

Societatile de Investitii Financiare

decembrie 2009



Ultima luna din 2009 a fost una de cresteri usoare pentru toate bursele mari din Europa si SUA, mai ales in a doua parte a lunii, dupa o prima jumatate caracterizata mai mult de stagnare. Contextul international a fost deci unul bun, favorabil cresterilor de la noi. Cresteri mai mici au fost pe bursa americana de actiuni, unde pe tot anul 2009 putem aprecia o crestere medie de peste 20%, daca ne uitam la indicii cei mai importanti de aici, Dow Jones Industrial Average (+19%) si S&P 500 (+24%).

Cresteri ceva mai mari vedem in Europa, atat in decembrie cat si pe tot anul 2009. Indicele FTSE100 ce urmareste evolutia companiilor listate la London Stock Exchange inregistreaza o apreciere anuala de 22%, la fel cu cea a francezului CAC40, in timp ce indexul german DAX finalizeaza anul cu un avans de 24%.

Luna decembrie a fost marcata de cateva evenimente majore, dincolo de obisnuitele semnale macro (indicatori agregati despre somaj, sectorul imobiliar, crestere economica, productie industriala, incredere economica, indici de preturi etc.) si microeconomice (rezultate financiare ale companiilor listate, previziuni de final de an). Pentru bursele europene vestea reducerii ratingului de tara pentru Grecia si Spania nu a cazut tocmai bine, prima reactie fiind scaderile de curs din sectorul bancar, in conditiile in care aparuse teama unor expuneri mai mari ale marilor banci europene pe cele doua tari. Mai mult, au venit tot felul de stiri despre banci austriece, pe piata zvonurilor vorbindu-se de riscul ca societatea mama a Volksbank sa intre sub supravegherea speciala a guvernului austriac, insa stirea a fost infirmata atat de guvern cat si de conducerea bancii.

Un alt factor, de data aceasta privit ca un semnal pozitiv pentru toate bursele majore a fost colacul de salvare aruncat Dubaiului de catre emiratul vecin, Abu Dhabi, care a promis un ajutor financiar de 10 miliarde de dolari. Chiar daca suma nu acopera decat o parte din datoriilor totale a caror plata a fost blocata de Dubai, semnalul a avut efecte pozitive asupra pietelor financiare deoarece a risipit factorul de risc din aceasta zona aparut la finalul lunii noiembrie.

Sectorul SIF a fost oarecum influentat de evolutiile externe, dar nu intr-o masura semnificativa, fapt dovedit si de coeficientul de corelatie dintre BET-FI si indicii americani, care in decembrie a atins un minim al ultimului trimestru. In prima jumatate a lunii decembrie piata romaneasca de capital a fost legata de alegerile prezidentiale, iar sectorul SIF-urilor intr-o masura mai mare. Inainte de alegeri am asistat la cresteri spectaculoase finalizate cu atingerea unui maxim al indicelui BET-FI de peste 25.600 puncte. Insa rezultatul alegerilor se pare ca nu a fost pe placul pietei, de fapt nu atat rezultatul in sine, cat discutiile ce au urmat, cu seria de contestatii ce au aruncat spectrul politic intr-o mare tulburata.

A doua jumatate a lunii decembrie a fost ceva mai linistita, dar si cu o lichiditate mai mica pe bursa de la Bucuresti. Au fost cateva sedinte de crestere in perioada in care la Banca Transilvania s-a anuntat marele cumparator din ultima perioada, Bank of Cyprus, dar in rest finalul de an a adus evolutii apatice, usor descendente si pe volume mici.

In ansamblu, luna decembrie a fost o luna de usoara crestere, cu accente de stagnare, variatiile pozitive urcand pana la maxim 1,8% si nici o SIF nu a inchis pe scadere. Dar daca ne uitam pe intreg anul 2009, vedem ca a fost un an foarte bun. Un an de cresteri spectaculoase, in care 4 din cele 5 SIF-uri au ajuns la valori de piata de peste doua ori valorile de la inceputul anului.

GESTIUNEA PORTOFOLIILOR SI RANDAMENTELE OBTINUTE

Cu toate ca anul 2009 a adus cresteri de profit pentru majoritatea SIF-urilor, unele chiar semnificative, luna decembrie a adus in general pierderi. Vedem pierderi de circa 10 milioane de lei la SIF Moldova si SIF Oltenia si de peste 2 milioane de lei la SIF Banat-Crisana, astfel ca pierderile cumulate se ridica la 23 milioane lei, fata de 5 milioane de lei cat reprezinta profiturile cumulate pe luna decembrie a celorlalte doua SIF-uri. In ultima luna din an se fac de regula o serie de ajustari in situatiile financiare ale societatilor, in general la provizioane si la diferentele de curs valutar, tocmai de aceea rezultatele acestea trebuie privite cu rezerve. In 2008 au fost diferente destul de mari la SIF Banat-Crisana si SIF Moldova intre rezultatul raportat in activul net din decembrie si rezultatul final, cel auditat.

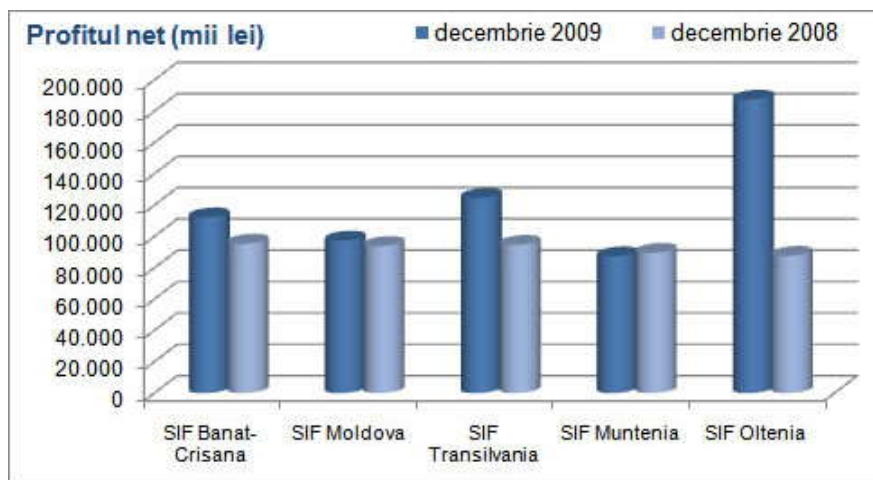
- lei, cu exceptia indicatorilor -

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Profit net 2009	112.232.434	97.334.011	124.559.313	87.328.193	187.409.108
Profit net 2008	95.437.422	93.925.256	94.676.010	89.600.663	87.643.619
Variatie 2009/2008	17,60%	3,63%	31,56%	-2,54%	113,83%
EPS ttm	0,2045	0,1875	0,1141	0,1082	0,3230
Profit net /activ net	7,28%	8,27%	7,65%	5,91%	11,40%
Depozite bancare 2009	126.541.975	127.847.158	99.533.157	60.085.151	171.647.110

Rezultatul net cumulat obtinut in luna decembrie de cele cinci SIF-uri este o pierdere de 17,9 milioane lei, fata de un profit de 1,13 milioane lei in noiembrie. Mergand cu agregarea de la inceputul anului si pana la final, avem in sectorul SIF un profit de 608,86 milioane lei la final de 2009, cu 32% mai mult decat profitul total din 2008. Cel mai bine este pozitionata SIF Oltenia, cu al sau profit de 187,4 milioane lei la finalul anului, in crestere cu 114% fata de 2008. Rentabilitatea financiara medie a SIF-urilor este de 8,1% la finalul anului trecut si atat era si la finalul lui 2008, deoarece cresterea profiturilor depaseste cu foarte putin cresterea activelor nete.

Cresterile mari de profit inregistrate de SIF-uri in 2009 se datoreaza in mare parte dividendelor de la BCR, deoarece s-a aplicat pentru prima oara rata de alocare de 40% asupra profitului conform standardelor internationale de contabilitate, care este aproape dublu fata de profitul din standardele romanesti. In plus, au crescut si dividendele incasate de la BRD, la care se adauga vanzarea participatiilor detinute la Bancpost. Un motiv special de crestere a profitului avem la SIF Oltenia, care in luna aprilie 2009 a incasat peste 75 milioane lei din vanzarea detinerii la Automobile Craiova.

Insa tocmai aceste evenimente non-recurente pun sub semnul intrebării rezultatele din 2010 ale SIF-urilor. Acestea se bazeaza aproape in totalitate pe incasarile de dividende de la banci (care cel mai probabil se vor diminua considerabil) si pe vanzarile de pachete la societati mostenite de la fostele FPP-uri, fara a avea o politica de investitii care sa le asigure niste randamente bune, niste incasari viitoare, fara a-si diminua baza de active. SIF-urile au bani, insa pana acum nu au dovedit ca stiu ce sa faca cu ei.



SIF Banat-Crisana a venit cu o pierdere de 2,27 milioane lei in decembrie, inasa de la inceputul anului inregistreaza al treilea profit din sector, de 112,2 milioane lei, cu 18% mai mult decat in 2008. Activul net i-a crescut in decembrie, astfel ca pierderea din ultima luna i-a provocat o scadere a rentabilitatii financiare fata de luna noiembrie, de la 8% la 7,3%.

SIF Banat-Crisana este pe locul 3 si in ceea ce priveste activul net de la finalul anului, in suma de 1,54 miliarde lei si pe primul loc la cresterea activului net fata de 2008, crestere de 52%. In luna decembrie, cat si la nivelul lui 2009, motorul principal de crestere a activului net a fost valoarea de piata a actiunilor cotate din portofoliu. In decembrie acestea au crescut cu peste 21 milioane lei, sursa principala fiind aprecierile pe bursa ale cotatei BRD si Banca Transilvania. Societatea are 126,5 milioane lei in depozite bancare la finalul lui 2009 (aproape 8% din activele totale), in crestere cu 98 milioane lei fata de 2008.

Activitatea pe bursa a fost ceva mai restransa pentru SIF Banat-Crisana in luna decembrie, limitandu-se la continuarea cumpararilor pe Albalact, Coremar si Mecanica Ceahlau si a vandut un sfert din actiunile detinute la COMCM Constanta. Totodata, un numar de 4 societati au iesit din portofoliul SIF1 in luna decembrie.

Cumparari	Nr. actiuni	Vanzari	Nr. actiuni
Albalact (ALBZ)	119.000	COMCM Constanta (CMCM)	63.500
Coremar (REMO)	27.000		
Mecanica Ceahlau (MECF)	30.000		

Din castigatorul lunii noiembrie, cu un profit de 1,35 milioane lei, **SIF Moldova** devine perdantul lunii decembrie, luna in care a raportat o pierdere de 10,8 milioane lei. Aceasta pierdere diminueaza profitul pe anul 2009 la 97,3 milioane lei, sub nivelul de la finalul lunii august, fiind deci anulate 4 luni de profit. I-a scazut de asemenea si activul net in ultima luna a anului trecut, cu 1,47 milioane lei, astfel ca SIF2 are in continuare cel mai mic activ net din sector, de 1,18 miliarde lei. Scaderea profitului a dus la o depreciere importanta a rentabilitatii financiare la SIF Moldova, de la 10% la 8,3%.

Activul net a scazut in decembrie, deoarece cresterea valorii actiunilor cotate a fost prea mica in comparatie cu scaderea altor elemente de activ, in special la lichiditati si creante. Cresterea valorii actiunilor cotate nu se ridica la cota de crestere a valorii de la SIF Banat-Crisana, principalul motiv fiind pachetul mai mic de actiuni Banca Transilvania detinut de SIF Moldova, in conditiile in care cursul TLV a crescut cu 33% in ultimele 3 luni din 2009. Valoarea disponibilitatilor in depozite bancare, la finalul lui 2009, este de 127,8 milioane lei, cu 86,9 milioane lei mai mult decat in 2008 si apropiata de suma din conturile SIF Banat-Crisana.

SIF Moldova a fost un cumparator foarte activ pe bursa in ultima luna din an, practic toate tranzactiile importante au fost de cumparare, cele de vanzare fiind foarte mici ca amploare si putine ca numar. Tocmai de aceea, tabelul de mai jos nu prezinta decat tranzactiile de cumparare.

Societate	Nr. actiuni	Societate	Nr. actiuni
Alumil Rom Industry (ALU)*	16.850	Electromagnetica (ELMA)*	74.500
Avicola Buzau (AVZU)*	38.000	Fondul Proprietatea*	14.494.883
Azomures (AZO)*	60.500	Iproeb Bistrita (IPRU)*	55.000
Banca Carpatica	452.399	Prospectiuni Bucuresti (PRSN)*	147.970
BRD*	59.300	Rompetrol Well Services (PTR)*	113.500
Bursa de Valori Bucuresti	10.000	Transgaz (TGN)*	4.966
Casa de Bucovina Club de Munte (BCM)*	73.000	Socep Constanta (SOCP)*	1.500
Cemacon Zalau (CEON)	22.000	SSIF Broker (BRK) - nou	15.000
Condmag Brasov (COMI)*	421.000	Teraplast Bistrita (TRP)*	65.000
Dafora Medias (DAFR)	79.000	Vrancart Adjud (VNC)	68.500

*Societati la care SIF Moldova a cumparat actiuni si in noiembrie

De fapt, in ultimul trimestru societatea si-a intensificat vizibil activitatea pe bursa si in special de pe pozitia de cumparator. Majoritatea achizitiilor sunt la companii la care SIF Moldova a mai cumparat recent, avand

continuitate, insa pe langa acestea sunt si cateva achizitii noi. Chiar si o noua intrare in portofoliu, SSIF Broker, desi e vorba de un pachet mic de actiuni. De remarcat cumpararile de actiuni la Fondul Proprietatea, unde SIF2 a ajuns la o detinere de 37,35 milioane actiuni. Interesant este si pretul mediu de achizitie a celor 14,5 milioane de actiuni cumparate in decembrie, de 0,2372 lei/actiune, fata de un cost mediu de 0,3024 lei/actiune la cat erau inregistrate titlurile FP cumparate anterior.

SIF Transilvania vine cu profit in luna decembrie, un profit de 1,87 milioane lei, dupa 3 luni consecutive de pierderi. Astfel societatea inregistreaza al doilea profit pe anul 2009 din sector, de 124,56 milioane lei, mai mare cu 32% decat rezultatul de la finalul lui 2008. Este a doua si la activul net de la finalul lui 2009, ajuns la valoarea de 1,63 miliarde lei dupa o crestere cu peste 5 milioane lei in decembrie. In conditiile in care profitul i-a crescut mai mult decat activul net in 2009, SIF Transilvania inregistreaza o usoara ameliorare la nivelul rentabilitatii financiare, care ajunge la 7,7%.

Activul net al SIF Transilvania a crescut in decembrie atat ca urmare a cresterii valorii actiunilor cotate cu 4,4 milioane lei, cat si in urma scaderii datoriilor cu 1,6 milioane lei. In avansul luat de valoarea totala a actiunilor cotate, cea mai puternica influenta pozitiva a fost cresterea valorii detinerii la BRD cu peste 10 milioane lei, iar cel mai puternic factor de influenta negativa a fost scaderea valorii la THR Marea Neagra cu 5 milioane lei si la Terracotta Star Sf. Gheorghe, cu 4,2 milioane lei. Disponibilitatile din conturile bancare la finalul anului trecut se ridica la 99,5 milioane lei la SIF Transilvania, cu 49,6 milioane lei mai mult decat in 2008.

Societatea a fost axata mai mult pe vanzari in decembrie, insa nu se remarca prin ceva deosebit. A vandut 90.000 actiuni BRD si a lichidat detinerile la 3 societati mici.

SIF Muntenia are cel mai bun profit din decembrie, un profit de 3,2 milioane lei. Dar cu toate acestea are cel mai mic profit din 2009, de 87,3 milioane lei si este singurul SIF care a obtinut un profit mai mic decat in 2008, cu circa 3 procente scadere. Dar rentabilitatea financiara nu a scazut atat de mult si se mentine la palierul de 6%.

Activul net i-a scazut cel mai mult in decembrie dintre toate SIF-urile, cu mai mult de 10 milioane lei, ajungand astfel la 1,48 miliarde lei. Principalul motiv al scaderii din decembrie este deprecierea valorii actiunilor cotate inregistrate ca imobilizari financiare. Inrand mai in detaliu, vedem ca desi a crescut si aici valoarea detinerii BRD cu 10,6 milioane lei, sunt o serie de alte detineri unde se inregistreaza scaderi semnificative de valoare, de la 2 milioane lei la aproape 10 milioane lei. Si doar intr-un singur caz e vorba de vanzare, in rest sunt scaderi pe bursa la societati cu lichiditate reduca si inregistrate in situatiile financiare ale SIF Muntenia ca imobilizari.

SIF Muntenia nu sta atat de bine ca celelalte SIF-uri la capitolul lichiditati, inregistreaza o suma de 60 milioane lei la capitolul depozite bancare, dar asta din cauza ca a investit in luna septembrie a anului trecut in titluri de stat, iar lichiditatile in varianta extinsa, incluzand valoarea acestor obligatiuni, se ridica la 81,2 milioane lei, cu 13,4 milioane lei mai mult decat la finalul anului 2008.

SIF Oltenia detine recordul la multe capitole in 2009. Cu toate ca a raportat o pierdere de 9,9 milioane lei in decembrie (a doua din sector), are cel mai bun profit de la inceputul anului, de 187,4 milioane lei si cea mai mare crestere de profit fata de 2008, de 114%. De asemenea, inregistreaza cea mai buna rentabilitate financiara, de 11,4%, cu mult peste media de 8,1% a sectorului.

Totodata, are cel mai bun activ net dintre SIF-uri, de 1,64 miliarde lei la finalul anului trecut, depasind astfel SIF Transilvania datorita faptului ca in decembrie activul net i-a crescut cu 55 milioane lei, cea mai buna evolutie. Cresterea vine si aici din aprecierea valorii societatilor cotate detinute in portofoliu, cu peste 56 milioane de lei. SIF Oltenia are detineri mai mari decat celelalte SIF-uri la BRD si Banca Transilvania, de aceea cresterile inregistrate de actiunile celor doua banci au avut o contributie mai puternica in cresterea activului net al SIF-ului. Dar in afara de asta vedem aprecieri semnificative in luna decembrie si la alte detineri importante, cum ar fi Flaros Bucuresti (+17,6 milioane lei), Industrializarea Laptelui Dambovita (+4,5 milioane lei) sau Sinterom Cluj (+3,4 milioane lei).

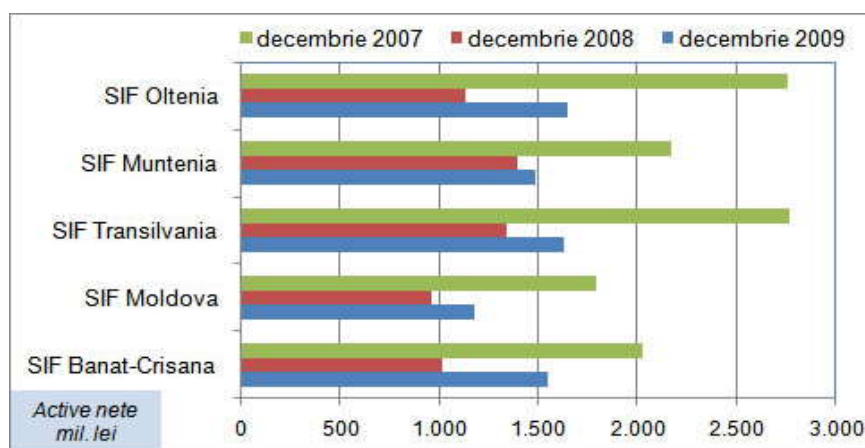
SIF Oltenia bate recordul si la capitolul lichiditati, avand la finalul anului 2009 o suma de 171,6 milioane lei in conturi bancare, cu 164,3 milioane lei mai mult decat in 2008.

SIF Oltenia a avut o activitate mai redusa in 2009 la tranzactionarea pe bursa, spre deosebire de anii anteriori. Nici in decembrie nu a excelat, tranzactiile limitandu-se la cateva vanzari, mai exact 3.290 actiuni la ICE Felix si 516.000 actiuni Lacta Giurgiu.

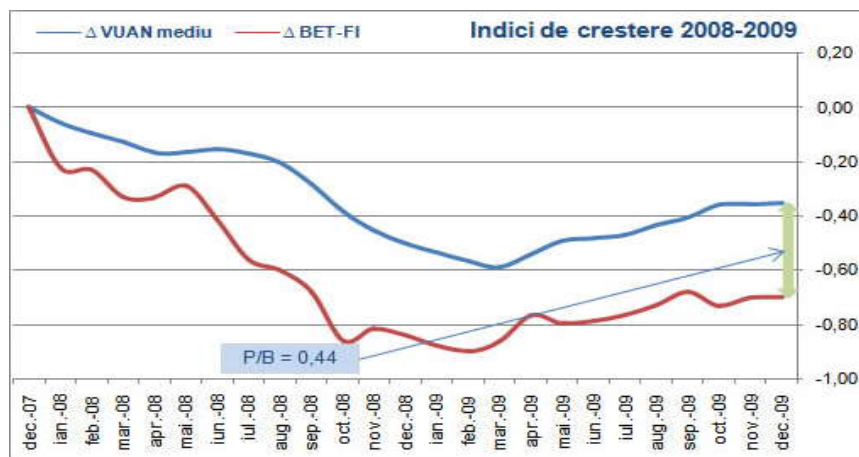
EVOLUTIA ACTIVELOR NETE

Activul net total al SIF-urilor a crescut foarte putin in luna decembrie comparativ cu alte luni din an, mai exact cu 65,1 milioane lei. Cel mai mult a crescut activul net al SIF Oltenia, cu 55 milioane lei, insa aceasta evolutie a fost partial umbrita de scaderea cu 10,2 milioane lei a activului net al SIF Muntenia. In total, SIF-urile au un activ net de 7,47 miliarde lei la finalul lui 2009, cu 28,3% mai mare decat in 2008.

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
VUAN dec 2009	2,8087	2,2684	1,4905	1,8310	2,8327
Activ net (mil. lei)	1.541,53	1.177,52	1.627,81	1.477,68	1.643,43
Variatie lunara	1,09%	-0,13%	0,32%	-0,69%	3,46%
Variatie 2009	52,43%	22,92%	21,92%	6,37%	45,66%
Lichiditati/actiune (lei)	0,2433	0,2701	0,0915	0,1084	0,3415



Discountul mediu cu care se tranzactioneaza SIF-urile fata de activul net ramane neschimbat in decembrie, multiplicatorul P/B isi pastreaza valoarea de 0,44x. Multiplicatorul este mai mare decat la finalul anului 2008 (0,21x), dar asta din cauza scaderilor catastrofale din acel an si mai mic decat in 2007 (0,93x), anul maximelor istorice. Price-to-book-value mediu al bursei la finalul anului 2009 este de 1,04x, astfel ca in comparatie cu media, SIF-urile par subevaluate in raport cu activul net.



EVOLUTIA BURSIERA

Indicele BET-FI este singurul indice de la BVB care a incheiat luna decembrie pe crestere, o crestere usoara de 0,8%. Dar asta nu inseamna ca a avut o evolutie linistita, dimpotriva, a fost poate indicele cel mai volatil, cu un traseu marcat de o crestere puternica inaintea alegerilor prezidentiale, urmata de o scadere de proportii dupa anuntarea rezultatului, dupa care a venit o perioada de evolutii latente si pe lichiditate mica. La final de an, cand tragem linie vedem o crestere de 90% pe BET-FI, cea mai buna evolutie dintre indicii bursei bucurestene. Cel mai bine au evoluat SIF Oltenia si SIF Moldova (totodata cele mai lichide SIF-uri), cu cresteri de 117% si respectiv 115% fata de 2008.

- lei -	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Curs minim lunar	1,1000	1,1000	0,6550	0,6750	1,2300
Curs maxim lunar	1,2200	1,2400	0,7250	0,7500	1,3700
Curs final luna	1,1300	1,1400	0,6800	0,7100	1,2700
Capitalizare (mil. lei)	620,20	591,76	742,66	573,00	736,81
Variatie lunara	1,80%	1,79%	0,00%	0,71%	1,60%
Variatie 2009	107,34%	115,09%	150,00%	13,60%	117,09%
Lichiditate	3,43%	11,97%	5,16%	1,77%	12,42%
<i>P/E</i>	5,53	6,08	5,96	6,56	3,93
<i>P/B</i>	0,40	0,50	0,46	0,39	0,45

Toate SIF-urile se tranzactioneaza la multipli P/E mult mai buni decat media bursei si cel mai bine la acest capitol sta SIF Oltenia, cu un P/E de 3,9x. Pentru comparatie, P/E mediu de la BVB, la finalul lunii decembrie ajunge la 14,4x. De altfel SIF-urile sunt la multipli de evaluare foarte atractivi si in comparatie cu majoritatea celorlalte societati listate, insa aceste discounturi pot fi explicate si in caracterul volatil al SIF-urilor, ceea ce le imprima un grad de risc mai mare.

Pentru inceputul anului 2010 este asteptata reluarea discutiilor in Parlament referitoare la problema pragului, care are sanse mari sa sustina piata SIF-urilor si sa intretina o volatilitate ridicata, cu tendinta pozitiva. Cu un impact mai mic, sunt asteptate si rezultatele preliminate pe 2008, unde vom vedea ce ajustari de final de an s-au facut.

Anexa - Sumarul activelor nete

SIF Banat-Crisana

- Lei -	dec.07	dec.08	dec.09
Activ total, din care	2.066.381.750	1.093.753.390	1.616.725.748
Actiuni cotate	1.628.409.209	648.666.278	1.033.515.053
Actiuni necotate	328.848.557	394.081.096	439.326.162
Disponibilitati	120.803	152.494	331.855
Depozite bancare	82.843.735	28.495.700	126.541.975
Datorii totale	41.223.178	81.732.181	72.613.787
Activ net	2.024.819.197	1.011.305.421	1.541.529.094
year-to-date	33,5%	-50,1%	52,4%

SIF Moldova

- Lei -	dec.07	dec.08	dec.09
Activ total, din care	1.821.725.497	977.153.648	1.195.276.663
Actiuni cotate	1.517.049.954	513.225.245	691.045.695
Actiuni necotate	246.321.108	378.995.638	334.042.434
Disponibilitati	3.081.290	940.810	329.566
Depozite bancare	35.391.684	40.925.801	127.847.158
Datorii totale	24.093.380	19.216.396	17.746.026
Activ net	1.789.222.371	957.926.460	1.177.520.257
year-to-date	31,3%	-46,5%	22,9%

SIF Transilvania

- Lei -	dec.07	dec.08	dec.09
Activ total, din care	2.804.302.508	1.382.506.543	1.678.133.803
Actiuni cotate	2.210.411.568	827.627.751	986.435.642
Actiuni necotate	458.915.087	481.997.335	554.612.481
Disponibilitati	5.321.072	143.194	1.318.490
Depozite bancare	75.443.321	49.952.725	99.540.459
Datorii totale	40.183.195	47.404.979	50.321.240
Activ net	2.764.119.313	1.335.101.564	1.627.812.563
year-to-date	76,4%	-51,7%	21,9%

SIF Muntenia

- Lei -	dec.07	dec.08	dec.09
Activ total, din care	2.260.872.142	1.493.050.317	1.588.788.408
Actiuni cotate	1.754.758.287	779.904.130	857.184.402
Actiuni necotate	355.991.388	569.333.301	550.165.556
Disponibilitati	15.397.973	857.256	1.945.838
Depozite bancare	30.701.485	28.321.802	60.085.151
Datorii totale	94.536.594	103.864.638	111.111.441
Activ net	2.166.335.548	1.389.185.680	1.477.676.967
year-to-date	65,8%	-35,9%	6,4%

SIF Oltenia

- Lei -	dec.07	dec.08	dec.09
Activ total, din care	2.809.405.575	1.187.249.302	1.712.132.472
Actiuni cotate	2.442.615.405	822.926.367	1.075.281.005
Actiuni necotate	300.490.615	337.523.705	422.098.128
Disponibilitati	570.566	643.870	14.983.617
Depozite bancare	40.133.015	7.347.976	171.647.110
Datorii totale	52.570.782	58.984.493	68.706.404
Activ net	2.756.834.793	1.128.264.809	1.643.426.068
year-to-date	38,0%	-59,1%	45,7%