autorul teoriei „value investing”, Benjamin Graham, adaptat insa la vremurile noastre. Pentru ca acel material a fost realizat inainte de publicarea rezultatelor financiare la noua luni, am considerat ca este util un update, pentru a vedea cum au influentat aceste rezultate situatia.

Am luat in calcul aceleasi companii ca si data trecuta, filtrate in functie de lichiditate, mai exact cele care aveau o medie zilnica a tranzactiilor mai mare de 5.000 de lei pe 3 luni, 6 luni si un an, la data de 29 octombrie. Emitentii cu capital propriu negativ si cei aflati pe pierdere nu au fost nici de aceasta data luati in calcul. Cei cu capital propriu negativ sunt oricum marginalizati de piata, iar lichiditatea ii exclude oricum din calcul. In cazul emitentilor aflati pe pierdere au aparut cateva modificari, existand emitenti care au ajuns pe pierdere pe ultimele 12 luni, desi anterior erau in topul celor mai mici multipli de piata. Este un argument in plus pentru a urmari cu atentie sursa profitului (sau pierderii) emitentilor, doar cifrele in sine putand da in multe cazuri o imagine distorsionata. Au fost si emitenti care au trecut pe profit dupa ce la sase luni erau pe pierdere, insa nici in aceste cazuri nu e vorba intotdeauna de o inflorire brusca a businessului, ci de multe ori profitul vine din surse nerecurente.

Top 20 companii subevaluate dupa P/E

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	EV/EBITDA	EV/Sales	Datorii totale/Active
RMAH	65,78	1,76	0,15	0,88	5,00	0,04	68,83%
IMP	397,50	2,66	2,08	0,69	13,17	3,15	37,82%
CEON	166,87	5,02	1,20	0,91	2,01	1,24	29,46%
PREB	45,19	5,44	1,02	1,02		0,70	13,97%
ALR	1.541,76	6,74	0,60	1,49	-21,37	0,94	61,85%
BIO	402,03	7,14	1,83	1,42	2,24	1,45	19,46%
TBM	94,95	7,36	0,86	1,05	4,29	1,19	37,19%
ALU	24,69	7,76	0,35	0,46	4,06	0,34	30,26%
TBK	44,00	8,26	0,59	7,02		0,45	59,59%
SNN	5.097,78	8,53	2,18	0,70	2,21	1,58	15,51%
IARV	250,14	8,54	0,78	1,35	4,65	0,76	17,35%
BRD	9.226,98	9,19	2,95	1,00			84,87%
EL	4.157,32	9,41	0,64	0,72	4,04	0,69	26,06%
VNC	158,88	9,54	0,46	0,72	5,32	0,87	50,66%
TLV	12.536,87	9,78	2,78	1,33			90,21%
TGN	3.332,00	10,15	1,16	0,88	6,62	1,65	42,01%
TEL	1.810,59	10,81	0,99	0,53	2,92	0,80	28,61%
COTE	651,05	11,27	1,46	1,01	2,65	1,01	14,19%
TRP	740,86	11,39	0,69	2,24	3,99	0,85	55,95%
SNP	20.278,59	11,92	0,90	0,62	2,76	0,65	29,02%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Indicatorul P/E (pret pe actiune/profit pe actiune) este cel mai important multiplu de piata, asta pentru ca si profitul este cel mai important indicator pentru orice companie. Totusi, profitul este mai volatil decat alti indicatori, fiind supus influentei multor factori conjuncturali.

Cele mai bune exemple de profit conjunctural le putem gasi chiar in prima parte a tabelului de mai sus. Farmaceutica Remedia (RMAH) a intrat brusc in top chiar pe primul loc, cu cel mai mic P/E dintre emitentii luati in calcul, dupa ce in T3 2020 a fost finalizata vanzarea a 52 de farmacii catre Help Net pentru circa 40 mil. RON. Este vorba de aproape doua treimi

din capitalizarea companiei, iar profitul obtinut din aceasta operatiune este de 15 ori mai mare decat cel obtinut pe tot parcursul anului 2019. Desi e vorba de un profit nerecurrent, este totusi un profit obtinut efectiv, cu o intrare de numerar importanta in firma. In functie de modul de utilizare al acestei intrari de numerar, valoarea de piata a companiei ar putea ramane aceeasi (daca banii raman in firma si acopera activitatea curenta) sau ar putea creste in mod semnificativ (daca sunt distribuiti catre actionari sau sunt investiti in achizitii semnificative). Nu este primul caz in care suma partilor luate separat este mai mare decat intregul. Am mai vazut asta la Fondul Proprietatea, inca vedem la SIF-uri, iar un caz extrem a fost, la vremea lui, cel de la Yahoo!, cu o capitalizare mai mica decat valoarea pachetului de actiuni detinut la Alibaba, operatiunile companiei fiind practic evaluate cu minus, fara ca ea sa fie in pericol de faliment.

Daca RMAH ofera un exemplu de profit nerecurrent care influenteaza valoarea companiei, in acelasi tabel vedem si exemple de profit conjunctural care nu influenteaza in niciun fel valoarea. Este cazul Impact Developer & Contractor (IMP), pentru care cresterea considerabila a profitului a avut la baza reclassificarea unor active de la stocuri la investitii imobiliare (si evaluarea lor diferita cu aceasta ocazie) si o diferenta pozitiva din reevaluarea altor active. Nu a intrat niciun ban in plus in conturile companiei din aceste reclassificari si reevaluari si nici nu ne putem astepta ca ele sa influenteze in vreun fel profitul obtinut din activitatea obisnuita, asa ca nici valoarea de piata nu a fost influentata in mod semnificativ, de aici venind multiplul P/E foarte mic.

Nu intotdeauna influenta unui profit conjunctural asupra valorii companiei este una clara. In cazul Alro (ALR), scaderea indicatorului P/E la jumatate fata de cel inregistrat anterior, cu profitul la sase luni, are o sursa nerecurrenta, insa generatoare de numerar. Este vorba de subventiile primite de la Guvern pentru a compensa cresterea pretului energiei electrice cauzata de introducerea certificatelor verzi. E vorba de o suma uriasa, circa 500 mil. RON, insa ea a fost incasata pentru doi ani, 2019 si 2020, iar rezultatul ar fi fost mult mai mic (si indicatorul P/E mai mare) cu banii pe un singur an. Mai mult, banii trebuie sa ramana in companie pentru a acoperi pierderile pe care le-ar inregistra in lipsa subventiilor, singura influenta asupra valorii de piata venind din evitarea acelor pierderi. Nu in ultimul rand, fiind vorba de bani de la buget, ba chiar de la un buget peticit si supradimensionat fata de posibilitatile reale ale economiei, ei pot sa dispara oricand, chiar si de anul viitor.

Dovada ca profitul conjunctural are si un sfarsit vine de la Turism, Hoteluri, Restaurante Marea Neagra (EFO). Emitentul era pe locul al doilea in topul celor mai mici P/E, cu doar 4,95, insa acum a iesit complet din calcul, ajungand pe pierdere pe ultimele 12 luni, dupa ce in T3 2020 nu a mai avut veniturile anterioare din vanzarea de active.

Per total, mediana P/E pentru toti cei 35 de emitenti luati in calcul a scazut la 11,27, fata de 11,84 inainte de publicarea rezultatelor financiare la noua luni, atunci fiind vorba de 37 de emitenti. O scadere de 4,81%, in conditiile in care indicele BET-BK a crescut cu aceeasi perioada cu 8,09%. Prin urmare, profiturile pe actiune au crescut mai mult decat pretul actiunilor, cu 13-14% daca facem comparatia intre cele doua. E vorba de un calcul aproximativ, desigur, emitentii nefiind aceiasi si nici cu aceleasi ponderi ca in indice. Este interesant ca mediana pentru primii 10 emitenti din top a ramas la acelasi nivel, 6,94, iar cea pentru primii 20 de emitenti chiar a crescut de la 7,62 la 8,54, prin urmare scaderea per total a venit de la emitentii din zona cu P/E mare.

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	110,66	25,53	0,60	0,25	2,46	0,84	18,48%
CMP	120,79	27,45	0,23	0,25	4,45	0,42	34,39%
SIF4	552,39	46,03	17,38	0,37		15,60	4,23%
ALU	24,69	7,76	0,35	0,46	4,06	0,34	30,26%
SIF5	895,49	21,50	19,30	0,50		19,01	8,99%
TEL	1.810,59	10,81	0,99	0,53	2,92	0,80	28,61%

SNP	20.278,59	11,92	0,90	0,62	2,76	0,65	29,02%
RPH	111,46	13,23	0,17	0,68	6,53	0,29	60,56%
ATB	332,98	12,20	0,95	0,68	4,38	1,44	35,91%
IMP	397,50	2,66	2,08	0,69	13,17	3,15	37,82%
SNN	5.097,78	8,53	2,18	0,70	2,21	1,58	15,51%
VNC	158,88	9,54	0,46	0,72	5,32	0,87	50,66%
EL	4.157,32	9,41	0,64	0,72	4,04	0,69	26,06%
EBS	51.554,51	12,11	1,50	0,73			92,12%
TUFE	164,72	65,25	2,53	0,75	8,54	2,39	9,06%
PBK	258,57	60,32	1,59	0,79			90,21%
TGN	3.332,00	10,15	1,16	0,88	6,62	1,65	42,01%
RMAH	65,78	1,76	0,15	0,88	5,00	0,04	68,83%
CEON	166,87	5,02	1,20	0,91	2,01	1,24	29,46%
FP	9.373,21	20,06	6,47	0,95		-0,44	1,53%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

P/BV (pret pe actiune/capital propriu pe actiune) este la randul sau un multiplu de piata important, iar in timp este mult mai stabil decat P/E. In principiu indicatorul ar trebui sa fie cel putin egal cu 1, in caz contrar afacerea fiind evaluata de piata la o suma mai mica decat cea care ar rezulta din lichidarea ei si nemaiavand, practic, niciun motiv sa existe. In realitate lucrurile nu mai stau asa de mai multi ani, un P/BV subunitar fiind acum mai degraba regula la BVB (si nu numai la BVB), decat exceptia.

Fiind vorba de un indicator cu mare stabilitate in timp, nu e de mirare ca aproape tot topul a ramas in aceeasi ordine ca si inainte de publicarea rezultatelor financiare. Singurele diferente mai importante sunt iesirile cauzate de trecerea pe pierdere anualizata a unora dintre emitenti, asa cum a fost cazul cu EFO si SIF Banat Crisana (SIF1). Asta nu inseamna ca emitentii respectivi nu mai au un indicator P/BV mic, ci doar ca nu au fost luati in calcul pentru acest material. RMAH, emitentul cu cel mai mic P/E, nu are un P/BV la fel de spectaculos, el intrand si in acest top, insa aproape de finalul sau. Desi capitalul propriu a crescut destul de mult dupa inregistrarea profitului din T3, acesta venea de la o valoare mai mica decat capitalizarea companiei.

Cele doua banci din top, Erste Bank (EBS) si Patria Bank (PBK), sunt prezente in continuare, insa Erste a coborat mai jos, cu un indicator in crestere de la 0,52 la 0,73, dupa cresterea considerabila a pretului actiunilor.

Asa cum am precizat si in materialul anterior, 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 si are un profit sub potential. 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.

In cealalta extrema, un P/BV mare este de obicei semnul unui grad de indatorare ridicat, emitentul fiind evaluat de piata pentru potentialul de a produce profit, chiar daca face asta cu resurse imprumutate. Poate fi vorba si de emitenti care nu au datorii mari, insa fie au marje de profit foarte ridicate, fie nu au nevoie de capitaluri mari pentru a-si desfasura activitatea, asa cum este cazul companiilor din IT, care se bazeaza mai mult pe resursa umana decat pe cea financiara. Cel mai mare P/BV din lista noastra este cel de la Transilvania Broker de Asigurare (TBK), 7,02, compania facand practic conexiunea intre brokeri de asigurare mai mici care isi folosesc propriul capital si incasand comisioane de la acestia. Nu in toate cazurile un P/BV mare e un semn bun insa, el putand fi intalnit si la emitentii aflati situatii financiare dificile, acolo unde pierderile repetate duc capitalurile proprii pana aproape de zero sau chiar pe minus.

Comparativ cu situatia dinainte de publicarea rezultatelor financiare, mediana P/BV pentru toti emitentii luati in calcul a crescut cu 11,39%, de la 0,79 la 0,88, o crestere mai mare decat cea a indicilor bursieri in aceeasi perioada. Diferenta are de a face in mare masura cu scoaterea din calcul a catorva emitenti cu P/BV mic, cum sunt EFO si SIF1.

Top 20 companii subevaluate dupa Graham Number

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/BV	Datorii totale/Active	Graham number	Pret 26.11.2020	Diferenta
RMAH	65,78	1,76	0,88	68,83%	2,3472	0,6150	281,66%
IMP	397,50	2,66	0,69	37,82%	5,1132	1,4600	250,22%
ALU	24,69	7,76	0,46	30,26%	2,0486	0,8200	149,83%
CEON	166,87	5,02	0,91	29,46%	0,7264	0,3270	122,14%
PREB	45,19	5,44	1,02	13,97%	1,9997	0,9920	101,58%
TEL	1.810,59	10,81	0,53	28,61%	49,2386	24,9000	97,75%
SNN	5.097,78	8,53	0,70	15,51%	32,7403	16,8400	94,42%
OIL	110,66	25,53	0,25	18,48%	0,3593	0,1900	89,09%
EL	4.157,32	9,41	0,72	26,06%	21,8050	12,0000	81,71%
VNC	158,88	9,54	0,72	50,66%	0,2787	0,1540	80,99%
CMP	120,79	27,45	0,25	34,39%	1,0009	0,5580	79,37%
SNP	20.278,59	11,92	0,62	29,02%	0,6229	0,3570	74,49%
TBM	94,95	7,36	1,05	37,19%	0,4375	0,2560	70,89%
ATB	332,98	12,20	0,68	35,91%	0,8162	0,4940	65,23%
TGN	3.332,00	10,15	0,88	42,01%	456,6699	287,0000	59,12%
EBS	51.554,51	12,11	0,73	92,12%	190,4487	119,7000	59,11%
RPH	111,46	13,23	0,68	60,56%	0,3459	0,2180	58,66%
BRD	9.226,98	9,19	1,00	84,87%	20,5359	13,1400	56,29%
ALR	1.541,76	6,74	1,49	61,85%	3,1731	2,1200	49,67%
BIO	402,03	7,14	1,42	19,46%	0,6044	0,4060	48,86%

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.

Fiind vorba de o combinatie intre P/E si P/BV, modificarile de la o perioada la alta sunt mai mari decat in tabelul raportat la capitalul propriu, inasa mai mici decat in cel raportat la profit. Ordinea topului este data de diferenta procentuala intre numarul lui Graham si pretul din piata al actiunilor.

Si in acest caz RMAH a intrat direct pe primul loc, motivele fiind expuse mai sus. Un lucru interesant e ca primul loc din top, ocupat acum de un emitent care nu era deloc inclus cu o luna in urma, a fost preluat de la EFO, care acum a trecut pe pierdere si a iesit complet din lista emitentilor analizati.

Alte diferente care ies in evidenta sunt cele de la OMV Petrom (SNP) si Erste Bank, ambele ramanand in top, dar fiind mult mai jos (prima de pe locul 4 pana pe locul 12, a doua de pe locul 5 pe locul 16), dupa ce au avut rezultate financiare slabe in al treilea trimestru al anului. La randul sau, SIF Muntenia (SIF4) a iesit complet din lista primilor 20 de emitenti, dupa ce in octombrie era pe locul 9, iar acum este pe locul 25.

Mediana diferentelor intre Graham Number si pretul de piata este de 56,29% pentru toti emitentii analizati, in crestere de la 52,37% in raportul anterior. In conditiile in care preturile de piata au crescut, cresterea acestei diferente are la baza, la fel ca si in cazul tabelului ordonat dupa P/E, rezultatele financiare mai bune raportate de emitenti.

Top 20 companii subevaluate dupa Graham Number modificat

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/BV	Datorii totale/Active	Pret 26.11.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Graham number ajustat	Diferenta
RMAH	65,78	1,76	0,88	68,83%	0,6150	1,24	11,88	1,8993	208,82%
ALU	24,69	7,76	0,46	30,26%	0,8200	1,44	14,61	1,9809	141,57%
TBM	94,95	7,36	1,05	37,19%	0,2560	1,78	20,67	0,5594	118,52%
IMP	397,50	2,66	0,69	37,82%	1,4600	0,8	10,03	3,0535	109,14%
CMP	120,79	27,45	0,25	34,39%	0,5580	1,59	14,51	1,0135	81,63%
BIO	402,03	7,14	1,42	19,46%	0,4060	3,09	10,61	0,7295	79,69%
VNC	158,88	9,54	0,72	50,66%	0,1540	1,51	14	0,2702	75,44%
RPH	111,46	13,23	0,68	60,56%	0,2180	1,65	13,65	0,3460	58,74%
CEON	166,87	5,02	0,91	29,46%	0,3270	1,2	8,97	0,5024	53,64%
ALR	1.541,76	6,74	1,49	61,85%	2,1200	1,44	14,61	3,0683	44,73%
PREB	45,19	5,44	1,02	13,97%	0,9920	1,2	8,97	1,3831	39,43%
SIF5	895,49	21,50	0,50	8,99%	1,7050	1,45	11,23	2,1036	23,38%
ATB	332,98	12,20	0,68	35,91%	0,4940	1,11	11,3	0,6094	23,36%
OIL	110,66	25,53	0,25	18,48%	0,1900	0,7	11,74	0,2171	14,28%
BVB	180,30	22,44	1,67	30,53%	22,5000	2,32	18,14	23,8555	6,02%
SNP	20.278,59	11,92	0,62	29,02%	0,3570	0,7	11,74	0,3765	5,45%
TGN	3.332,00	10,15	0,88	42,01%	287,0000	0,91	10	290,4235	1,19%
COTE	651,05	11,27	1,01	14,19%	75,8000	1	11	74,4731	-1,75%
SIF4	552,39	46,03	0,37	4,23%	0,7100	1,45	11,23	0,6954	-2,06%
M	1.124,97	28,73	4,99	77,30%	50,0000	4,73	27,43	47,5490	-4,90%

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 e vorba de o lista cu mai multe variabile decat cea de mai sus, ordinea emitentilor nu s-a schimbat cu mult fata de cea din octombrie. Intrarea RMAH si iesirea EFO sunt si in acest caz cele mai mari diferente, urmatarii emitenti din partea de sus a topului ramand aceiasi, chiar daca intr-o ordine putin diferita. SIF4 a coborat si in acest top, in timp ce SIF Transilvania (SIF3) a iesit complet din calcul, ajungand pe pierdere anualizata.

Alti emitenti care au intrat in top sunt Bursa de Valori Bucuresti (BVB) si Med Life (M), ambii dupa raportarea unor rezultate financiare bune la noua luni. BVB a ajuns pe locul 15, de pe 25 anterior, iar M pe locul 20, de pe 28.

Ramane situatia neobisnuita din domeniul farmaceutic, cu Biofarm (BIO) activand intr-un sector cu multipli de piata mari determinati de COVID, fara sa poata beneficia inasa de situatia actuala la fel ca alti emitenti din acelasi sector, si cu Antibiotice (ATB) intr-un sector pentru care multiplii la nivel international sunt mult mai mari decat cei din regiune.

În mod surprinzător, mediana diferentelor dintre Graham Number ajustat și prețul de piață a evoluat în sens invers față de varianta neajustată, cu un punct de referință fix pentru multiplii de piață. Aceasta a ajuns la -1,75%, de la +3% în raportul anterior, asadar de la o usoară subevaluare la o usoară supraevaluare. Cu alte cuvinte, punând lucrurile în contextul sectorial și regional, rezultatele financiare s-au apreciat mai puțin decât prețul de piață al acțiunilor.

Top 20 companii subevaluate după Graham Number modificat, luând în calcul și cifra de afaceri

Emitent	Capitalizare (mil RON)	P/E	P/S	P/BV	Pret 26.11.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Mediana P/S peers	Graham number ajustat	Diferența
RMAH	65,78	1,76	0,15	0,88	0,6150	1,24	11,88	0,37	1,7803	189,49%
CMP	120,79	27,45	0,23	0,25	0,5580	1,59	14,51	0,69	1,2042	115,80%
ALU	24,69	7,76	0,35	0,46	0,8200	1,44	14,61	0,51	1,6687	103,50%
TBM	94,95	7,36	0,86	1,05	0,2560	1,78	20,67	0,89	0,4367	70,59%
VNC	158,88	9,54	0,46	0,72	0,1540	1,51	14	0,73	0,2611	69,56%
IMP	397,50	2,66	2,08	0,69	1,4600	0,8	10,03	2,17	2,4232	65,97%
BIO	402,03	7,14	1,83	1,42	0,4060	3,09	10,61	2,39	0,6558	61,52%
RPH	111,46	13,23	0,17	0,68	0,2180	1,65	13,65	0,27	0,3453	58,41%
ATB	332,98	12,20	0,95	0,68	0,4940	1,11	11,3	2,39	0,7730	56,48%
TBK	44,00	8,26	0,59	7,02	17,8000	2,67	12,05	3,59	26,7693	50,39%
CEON	166,87	5,02	1,20	0,91	0,3270	1,2	8,97	0,91	0,3965	21,26%
ALR	1.541,76	6,74	0,60	1,49	2,1200	1,44	14,61	0,51	2,5654	21,01%
PREB	45,19	5,44	1,02	1,02	0,9920	1,2	8,97	0,91	1,1938	20,34%
COTE	651,05	11,27	1,46	1,01	75,8000	1	11	2,44	88,9970	17,41%
OIL	110,66	25,53	0,60	0,25	0,1900	0,7	11,74	0,62	0,2094	10,21%
BVB	180,30	22,44	4,53	1,67	22,5000	2,32	18,14	4,89	24,0066	6,70%
TUFE	164,72	65,25	2,53	0,75	0,3320	1,11	37,1	3,59	0,3517	5,95%
IARV	250,14	8,54	0,78	1,35	13,1000	1,18	8,72	1,03	13,8377	5,63%
M	1.124,97	28,73	1,10	4,99	50,0000	4,73	27,43	1,1	48,4002	-3,20%
SNP	20.278,59	11,92	0,90	0,62	0,3570	0,7	11,74	0,62	0,3261	-8,64%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Cei doi indicatori luați în calcul pentru Graham Number sunt cei mai relevanți pentru situația financiară a emitentilor, însă profitul este sensibil la factori nerecurenți. Pentru a exclude macar parțial aceste influențe am inclus în calcul și un indicator care surprinde dinamica afacerilor companiei, fără să fie însă la fel de volatil: cifra de afaceri. Putem face astfel diferența între un business care are o perioadă mai dificilă în privința profitabilității, însă generează în continuare venituri, și unul care se scufundă din cauza dispariției clienților. Desigur, și aici există situații în care pierderea persista mulți ani, chiar dacă veniturile rămân solide, de aceea e bine ca fiecare emitent să fie tratat separat, în funcție de particularitățile sale.

Și în acest caz, majoritatea emitentilor care erau înainte în top au rămas și după publicarea rezultatelor financiare, însă diferențele au fost ceva mai mari decât în topul care nu include cifra de afaceri. Rămâne oarecum surprinzătoare prezența Compa (CMP) pe locul al doilea, deși are un multiplu P/E foarte mare și în creștere față de valoarea anterioară. În cazul producătorului de piese auto, marja netă de profit și rentabilitatea capitalului propriu (ROE) erau oricum foarte mici chiar și înainte de înrăutățirea determinată de criza COVID, având astfel P/BV și P/S mici în mod obișnuit. Din valorile multiplilor emitentilor similari se observă că marja de profit e una mică în toată industria (P/S mic), însă ROE mic este o particularitate a CMP, din moment ce P/BV al celorlalți emitenti din sector este mult mai mare.

Este interesant de observat și poziția în acest tabel a emitentilor care erau pe primele locuri în topul celor mai mici P/E. IMP este ceva mai sus, însă CEON, PREB și ALR sunt în a doua jumătate, ceilalți doi multipli fiind apropiați de mediana sectorului în care activează fiecare. Incluziunea unui număr mai mare de indicatori și punerea lor în contextul sectorial a ajutat la

conturarea unei imagini mai clare si la eliminarea, macar partiala, a unor distorsiuni generate de elementele nerecurente din rezultatele financiare.

Primele locuri sunt ocupate in continuare de emitenti mici, asa cum am observat si in raportul anterior. Primii emitenti din BET prezenti in top sunt Alro si Conpet (COTE), in a doua jumatate a acestuia, cei doi avand oricum printre cele mai mici ponderi in indicele de referinta al pietei. Niciunul dintre emitentii mari de la BVB nu apare in categoria emitentilor supraevaluati dupa indicatorul calculat de noi.

Mediana diferentelor fata de preturile de piata ale actiunilor a avut o evolutie diferita fata de tabelul anterior, fiind mai apropiata de cea din tabelul ordonat dupa P/E. Ea a crescut de la -2,74% la +6,32%, desi preturile actiunilor au crescut la randul lor. Evolutia a fost mai uniforma decat in cazul P/E, cresterea manifestandu-se in mod asemanator si la primii emitenti din top, si la cei din zonele inferioare, si la cei din afara lui.

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 nebanzare.

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 26.11.2020	Mediana P/BV peers	Mediana P/E peers	Mediana P/S peers	Graham number ajustat	Diferenta
SFG	535,43	41,74	0,70	3,63	13,5500	1,45	8,46	0,83	6,2006	-54,24%
SNN	5.097,78	8,53	2,18	0,70	16,8400	0,74	6,67	0,27	7,8870	-53,17%
PBK	258,57	60,32	1,59	0,79	0,0850	0,62	10,32	1,57	0,0433	-49,06%
SNG	10.502,76	12,41	2,50	1,40	27,3000	0,67	14,71	0,75	15,1335	-44,57%
TEL	1.810,59	10,81	0,99	0,53	24,9000	0,74	6,67	0,27	15,3427	-38,38%
TLV	12.536,87	9,78	2,78	1,33	2,1700	0,62	10,32	1,57	1,4156	-34,76%
EL	4.157,32	9,41	0,64	0,72	12,0000	0,74	6,67	0,27	8,0631	-32,81%
BRD	9.226,98	9,19	2,95	1,00	13,1400	0,62	10,32	1,57	9,4341	-28,20%
WINE	432,00	12,78	2,17	2,34	21,6000	1,81	13,39	1,1	16,0462	-25,71%
TGN	3.332,00	10,15	1,16	0,88	287,0000	0,91	10	0,62	234,4911	-18,30%
TRP	740,86	11,39	0,69	2,24	0,4240	1,2	8,97	0,91	0,3484	-17,83%
EBS	51.554,51	12,11	1,50	0,73	119,7000	0,62	10,32	1,57	108,9689	-8,97%
SNP	20.278,59	11,92	0,90	0,62	0,3570	0,7	11,74	0,62	0,3261	-8,64%
M	1.124,97	28,73	1,10	4,99	50,0000	4,73	27,43	1,1	48,4002	-3,20%
IARV	250,14	8,54	0,78	1,35	13,1000	1,18	8,72	1,03	13,8377	5,63%

Sursa: EquityRT, BVB, calcule Prime Transaction

Am facut din nou si un top al companiilor supraevaluate in baza aceluiasi indicator, iar componenta sa este apropiata de cea dinainte de publicarea rezultatelor financiare. Sphera Franchise Group (SFG) a ajuns pe primul loc, rezultatele financiare fiind in continuare puternic influentate de criza COVID, restul emitentilor din partea de sus ramanand pe pozitii asemanatoare.

In a doua jumatate au fost si cateva schimbari, printre care iesirea Oil Terminal (OIL) si BVB, ambele trecand de la minus la plus cu rezultatele financiare la noua luni.

Iese in evidenta faptul ca ultimul emitent are de fapt o diferenta pozitiva, doar 14 dintre emitentii analizati fiind pe minus (43,75% din total), comparativ cu 18 aflati pe plus (56,25% din total). In octombrie, 16 emitenti erau pe minus (51,61%) si doar

15 pe plus (48,19%). Ținând cont de acest aspect și de creșterea mediane, în ciuda creșterii pretului acțiunilor, putem spune că emitentii lichizi de la BVB și-au îmbunătățit per total rezultatele financiare după publicarea celor aferente primelor nouă luni ale anului.

Și de data aceasta tabelul este dominat de emitentii mari, explicația fiind, așa cum am precizat și anterior, interesul mai mare față de acești emitenti din partea investitorilor instituționali locali și internaționali. E de așteptat ca ei să rămână mult timp supraevaluați raportat la media multiplilor de piață, fără ca acest lucru să fie neapărat ceva negativ.

Departament analiza,

Marius Pandelescu

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 initiate, Detinerile SIF-urilor si FP, CV-urile membrilor conducerii, Bugetele de venituri si cheltuieli, si multe altele...



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.

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, 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 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