

## Lichiditatile companiilor si capitalizarile lor sau cu cat cumparam banii cash

Sunt voci care spun ca perioada aceasta este foarte buna pentru achizitii, sunt actiuni la preturi foarte bune, nemaintalnite de ani buni si ca astfel oportunitatile sunt foarte mari. Alte voci sustin ca este foarte periculos sa cumperi acum, piata fiind foarte fragila si viitorul incert. Primii se bazeaza pe datele fundamentale, se uita la indicatorii de evaluare si vad acolo cifre foarte atractive fata de ce era in ultimii ani, ceilalti se bazeaza pe factorul emotional care a pus stapanire pe piete in 2008 si care este frica – sentimentul suveran care guverneaza bursele in acest moment.

Daca ne uitam la P/E si P/B tindem sa-l credem pe primii, ajungandu-se la cifre greu de crezut, zeci de companii listate la BVB avand un P/E mai mic de 10 si multe dintre ele cu discounturi mari fata de activul net. Mai mult, vedem chiar SIF-uri cu P/E mai mic de 5. Nu sunt cazuri izolate si in nici un caz nu e doar in Romania aceasta situatie,

Societate	P/E ttm	P/B q2 2008
Azomures Tg. Mures (AZO)	0,45	0,18
Amonil Slobozia (AMO)	0,57	0,21
SIF Banat-Crisana (SIF1)	2,46	0,22
Altur Slatina (ALT)	2,55	0,19
Argus Constanta (UARG)	2,58	0,81

*cotatii din 22.10.2008*

scaderi au fost in toate bursele din lume, astfel incat multiplicatorii au ajuns peste tot la valori foarte bune comparativ cu anul trecut. Un alt punct foarte important care ne face sa privim cu mari rezerve la acesti entuziasti este stabilitatea, perpetuabilitatea profiturilor. Un P/E corect calculat este pe ultimele 12 luni. Un P/E si mai corect este cel estimat cel putin pe urmatorii 5 ani, iar aici se schimba situatia. Dincolo de faptul ca e greu de facut estimari acum, cand viteza si amploarea cu care se schimba lucrurile fac dificila crearea de scenarii si compunerea lor, sunt sanse mari ca profiturile din trecut sa fie istorie. Unele sectoare vor fi mult mai afectate decat altele, dar un lucru e sigur: marea majoritate a companiilor vor resimti efectele crizei la nivel de profit.

Dar sa-i credem chiar asa de mult si pe fricosi? Oare chiar atat de rea e situatia incat nu mai e nimic de facut, scaderile nu se vor opri decat la preturi de unde chiar e aproape imposibil sa mai scada? Adica la pasul de cotare de 0,0100 lei/actiune (valabil pentru cea mai mare parte din actiuni)? Evident, un scenariu mai mult decat stiintifico-fantastic.

Si deoarece trebuie totusi sa ne uitam pe unele repere atunci cand luam in considerare o actiune sau alta. Chiar si atunci cand ne gandim sa o vindem. Pe langa profit si cifra de afaceri, o alta variabila luata in vizor este valoarea activelor. Aceasta de obicei este mai putin fluctuanta decat primele doua si, in conditii normale si fara influenta unor operatiuni corporative, este crescatoare. Activele pot sa scada ca efect al amortizarilor sau, mai agresiv, in urma divizarilor. Pot fi si aici o serie de capcane, cum ar fi valabilitatea si exactitatea evaluarii activelor, in ce masura aceste evaluari tin cont de conditiile de piata sau se fac doar dupa niste norme stricte, abstracte. Apoi, pana la urma stim bine ca nu activele sunt atat de importante, ci activul net, iar aici intervin implicatiile oscilatiilor valutare asupra datoriilor (care de altfel influenteaza mult si creantele), daca o pondere mare a acestor datorii nu sunt in moneda nationala.

Mai sunt si alte lucruri care conteaza aici, insa nu mergem mai departe. Odata cu scaderile din ultima perioada si cu starea de incertitudine din economiile lumii, evaluarea vanzarilor viitoare, a profiturilor, chiar si a activelor poate sa genereze concluzii nu tocmai corecte, exista riscul acesta. Este si unul din motivele pentru care exista o aversiune generala fata de investitiile bursiere si fata de investitii in general, lipsa unor repere solide.

Totusi, am putea sa ne uitam la un lucru, ceva care nu are nevoie de o evaluare si astfel reduce mult din riscul de volatilitate: lichiditatile companiilor. O companie dispune de active imobilizate (greu vandabile), active circulante (mult mai usor de transformat in lichiditati) si de lichiditati.

Acestea din urma sunt in mod normal imediat disponibile si au o valoare clara, nefiind expuse la volatilitate decat in ceea ce priveste riscul valutar.

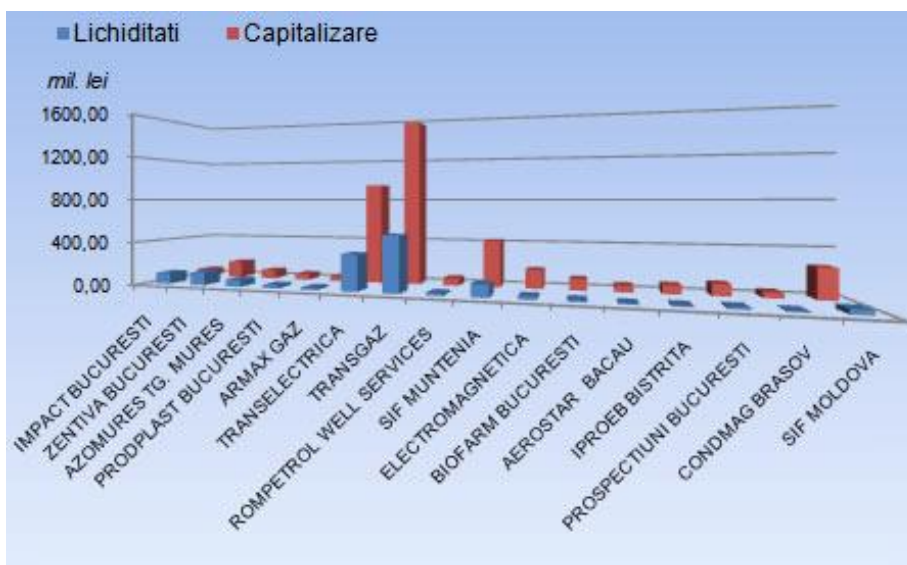
Daca incercam sa raportam valoarea banilor efectiv lichizi aflati in conturile banare ale societatii la capitalizarea bursiera aflam cat la suta din valoarea de piata este acoperita de bani lichizi. Si e posibil sa gasim niste rezultate interesante, mai ales in urma scaderilor de proportii din ultimul an.

Societate	Lichiditati* (mil. lei)	Capitalizare (mil. lei)	Lichiditati/ capitalizare
BANCA CARPATICA	553,31	408,55	135,43%
IMPACT BUCURESTI	100,37	77,80	129,00%
BANCA TRANSILVANIA	3527,88	2776,40	127,07%
ZENTIVA BUCURESTI	114,81	149,27	76,92%
AZOMURES TG. MURES	61,48	87,85	69,99%
BRD-GSG	3527,88	5923,66	59,56%
PRODPLAST BUCURESTI	27,80	56,34	49,34%
ARMAX GAZ	19,96	43,21	46,18%
TRANSELECTRICA	324,66	1011,58	32,09%
TRANSGAZ	497,43	1615,37	30,79%
ROMPETROL WELL SERVICES	19,11	72,05	26,52%
SIF MUNTENIA	108,92	435,80	24,99%
ELECTROMAGNETICA	27,43	172,39	15,91%
BIOFARM BUCURESTI	15,96	101,49	15,72%
AEROSTAR BACAU	8,89	59,15	15,03%
IPROEB BISTRITA	11,36	79,45	14,30%
PROSPECTIUNI BUCURESTI	15,43	109,86	14,04%
CONDMAG BRASOV	7,49	55,81	13,42%
SIF MOLDOVA	37,82	293,29	12,90%

\*aflate in cont la 30 iunie 2008 sau, in cazul SIF-urilor, la 30 septembrie 2008

In tabelul de mai sus sunt redade un set de 20 de companii cu ponderi foarte mari ale lichiditatilor in capitalizarea de la data de 22 octombrie. Lichiditatile sunt cele existente in bilanturile de la 30 iunie 2008. In afara de banci, unde rezervele la banca centrala sunt inregistrate ca lichiditati in situatiile bilantiere, sunt multe alte companii la bursa unde raportul lichiditati/capitalizare este foarte bun. Cu alte cuvinte, o buna parte din cursul actiunii este acoperit de componenta cea mai lichida din activul net unitar.

Valori foarte bune vedem la Impact, pe de o parte din cresterea foarte mare a lichiditatilor anul trecut, in urma ultimei majorari de capital social cu aport in numerar, iar pe de alta parte din scaderea impresionanta a cursului (cu aproape 90% de la inceputul anului). De asemenea, Zentiva Bucuresti si Azomures Tg. Mures au rate foarte bune de acoperire a capitalizarii cu disponibilitatile de numerar. La Zentiva au crescut disponibilitatile cu circa 44% in acest an ca urmare a recuperarii creantelor (vechea problema a companiilor producatoare de medicamente, creantele mari adunate din cauza lipsei



La Zentiva au crescut disponibilitatile cu circa 44% in acest an ca urmare a recuperarii creantelor (vechea problema a companiilor producatoare de medicamente, creantele mari adunate din cauza lipsei

lichiditatilor din sistemul sanitar). Azomures a inregistrat vanzari istorice in acest an, ca urmare sta bine la capitolul cash-flow, in timp ce scaderile ultra-agresive din ultimele doua luni au dus societatea la o capitalizare de circa 6 ori mai mica decat la jumatatea lunii august.

Companiile de utilitati stau de asemenea bine la capitolul lichiditati si acestea le acopera peste 30% din capitalizare. La Transelectrica aproape s-a dublat disponibilul in cont fata de finalul anului trecut, in timp ce Transgaz nu a intrat in banii colectati in oferta publica initiala, ba chiar au si crescut lichiditatile. Vedem chiar si SIF-uri cu lichiditati mari in raport cu valoarea lor de piata. Aici se detaseaza SIF Muntenia, care in septembrie a reusit unele speculatii profitabile pe actiuni Erste Bank si a vandut participatia la Upetrom 1 Mai Ploiesti, pe care a incasat 60 milioane lei.

Structura activului, ponderarea diverselor elemente de activ si migrarea banilor dintr-un cont de activ in altul sunt lucruri care tin de specificul fiecarui sector si, mai adanc, de politica fiecarei companii. De exemplu, in sectorul constructiilor predomina stocurile si creantele in structura activelor circulante, iar disponibilitatile sunt puternic oscilante, fiind cicluri de productie mai mari. In sectorul alimentar, la fel ca in industrie sau in sectorul chimic (cu exceptia Azomures) sunt ponderi mici ale lichiditatilor in total active curente. Ponderi mai mari vedem la companiile din sectorul serviciilor petroliere.

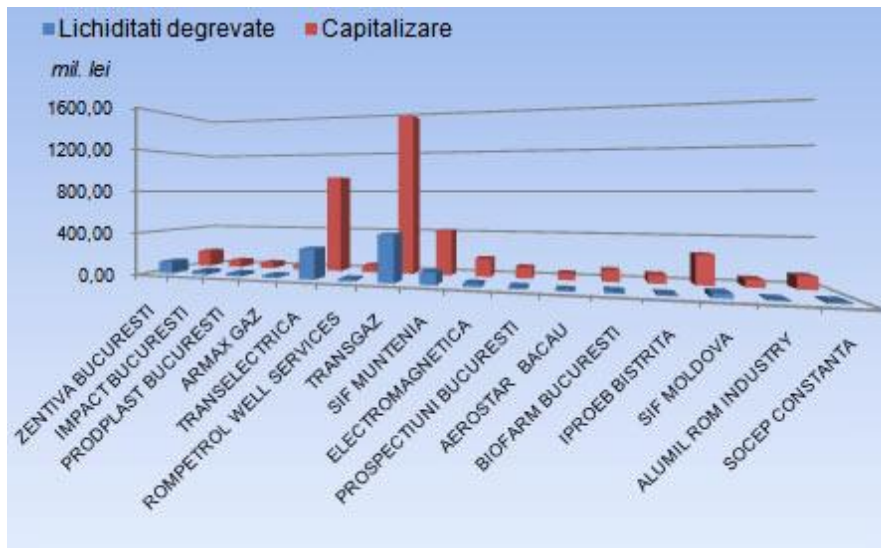
Evident, analizarea lichiditatilor in raport cu capitalizarea este o perceptie statica si nici nu poate fi altfel, de vreme ce sunt atatia factori care pot influenta numerarul unei companii su care ingreuneaza astfel estimarile pentru viitor. Tocmai din cauza asta trebuie privita nu atat ca un instrument de evaluare a actiunilor, ci mai mult ca un reper privind dimensiunea colosala a scaderilor in 2008. Sa ajunga o companie in situatia in care lichiditatile ei depasesc valoarea bursiera nu e un lucru des intalnit, din contra, este o anomalie a pietei. Explicabila, bineinteles, prin starea speciala in care se afla pietele, dar totusi o anomalie.

Un alt lucru de care trebuie sa tinem seama, pentru a avea o acuratete mai mare in comparatia noastra, este indatorarea bancara pe termen scurt. Astfel, putem sa avem o exactitate si mai mare daca scadem sin lichiditati datorile curente fata de institutiile de credit si raportam la capitalizare numerarul liber, degreavat de obligatiile bancare curente.

Societate	Lichiditati* (mil. lei)	Datorii bancare curente** (lei)	Capitalizare (mil. lei)	Lichiditati degrevate/ capitalizare
ZENTIVA BUCURESTI	114.814.759	0	149.272.092	76,92%
PRODPLAST BUCURESTI	27.797.418	0	56.338.871	49,34%
ARMAX GAZ	19.956.886	0	43.211.757	46,18%
IMPACT BUCURESTI	100.365.700	66.648.103	77.800.000	43,34%
TRANSELECTRICA	324.655.438	48.492.693	1.011.583.360	27,30%
ROMPETROL WELL SERVICES	19.106.665	0	72.051.443	26,52%
TRANSGAZ	497.430.903	74.405.876	1.615.371.397	26,19%
SIF MUNTENIA	108.918.946	0	435.799.718	24,99%
ELECTROMAGNETICA	27.432.928	27.576	172.389.870	15,90%
AEROSTAR BACAU	8.891.147	0	59.153.948	15,03%
BIOFARM BUCURESTI	15.956.741	902.274	101.493.661	14,83%
IPROEB BISTRITA	11.360.273	0	79.445.459	14,30%
PROSPECTIUNI BUCURESTI	15.429.852	0	109.861.455	14,04%
SIF MOLDOVA	37.819.222	0	293.285.617	12,90%
SOCEP CONSTANTA	13.803.920	0	109.896.238	12,56%
PREBET AIUD	1.166.348	0	10.130.415	11,51%
ALUMIL ROM INDUSTRY	9.374.995	593.096	78.750.000	11,15%
SIF BANAT-CRISANA	35.181.443	0	323.821.068	10,86%

\* aflate in cont la 30 iunie 2008 sau, in cazul SIF-urilor, la 30 septembrie 2008

\*\* ultimele raportate de companie; pot sa fie din iunie 2008, martie 2008 sau decembrie 2007



Acest al doilea tabel prezinta o situatie mai apropiata de adevar. La instalarea unui filtru suplimentar (datoriile fata de institutiile de credit mai mici de un an) clasamentul din primul tabel s-a modificat, ba chiar unele companii au iesit din top. (Bancile au fost eliminate arbitrar din clasament, din lipsa detaliilor datoriile aferente refinantarii pe piata interbancara.)

Dar, cu toate acestea, raman in continuare destule companii unde raportul dintre lichiditati –

datorii bancare si capitalizarea bursiera atrage atentia. Sunt cele care nu au inregistrate datorii pe termen scurt sau cele care au suficiente lichiditati pentru a acoperi aceste datorii.

Este intr-adevar o perioada in care investitorii ignora datele fundamentale, poate nu chiar de tot, dar oricum nu le mai acorda deloc importanta din trecut. In situatii de criza e normal sa conteze alte lucruri, de exemplu gestionarea lichiditatilor este mult mai importanta pentru un investitor acum., cand toate activele din lumea asta se depreciaza. Tot ce conteaza este conservarea a ceea ce a mai ramas.

Estimarile de profit si cifra de afaceri facute acum un an sunt date peste cap si necesita o reconfigurare. Activele incep sa aiba valori volatile, iar cine se incumeta sa faca evaluari prudente e posibil sa ajunga la niste concluzii nu foarte placute. Astfel, lichiditatile aflate la un moment dat in conturile companiilor sunt active deja evaluate, nu necesita estimari si punerea fata in fata cu conditiile pietei. E adevarat, in conditiile in care ne asteptam la scaderi ale ratelor de crestere la profit si cifra de afaceri, fluxurile de numerar nu vor sta bine. Asta inseamna ca e greu sa vedem cresteri de cash-flow la majoritatea companiilor. Dar o blocare temporara a investitiilor, un program bun de restructurare si alte cateva parghii aflate la mana managementului pot asigura o buna conservare a lichiditatilor din prezent. Si, cand profiturile si vanzarile sunt nesigure, iar activele nelichide sunt expuse volatilitatii, nu ramane decat sa ne indreptam atentia asupra lichiditatilor. E un reper fundamental care inca mai poate fi luat in considerare.

## **Politica SSIF Prime Transaction SA privind recomandarile pentru investitii in instrumente financiare**

Materialele ce contin recomandari de investitii realizate de catre SSIF Prime Transaction SA au un scop informativ, SSIF Prime Transaction SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. SSIF Prime Transaction SA ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in aceste materiale sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea. Materialele pot include date si informatii publicate de societatea emitenta prin diferite mijloace (rapoarte, comunicate, presa, hotarari AGA/AGEA etc.) precum si date de pe diverse pagini web.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize.

SSIF Prime Transaction SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma nici un fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. De asemenea nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti. Daca prezentul raport include recomandari, acestea se refera la investitii in actiuni pe termen mediu si lung. SSIF Prime Transaction SA avertizeaza clientul ca performantele anterioare nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare.

Istoricul rapoartelor publicate si a recomandarilor formulate de SSIF Prime Transaction SA se gaseste pe site-ul [www.primet.ro](http://www.primet.ro). Rapoartele sunt realizate de angajatii SSIF Prime Transaction SA, dupa cum sunt identificati in continutul acestora si avand functiile descrise in acest site la rubrica *Prezentare*.

Rapoartele se pot actualiza/modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Prime Transaction SA considera necesar. Data la care se publica/modifica un raport este identificata in continutul acestuia si/sau in canalul de distributie folosit.

SSIF Prime Transaction SA aplica masuri de ordin administrativ si organizatoric pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce priveste recomandarile, inclusiv modalitati de protectie a informatiilor, prin separarea activitatilor de analiza si research de alte activitati ale companiei, prezentarea tuturor informatiilor relevante despre potentiale conflicte de interese in cadrul rapoartelor, pastrarea unei obiectivitati permanente in rapoartele si recomandarile prezentate.

Investitorii sunt avertizati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atributii de supraveghere a SSIF Prime Transaction SA este Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>

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