

Dividendele si criza – mai conteaza ele, le mai dau societatile? - intr-o perioada fara repere, ce mai inseamna dividendele? -

Dintotdeauna politica de dividend a unei societati listate a fost unul din factorii pe care se uita un investitor, unul din criteriile care poate chiar sa faca departajarea intre companiile aflate pe lista de achizitii si cele ignorate. Spre deosebire de alti parametri care caracterizeaza atractivitatea unei companii, mai abstracti, cum ar fi multiplicatorii P/E, P/B, indicatori de provitabilitate, lichiditate sau eficienta sau de parametri greu cuantificabili, ca structura actionariatului, managementul, perspectivele sectorului etc., dividendul este ceva palpabil, masurabil si perfect lichid.

Odata cu aprobarea finala a situatiilor financiare auditate, care de regula are loc in primavara fiecarui an pentru anul anterior, actionarii unei companii hotarasc ce fac cu profitul care ramane de repartizat dupa celelalte obligatii legale (rezerva legala, eventual acoperirea pierderilor din anii precedenti). Actionarii aleg astfel intre neacordarea de dividende si alocarea profitului ca surse proprii de finantare, acordarea intregului profit ca dividende, in dauna finantarii activitatii si investitiilor sau o varianta intre cele doua, adica alocarea unei cote parti din profit pentru dividende, restul ramanand la dispozitia societatii.

Practic, procesul acordarii dividendelor incepe cu convocarea Adunarii Generale a Actionarilor (Ordinara), cea obligatorie pentru aprobarea rezultatelor anuale, in care administratorii fac si propuneri pentru repartizarea profitului. Uneori aceste propuneri sunt explicite, adica este indicat clar dividendul brut propus de Consiliul de Administratie. Alteori acesta nu este specificat deloc. Oricum, investitorul nu poate sa aiba siguranta dividendului decat in urma hotararii AGA, iar siguranta 100% nu are decat atunci cand isi vede banii in contul bancar sau in buzunar (au fost situatii cand o hotarare ulterioara a AGA sau CA a anulat acordarea de dividende). Insa in marea majoritate a situatiilor dividendul aprobat in cadrul sedintei AGA este cel final, care va ajunge ulterior la actionar (diminuat de impozitul retinut de emitent).

Centralizator dividende comparativ cu EPS

Societate	2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	EPS	Div	EPS	Div	EPS	Div	EPS	Div	EPS	Div	EPS	Div
Alro Slatina	0,2384	0,1367	0,3147	0,2207	0,3027	0,3108	0,1637	0,1370	0,5336	0,3891	0,6141	0,6063
Aerostar Bacau	0,5230	0,3524	0,5460	0,3550	0,5249	0,3500	0,5805	0,4400	1,1483	0,8700	0,0866	0,0650
Antibiotice*	0,0329	1 la 13	0,0345	1 la 11	0,0307	1 la 8	0,0433	0,0148	0,0524	0,0222	0,0676	0,0270
BRD	0,3230	0,0862	0,1692	0,0693	0,2581	0,1257	0,7939	0,3089	0,9407	0,3672	1,3160	0,5921
Bermas Suceava	0,3425	0,1250	0,4128	0,1700	0,2653	0,1250	0,2317	0,1256	0,2580	0,1400	0,1362	0,0640
Comef Bistrita	1,4928	1,0527	1,0190	0,5583	0,9837	0,5753	0,1204	0,0797	0,1536	0,0647	0,2171	0,0913
Erste Bank**	1,1827	0,3100	1,4854	0,3800	2,2823	0,5000	2,9844	0,5500	3,1045	0,6500	3,7140	0,7500
Oil Terminal Constanta	0,0033	0,0014	0,0075	0,0034	0,0089	0,0046	0,0104	0,0054	0,0027	0,0021	0,0128	0,0080
Prodplast Bucuresti	2,5774	0,0218	3,5905	0,5000	3,2992	0,5000	0,3256	0,0350	0,1043	0,0120	0,1161	-
SIF Banat-Crisana	0,0546	0,0400	0,0628	0,0480	0,0734	0,0500	0,0919	0,0500	0,1515	0,0600	0,2238	0,0700
SIF Moldova	0,0450	0,0430	0,0755	0,0494	0,0881	0,0600	0,0936	0,0670	0,0931	0,0630	0,1250	0,0500
SIF Transilvania	0,0444	0,0340	0,0645	0,0420	0,1490	0,0650	0,0693	0,0500	0,1091	1 la 1	0,1008	0,0375
SIF Muntenia	0,0408	0,0379	0,0463	0,0421	0,0531	0,0500	0,0649	0,0600	0,0892	0,0700	0,1080	0,0700
SIF Oltenia	0,0431	0,0300	0,0497	0,0370	0,1198	0,0650	0,0942	0,0600	0,1360	0,0700	0,1835	0,0780
Turbomecanica	0,8158	0,4792	0,7176	0,6348	1,1164	0,9922	1,1982	1,0900	0,0448	0,0300	0,0224	-
Transgaz	-	-	15,1493	3,9327	-	-	13,3375	6,8800	22,9136	11,6900	19,0258	9,6600
Transelectrica	-	-	0,1221	0,0460	0,6897	0,1078	1,2488	-	3,7836	1,4700	0,7100	0,3600

* Caz special, unde s-au aprobat initial dividende, dupa care s-a ales varianta majorarii de capital social cu actiuni gratuite

** Date in euro

Ce poate sa faca un investitor care cauta companii cu potential de dividend? In primul rand sa se uite pe un centralizator ca cel de mai sus, unde sunt prinse societatile de la BVB care au acordat dividende in ultimii 6 ani, plus cateva exceptii unde s-au aprobat dividende initial dar ulterior s-a hotarat acordarea de actiuni gratuite (Antibiotice) sau unde a intervenit brusc o schimbare in politica de acordare a dividendului, in sensul majorarii de capital social, tot cu actiuni gratuite (SIF Transilvania).

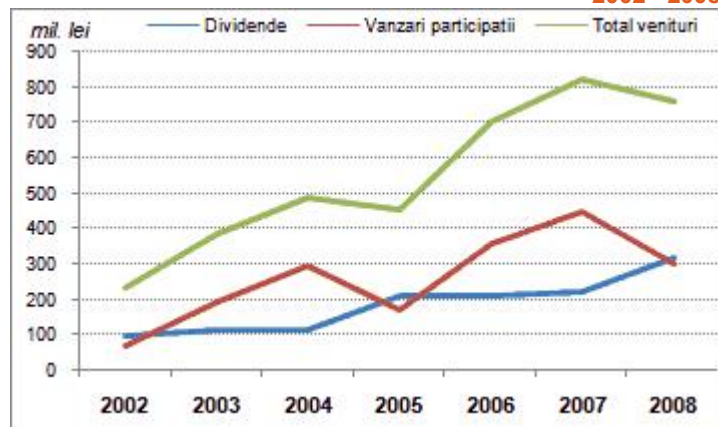
Antibiotice SA Iasi a fost prima societate care a decis acordarea de actiuni gratuite in locul dividendelor, observandu-se o astfel de politica in 2002, 2003 si 2004, actionarii votand initial in cadrul AGA acordarea de dividende, pentru ca ulterior sa se ia decizia de a se acorda noi titluri de participare. SIF Transilvania a uimit piata in 2007, cand a hotarat sa acorde actiuni gratuite din profitul inregistrat, un lucru mai putin obisnuit pentru o societate de investitii financiare. Dar nu o premiera, deoarece SIF Muntenia a facut asta cu multi ani inainte.

Sunt doua aspecte mai importante de discutat cu privire la dividende, deoarece tot am intrat in perioada in care lumea de obicei se intereseaza de ele: cat de motivati mai sunt actionarii cu putere de decizie sa mai acorde dividende si cat de interesante mai sunt ele ca sursa de venit. In noile conditii date efectele imediate sau estimate ale crizei, cele doua probleme e posibil sa sufere modificari.

Motivatia de a imparti profitul actionarilor an de an, din perspectiva unei societati si a actionarilor ei cu putere de decizie (actionarul majoritar sau un grup restrans de actionari care formeaza majoritatea), consta in dorinta de a-i bonifica pe actionarii fideli, este o masura de atragere a actionarilor asa cum in marketing se folosesc tot felul de instrumente de fidelizare. Scopul final este un succes cat mai mare in atragerea de capital de pe bursa, prin majorarile de capital social cu aport in numerar. De asemenea, dividendul este remuneratia actionarilor mari, castigul lor din afacerea in care si-au investit banii.

Societatile de investitii financiare au doua surse principale de venit: dividendele de la companiile detinute in portofoliu si vanzarile de participatii. Din 2002 si pana anul trecut dividendele totale incasate de cele cinci SIF-uri nu au atins niciodata o pondere de 50% din venitul total al lor (in particular, a sarit si de 60% la unele SIF-uri, un exemplu ar fi SIF Banat-Crisana si SIF Oltenia in 2008). In anii in care SIF-urile au vandut participatii de mari dimensiuni (pachete mari la companii mari) dividendul a scazut ca pondere in venituri, inasa per total SIF-uri aceasta pondere nu a scazut niciodata sub 25%. Prin urmare, importanta dividendelor pentru aceste societati este evidenta, motivandu-le sa le aprobe in continuare la societatile unde au controlul.

**Evolutia anuala a veniturilor totale la SIF-uri pe surse
2002 - 2008**



Un al doilea caz particular unde ne putem astepta in continuare la dividende sunt societatile cu capital majoritar de stat. Legislatia¹ prevede a aceste societati sa distribuie dividende in cuantumul a 50% din profitul net anual, daca prin legi speciale nu se prevede altfel. Este un indiciu de luat in considerare si se poate verifica situatia din anii anteriori.

Putem face o estimare statistica a dividendului aferent profitului din 2008 pe baza datelor de care dispunem in prezent:

- un istoric al ultimilor 6 ani
- media ratei de acordare a dividendului pentru fiecare companie in aceasta perioada
- abaterea absoluta fata de aceasta medie
- profitul net pe actiune calculat pe baza rezultatelor preliminate pe 2008

Astfel, rezulta un dividend potential minim si un dividend potential maxim, calculate prin aplicarea deviatiei standard de o parte si de alta a mediei. In tabelul de mai jos s-au luat in calcul societatile care au acordat dividend in ultimii 6 ani (cu exceptiile specificate mai sus) si care au raportat profit in rezultatele preliminate pe 2008.

¹ OG 64/2001 privind repartizarea profitului la societatile nationale, companiile nationale si societatile comerciale cu capital integral sau majoritar de stat, precum si la regiile autonome, aprobata prin Legea nr. 769/2001, modificata prin OG 61/2004, aprobata prin Legea 414/2004, Ordin MFP 144/22.02.2005, Ordin MFP 128/15.02.2005 si Ordin MFP 418/06.04.2005, privind unele precizari contabile aplicabile agentilor economici.

Estimari dividende aferente 2008

Societate	Rata medie dividend	Abatere medie (pp)	Deviatia standard	Coef. de variatie	Dividend minim (lei)	Dividend maxim (lei)
Alro Slatina	85,64%	12,06	0,15	0,17	0,2517	0,3341
Aerostar Bacau	71,66%	4,65	0,05	0,07	0,0547	0,0623
Antibiotice	38,84%	3,08	0,04	0,11	0,0080	0,0094
BRD	42,52%	3,46	0,04	0,10	0,7586	0,8931
Bermas Suceava	48,75%	4,39	0,06	0,11	0,0189	0,0226
Comelf Bistrita	52,73%	8,51	0,11	0,20	0,0394	0,0546
Erste Bank*	21,41%	1,87	0,03	0,12	0,5301	0,6315
Oil Terminal Constanta	57,99%	9,96	0,13	0,22	0,0009	0,0013
Prodplast Bucuresti	12,83%	1,71	0,02	0,16	0,0336	0,0439
SIF Banat-Crisana	53,97%	14,82	0,19	0,35	0,0681	0,1196
SIF Moldova	62,55%	9,01	0,13	0,20	0,0020	0,0026
SIF Transilvania	54,52%	14,12	0,17	0,31	0,0350	0,0595
SIF Muntenia	84,13%	9,99	0,12	0,15	0,0841	0,1067
SIF Oltenia	57,27%	9,43	0,12	0,21	0,0715	0,0997
Transgaz	51,13%	6,52	0,15	0,28	9,0388	11,6817
Transelectrica	35,72%	10,04	0,15	0,41	0,1378	0,2456

* Date in euro

Un numar de sapte societati de la BVB si-au anuntat deja dividendele: Comelf Bistrita, Aerostar Bacau, SIF Muntenia, SIF Transilvania, SIF Banat-Crisana, Erste Group Bank si VES Sighisoara. In afara de Erste Group Bank toate au anuntat un dividend mai mic decat cel estimat de noi (exceptand VES Sighisoara, care nu a fost prinsa in estimari). Sa luam cazul Comelf, prima care a anuntat dividendul. Societatea vrea sa acorde un dividend brut de 0,0376 lei pe actiune, sub minimul estimat de noi. Ceea ce vine sa demonstreze existenta unei anumite marje de eroare la o estimare bazata pe factori primari, ca media aritmetica. Practic, media ratei dividendului de 52,7% este ridicata mult de anii 2003-2005, pentru ca in perioada urmatoare societatea sa-si schimbe politica. In 2006 si 2007 rata medie a dividendului a fost de 42,1%, in scadere fata de anii anteriori. Iar acest dividend de 0,0376 lei respecta cu strictete noua politica, reprezentand 42,2% din profitul net preliminar pe 2008, deci o continuare fidela a practicii din ultimii 3 ani

Am putea sa luam in considerare o perioada mai scurta si mai apropiata pentru calculul indicatorilor de mai sus, inasa atunci am avea o problema cu consecventa statistica, de dragul careia sunt preferate intervalele mai mari de timp. Unele companii au avut in ultimii 6 ani o rata a dividendului crescatoare, unele descrescatoare, iar la altele nu se poate identifica un trend anume. Asadar, estimarile dividendului de mai sus trebuie privite cu aceasta rezerva. Scaderea ratei de alocare a dividendului in ultimul an este cel mai vizibila la SIF-uri, deoarece si ele la randul lor depind de dividendele de incasat si de vanzarile de active, iar cele doua surse de venit nu au perspective prea bune in acest an.

Pe langa media ratelor de distributie a dividendelor in ultimii ani si abaterea medie de la aceasta, in tabel mai apar alte doua masuri statistice, deviatia standard si coeficientul de variatie. Prima arata stabilitatea politicii de dividend: cu cat e mai mica, cu atat societatea respectiva se abate mai putin de la rata medie a dividendului (abaterea medie arata acelasi lucru, dar deviatia standard e o masura mai exacta). A doua, coeficientul de variatie, este de fapt deviatia standard impartita la medie. E un indicator care face mai comparabile societatile, deoarece comparabilitatea doar prin prisma deviatiei standard face abstractie de medie si de faptul ca societatile cu o medie mare sunt mai predispuse la abateri mari. Ideea principala la acest coeficient de variatie este ca el trebuie sa fie cat mai mic, adica o medie mare a ratei dividendului si o deviatie standard mica fata de aceasta.

Dupa acest criteriu, primele clasate sunt Aerostar Bacau, BRD, Antibiotice Iasi, Bermas Suceava si Erste Group Bank. Acestea au valori ale deviatiei standard mai mici de 0,1 (cea mai mare la Bermas, de 0,6) si au valori medii ale ratei dividendului deloc de neglijat. Erste are o medie mai redusa, de 21,4% inasa aceasta este compensata de o deviatie standard foarte mica (deci politica de dividend relativ atractiva si foarte stabila). Urmatoarea clasata ar fi SIF Muntenia, unde avem o deviatie standard ceva mai mare, de 0,12 dar care este compensata de media mare, de 84,1% (media este ridicata in principal de perioada 2003-2005, cand se situa peste 90%, ulterior scazand sub 80%).

Acestea sunt masuratori exacte si care indica stabilitatea politicii de dividend, ca procent de alocare a profitului net. In Statele Unite de exemplu stabilitatea politicii de dividend se reflecta in stabilitatea valorii absolute a acestuia, unele companii tin atat de mult de dividendul in suma fixa incat de multe ori fac abstractie de scaderea profitului. Inflatia ridicata si predictibilitatea mai dificila a rezultatelor intr-o economie in dezvoltare ar face greoi acest sistem in Romania, desi SIF-urile au acordat in ultimii ani dividende fara mari diferente de la un an la altul. Ba chiar MJ Maillis a acordat din 2003 si pana in 2006 un dividend fix, de 0,1 lei/actiune, intrerupt ulterior de intreaga societate pe pierdere.

Acum, ca am vazut care sunt companiile cu o politica stabila de dividend, sa vedem care sunt si cele mai atractive pentru un investitor. Fiindca o politica stabila de dividend nu este neaparat si atractiva. Lucrul acesta cel mai bine il masuram prin rentabilitatea actionarului, impartind efectul obtinut (dividendul) la efortul depus (pretul actiunii la bursa). Este de fapt randamentul dividendului (dividend yield) si, pentru a fi mai aproape de adevar, vom folosi valoarea neta (degrevata de impozitul de 16%). De asemenea, am anualizat rentabilitatea dividendului pentru a putea fi comparata cu alte rentabilitati. Datorita faptului ca dividendele se acorda in maxim 6 luni de la publicarea AGA in Monitorul Oficial (Art. 67 alin. 2 din Legea 31 a societatilor comerciale), am proiectat randamentul dividendului pe un an de zile tinand cont de luna octombrie ca limita de acordare a dividendelor.

Randament posibil dividend 2008

Societate	Rata medie dividend	EPS	Dividend mediu net	Curs 10 mar 2009	DivY
Alro Slatina	0,2460	0,3420	0,2460	1,0100	37,37%
Aerostar Bacau	0,0491	0,0816	0,0491	0,4800	15,10%
Antibiotice	0,0073	0,0224	0,0073	0,3900	2,70%
BRD	0,6937	1,9421	0,6937	4,4500	23,35%
Bermas Suceava	0,0174	0,0426	0,0174	0,2860	8,89%
Comelf Bistrita	0,0395	0,0891	0,0395	2,8500	1,99%
Erste Bank*	0,4877	2,7116	0,4877	8,1079	8,77%
Oil Terminal Constanta	0,0009	0,0019	0,0009	0,1230	1,08%
Prodplast Bucuresti	0,0325	0,3017	0,0325	3,3000	1,42%
SIF Banat-Crisana	0,0788	0,1739	0,0788	0,4320	27,54%
SIF Moldova	0,0019	0,0037	0,0019	0,2850	0,97%
SIF Transilvania	0,0397	0,0867	0,0397	0,2300	25,98%
SIF Muntenia	0,0801	0,1134	0,0801	0,5050	23,79%
SIF Oltenia	0,0719	0,1495	0,0719	0,3650	29,85%
Transgaz	8,7026	20,2645	8,7026	106,1000	12,04%
Transelectrica	0,1610	0,5367	0,1610	8,6000	2,70%

*Date in euro

In comparatie cu clasamentul realizat in functie de stabilitatea politicii de dividend, aplicarea criteriului dividend-yield duce la un alt clasament. Vedem randamente potientiale foarte bune la unele societati, motivul principal fiind scaderea dramatica a cotatiilor bursiere in ultimul an. Liderul clasamentului este Alro Slatina, cu un randament al dividendului de 37,4%. Aici, cu toate ca profitul preliminar pe 2008 este cu 44% mai mic decat in 2007, scaderea cu aproape 88% a cursului pe bursa si o rata medie de alocare a dividendului ridicata in ultimii 6 ani au asigurat un randament foarte atractiv. Mai iese in evidenta si BRD, unde cresterea profitului fata de 2007 in urma vanzarilor de participatii dar si a activitatii operationale, impreuna cu scaderea mare a cursului in ultimul an au dus la un randament al dividendului de 23,4%.

In trecut erau o raritate companiile care ofereau un randament atractiv din dividend, deoarece castigurile din cresterile de curs eclipsau totul. Dar s-ar putea ca dividendul sa-si recastige importanta in luarea deciziei de investitie, realitatile cotidiene fiind total diferite fata de cele de acum un an sau, mai mult, doi ani. Totul e sa-si pastreze societatile politica de dividend, iar aceasta este prima observatie in legatura cu estimarile de mai sus. E foarte posibil sa asistam la schimbari in acest an, deoarece nevoia de lichiditati si de surse de finantare este acum prioritara pentru o companie. De altfel s-a vazut la majoritatea companiilor care au anuntat deja dividendul o scadere semnificativa a ratei de alocare, in special la SIF-uri.

O a doua observatie este ca tabele de mai sus nu sunt atotcuprinzatoare, in ele sunt prinse companiile care au dat dividende in ultimii 6 ani, cu cateva exceptii. Dar nu este imposibil sa vedem dividende de la companii care nu au avut o continuitate in acordarea lor in ultimii ani sau chiar de la companii care nu au acordat deloc dividende in trecut, deoarece de lichiditati au nevoie si actionarii lor, iar acolo unde un actionar detine, sa zicem, 70% sau 80% din capitalul social si are nevoie de lichiditati, motivatia de a "trage" bani din societate sub forma de dividende poate fi foarte mare. Insa toate acestea nu le vom cunoaste decat la publicarea hotararilor AGA. In sfarsit, a treia observatie se refera la siguranta randamentului dividendului. Pentru ca el sa fie posibil, cotationa bursiera trebuie sa revina intr-un timp cat mai scurt la nivelul din perioada cum-dividend. Cu cat trece mai mult timp pana la aceasta revenire, cu atat randamentul dividendului este mai alterat. El este diminuat cel putin de costul de oportunitate dat de plasarea banilor cu care s-au cumparat actiunile respective in active cu risc mai redus (titluri de stat sau alte instrumente cu venit fix, obligatiuni, depozite bancare), cost care creste proportional cu durata de revenire a cursului actiunilor la nivelul costului de achizitie.

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. 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.