

Structura si performantele emitentilor BVB

Introducere

Analiza structurii emitentilor listati reprezinta o prioritate importanta pe pietele dezvoltate: clasificarea emitentilor in categorii bine definite permite evaluarea performantelor medii pe fiecare categorie, si prin urmare depistarea acelor categorii care s-au dovedit cele mai profitabile.

O analiza similara se poate face si pe pietele romanesti. Am studiat emitentii listati la cota Bursei de Valori Bucuresti, structurandu-i in functie de anumite criterii ce vor fi prezentate in continuare.

O asemenea analiza derulata la BVB nu este simpla din mai multe puncte de vedere. In primul rand, este vorba de numarul emitentilor listati la cele doua categorii ale BVB (in jur de 60 in ultimii trei ani). Un numar atat de mic exprima foarte bine caracterul eterogen al cotei BVB, ce implica pentru multe segmente de emitenti (indiferent de metoda de clasificare avuta in vedere) un numar destul de mic de reprezentanti.

Mai departe, o alta dificultate o reprezinta istoricul destul de redus al activitatii bursiere relevante in Romania. Din acest punct de vedere, istoricul nu este dat de cei aproape 12 ani de functionare a BVB de dupa 1989, ci se reduce la numai doi ani. Spun acest lucru intrucat in perioada 1995-2004 actiunile s-au tranzactionat la preturi in general destul de diferite de valoarea "reala"; in cele mai multe cazuri preturile actiunilor in aceasta perioada au fost foarte mici in comparatie cu evaluari ale unor companii similare de pe pietele similare (evaluari prin indicatori precum P/E, P/B, etc). Acesta este de altfel motivul pentru care am avut o crestere generalizata si continua a actiunilor listate la bursa in perioada 2001-2004 : recuperarea decalajului de evaluare dintre BVB si alte pietele.

De-abia de prin a doua jumatate a lui 2004 am inceput sa putem vorbi de actiuni *relativ* corect evaluate la BVB, si nu putenic subevaluate ca pana atunci, si prin urmare de actiuni ale caror preturi au inceput sa evolueze in principal in functie de indicatorii fundamentali ai acestora. Astfel, avem un istoric de doi ani completi (2005 si 2006) pe care sa putem face analiza de structura cu rezultate relevante (in analizele ce urmeaza am inclus totusi si anul 2004, ca an final al tendintei de reajustare a preturilor, pentru referinta).

Inainte de a incepe prezentarea, o precizare tehnica : am utilizat in calculul performantelor medii ale diverselor categorii din acest material media aritmetica a performantelor individuale ale actiunilor. Am ales aceasta metoda tot din considerente legate de caracterul eterogen al pietei: doi emitenti din cadrul BVB, Petrom si BRD, inregistreaza astazi o pondere de 58% din capitalizarea totala a pietei, ceea ce ar fi redus aportul tuturor celorlalti emitenti la o valoare mult redusa in ipoteza unor medii ponderate cu capitalizare. Ori, in cadrul acestui material incercam sa depistam care sunt categoriile (si implicit emitentii) care pot aduce performantele cele mai bune la bursa, iar ponderea mare a SNP si BRD (alaturi de alti cativa emitenti mai mari) in capitalizare ar fi redus mult din utilitate studiului.

Castigurile individuale luate in calcul si prezentate in acest material sunt castiguri totale (luand in calcul atat castigurile din diferente de pret cat si cele din dividende si din majorari de capital social). Emitentii analizati au fost toti emitentii aflati la cota bursei la sfarsitul fiecarui an, inclusiv emitentii listati in cursul anului, dar in afara emitentilor delistati in cursul fiecarui an.

Voi prezenta in cele ce urmeaza clasificari ale actiunilor BVB din mai multe puncte de vedere. Desigur, tinand cont de obiectiile de mai sus, analiza sufera la capitolul reprezentativitate fata de analize similare derulate pe alte piete, mai mari si cu un istoric mai indelungat. Totusi, consider ca si in cazul BVB se pot trage o serie de concluzii foarte interesante din asemenea analize. Mai mult, modelele si metodele ce vor fi prezentate in continuare pot servi ca elemente de inspiratie pentru investitori, in vederea extinderii pe alte piete (ca de exemplu Rasdaq) sau pentru a fi completate in anii urmatori, pe masura ce istoricul activitatii bursiere in Romania devine mai bogat.

In fine, o ultima precizare : vom vedea in prezentarile care urmeaza categorii de actiuni, selectate pe diverse criterii, care se detaseaza fata de altele. O greseala simpla pe care am putea sa o facem este sa consideram ca istoria se repeta, iar categoriile castigatoare din anumiti ani vor continua sa fie castigatoare la nesfarsit, aducand castiguri peste medie. Ar fi prea simplu si prea frumos pentru a fi adevarat. In realitate, preferintele investitorilor se schimba, activitatea economica in fiecare domeniu inregistreaza o anumite ciclicitate, si asa mai departe. Prin urmare, si categoriile castigatoare se schimba.

Astfel, concluziile pe care le vom trage in paginile urmatoare sunt utile pentru a depista tendinte si categorii castigatoare pe termen scurt ; pentru termene mai lungi avem intotdeauna posibilitatea sa analizam reversul medaliei,

respectiv sectoarele si categoriile cu performante istorice mai modeste, dar care pot reveni in forta in viitor.

Structura emitentilor BVB pe categorii ale bursei

Un prim criteriu de clasificare a emitentilor BVB este, in mod evident, structura de categorii a pietei. Dupa cum stim, pana in prezent actiunile listate la cota bursei s-au tranzactionat la doua categorii, 1 si 2. (acestora li s-a adaugat recent, prin noul cod al BVB, si categoria a 3-a, insa nici o actiune nu se regaseste in aceasta la momentul prezent).

Castigurile medii aduse de actiunile listate in functie de categorie, pe ultimii trei ani, sunt prezentate mai jos :

	2004	2005	2006
Categoria 1	+113,4%	+52,6%	+33,7%
Categoria 2	+108,2%	+15,3%	+47,1%

Concluziile sunt evidente : actiunile listate la categoria 1 a bursei au fost mai profitabile. Exceptia pare a fi anul 2006, cand media castigurilor emitentilor de la categoria 2 a fost mai mare decat media celor de la prima categorie. Totusi, daca din calculul mediei categoriei 2 eliminam castigul de 721% al actiunilor Mechel Targoviste (COS) din 2006, media se reduce la 29,8%, situata sub cea de 33,7% a categoriei 1 si intarind concluzia profitabilitatii mai mari a acesteia din urma.

Astfel, insasi structura pietei ofera investitorilor un prim criteriu de selectie, actiunile listate la prima categorie a bursei confirmand statutul de vedete al acestora.

Mai departe, sa studiem o serie de clasificari mai interesante.

Structura sectoriala a emitentilor BVB

Un criteriu mai interesant de analiza a structurii emitentilor este cel sectorial. Astfel, am grupat emitentii BVB in 11 sectoare economice si am analizat castigurile medii aduse de emitentii apartinand fiecarui sector in ultimii trei ani. Rezultatele sunt prezentate mai jos :

	2004	2005	2006
Bunuri de capital	+85,3%	+25,4%	+38,8%
Bunuri de folosinta indelungata	+203,0%	-18,1%	+0,5%
Bunuri de larg consum	+123,7%	+1,8%	+13,2%
Energie	+84,2%	+14,9%	+46,7%
Farmaceutice si servicii medicale	+118,0%	+63,0%	+52,9%
Materii prime si materiale de baza	+118,9%	+10,3%	+97,6%
Servicii	+54,5%	-12,6%	+19,0%
Servicii Financiare	+108,1%	+100,8%	+29,4%
Tehnologie	+69,5%	+18,1%	-1,0%
Transporturi	n/a	-24,5%	+14,1%
Utilitati	n/a	n/a	+48,2%

Caracterul eterogen al cotei bursei iese cel mai bine in evidenta in cadrul acestei clasificari sectoriale, existand multe sectoare foarte slab reprezentate la bursa. Astfel, sectorul utilitatilor nu a avut nici un reprezentant pana in 2006, cu ocazia listarii Transelectrica (TEL), iar cel al transporturilor nici un reprezentant pana in 2005, cu ocazia listarii Socep (SOCP). Si alte sectoare sunt foarte slab reprezentate : tehnologie cu numai doi emitenti, servicii cu maxim doi emitenti, farmaceutice cu maxim trei emitenti sau bunuri de larg consum cu maxim patru emitenti.

Cele mai bine reprezentate sectoare din punct de vedere al numarului de emitenti sunt bunuri de capital (14 emitenti in 2006), materii prime si materiale de baza (11) si servicii financiare (10).

O prima concluzie ce reiese din tabelul de mai sus este caracterul atipic al anului 2004 dintre cei trei ani analizati : in 2004 toate actiunile au crescut fara discriminare, cu un procent pe sector intre 54,5% (servicii) si +203,0% (bunuri de folosinta indelungata). Insa, asa cum am mai povestit, acest an a semnalizat un sfarsit de tendinta crescatoare generalizata, astfel incat analiza anilor 2005 si 2006 este mult mai interesanta.

Unul din sectoarele cele mai cautate a fost cel farmaceutic, care a adus castiguri consistente si constante in fiecare an. Un alt sector foarte cautat a fost cel financiar, insa interesul crescut pentru acesta, manifestat prin cresteri sustinute si in 2005, a ridicat preturile la niveluri foarte mari, astfel incat castigurile au fost mai mici in 2006 (acestea au ramas, totusi, semnificative).

Un sector solid este cel al bunurilor de capital, cu castiguri constante in fiecare an, chiar daca nu spectaculoase (sectorul materii prime si materiale de baza

pare spectaculos in 2006, inasa cresterea se bazeaza in mare masura pe performantele COS ; fara acestea, castigul mediu pe sector scade la 35,2%). Sectorul bunurilor de folosinta indelungata a fost mai slab in ultimii ani. Si alte sectoare au avut performante sub medie (bunuri de larg consum, servicii, tehnologie), inasa aceasta se datoreaza si numarului redus de emitenti care apartin acestora.

Structura emitentilor BVB dupa tipul de detinere

O clasificare interesanta a emitentilor este cea in functie de tipul de detinere a acestora. Astfel, am grupat emitentii listati la categoria 1 si 2 a bursei de valori in sase categorii, in functie de profilul actionarului majoritar al acestora : investitor strategic (precum OMV la Petrom), investitor financiar (fonduri de investitii, precum Broadhurst la Electroaparataj), unul sau mai multe SIFuri, statul roman, Programul Asociatiei Salariatilor (PAS) sau companii independente (fara un actionar majoritar strategic sau financiar, de regula companii aflate in proprietatea fondatorilor sau a unor investitori romani privati).

Performantele medii ale emitentilor listati la bursa, grupati pe cele sase categorii, sunt prezentate in continuare :

	2004	2005	2006
Investitor strategic	+79,4%	+25,8%	+67,9%
Investitor financiar	+79,1%	+34,1%	+37,5%
Statul roman	+131,8%	+20,2%	+18,5%
Programul Asociatiei Salariatilor	+229,3%	-0,7%	+23,4%
SIF	+38,6%	-28,3%	+28,2%
Companii independente	+84,1%	+50,6%	+38,8%

Din nou o concluzie preliminara este cea legata de anul 2004, atipic si in aceasta clasificare prin cresterea generalizata a companiilor din toate cele sase categorii. Totusi, tabelul de mai sus prezinta o serie de concluzii foarte interesante. Astfel, companiile in care SIF-urile apar ca actionari majoritari sunt printre cele mai slab performante de la BVB. De asemenea, companiile administrate de PAS au inregistrat in general rezultate slabe (cu exceptia anului 2004, un an de crestere generalizata ; cresterea medie din acest an este reprezentativa, si nu se datoreaza unei exceptii punctuale). In fine, cu exceptia anului 2004 in care toate actiunile au crescut, companiile administrate de stat au inregistrat performante mai modeste.

Analizand anii 2005 si 2006, companiile gestionate de investitori strategici si financiari au inregistrat performante foarte bune. Explicatia este clara : acesti investitori au si know-how-ul si motivatia necesara pentru administrarea profesionista si cresterea firmelor detinute ; statul, asociatia salariatilor (si, in mod surprinzator, si SIF-urile) stau mai slab la aceste capitole.

Structura emitentilor BVB dupa tipul de companie

O alta analiza interesanta este clasificarea companiilor in doua categorii, in functie de momentul infiintarii acestora. Cea mai mare parte a companiilor listate din Romania sunt companii industriale care au ajuns pe piata de capital in urma programului de privatizare in masa (companii privatizate sau aflate inca in proprietatea statului). Exista insa si un numar in crestere de companii infiintate din initiativa privata dupa 1989, in general din domeniul serviciilor.

Prezint mai jos performantele medii din ultimii trei ani ale tuturor emitentilor BVB clasificati in cele doua categorii:

	2004	2005	2006
Companii infiintate inainte de 1989	+111,5%	+14,0%	+47,1%
Companii infiintate dupa 1989	+100,8%	+82,9%	+27,0%

Analiza este interesanta. Astfel, dupa un an 2004 in care performantele celor doua categorii au fost comparabile, in 2005 castigul mediu adus de companiile infiintate dupa 1989 a fost de aproape sase ori mai mare decat cel adus de companiile din cealalta categorie. In 2006 trendul pare a se fi inversat ; totusi, daca eliminam castigurile de exceptie ale COS (+721%), ART (+242%) si PTR (+240%), castigul mediu al companiilor infiintate inainte de 1989 se reduce la 22,4%.

Chiar daca aceasta analiza este mai putin concludenta (cel putin in anul 2006), putem afirma ca, in general, companiile infiintate dupa 1989 sunt mai dinamice, ceea ce se poate traduce prin performante mai bune la bursa. Totusi, acesata diferenta tinde sa se estompeze pe de o parte datorita ajungerii la maturitate a companiilor post-1989, iar pe de alta parte a preluarii celor pre-1989 de catre investitori profesionisti.

Dupa aceste clasificari mai mult sau mai putin evidente, sa studiem mai departe o serie de metode cu o larga utilizare in tarile dezvoltate.

Structura emitentilor dupa capitalizare

O metoda de analiza a emitentilor foarte larg raspandita pe pietele dezvoltate este structurarea acestora pe grupe in functie de capitalizare. Din acest punct de vedere, in mod traditional emitentii pe o piata se pot imparti in patru categorii :

Grupa	Capitalizare
Large Cap	Peste 10 miliarde USD
Mid Cap	Intre 1 si 10 miliarde USD
Small Cap	Intre 250 milioane si 1 miliard USD
Micro Cap	Sub 250 milioane USD

Din pacate o asemenea metoda de clasificare aplicata cu parametrii de mai sus nu este practica la BVB : pentru 2004, spre exemplu, aceasta ar fi insemnat ca nici un emitent BVB nu se califica pentru Large Cap, numai 2 erau Mid Cap si 3 Small Cap, iar toti ceilalti intrau in grupa Micro Cap. In asemenea conditii, o analiza ar fi fost inutila.

Din acest motiv propun o clasificare similara a emitentilor BVB, dar cu un set de parametri ai capitalizarii modificati si adaptati realitatii pietei romanesti (capitalizarea BVB este cam de 1000 de ori mai mica decat cea a NYSE) :

Grupa	Capitalizare
Large Cap	Peste 500 milioane USD
Mid Cap	Intre 50 si 500 milioane USD
Small Cap	Intre 12,5 si 50 milioane USD
Micro Cap	Sub 12,5 milioane USD

Tinand cont de aceasta clasificare, performantele medii ale actiunilor BVB in ultimii trei ani sunt prezentate in continuare :

	2004	2005	2006
Large Cap	+144,5%	+68,3%	+28,2%
Mid Cap	+112,7%	+85,5%	+97,0%
Small Cap	+115,8%	+10,9%	+31,2%
Micro Cap	+100,5%	-4,2%	+11,9%

Din nou, concluziile sunt utile. Nu ma mai refer la anul 2004, atipic si in aceasta clasificare prin cresterea echilibrata a actiunilor de la toate categoriile. Anii urmatiori, inasa, aduc o serie de concluzii care merita remarcate.

Astfel, actiunile cele mai mici, asa numitele Micro Cap, au fost cele mai slab performante in fiecare din cei doi ani. O idee care ar trebui sa dea de gandit amatorilor de chilipiruri. Mai departe, in 2005, banii investitorilor s-au orientat preponderent catre actiunile cele mai solide din piata. Large Cap si Mid Cap. In mod previzibil, performantele actiunilor Large Cap (asociate de regula cu actiunile blue chip de pe o piata) au scazut in 2006, inasa performantele actiunilor Mid Cap au ramas solide, pe masura ce investitorii s-au reorientat catre teritorii noi parasind domeniul Large Cap, mai putin performant. Aceeasi tendinta de reorientare a dus si la castiguri in crestere in 2006 fata de 2005 pentru Small Caps.

Pe langa aceste tendinte, tabelul de mai sus reliefeaza foarte bine si dinamica evolutiilor bursiere, ce trebuie sa genereze o abordare dinamica si la nivelul analizei. Astfel, daca un investitor lua ca reper performantele bune ale Large Caps in 2005 si estima performante similare in 2006, s-ar fi inselat. Realitatea a aratat o reorientare a banilor dep Large Caps spre Mid Caps si Small Caps.

In continuare sa analizam o alta clasificare folosita foarte des pe pietele dezvoltate.

Actiuni Value si Growth

O alta clasificare folosita cu succes pe alte piete este cea legata de clasificarea actiunilor in actiuni de tip Value si actiuni de tip Growth. Value Stocks sunt acele actiuni care par subevaluate in urma analizei fundamentale, tranzactionandu-se la nivele reduse ale P/E, spre exemplu. Growth Stocks sunt actiuni ale unor companii aflate in faza de crestere accelerata, cu rate de profitabilitate mai reduse si/sau care se tranzactioneaza la nivele ridicate ale P/E.

Intrebarea logica este cat de mici sunt nivelele P/E pentru a defini anumite actiuni drept value stocks, si cat de mari sunt nivelele aceluiasi indicator pentru a defini actiuni drept growth stocks ? O metoda simpla si rapida este de a calcula indicele P/E mediu al pietei, si a clasifica toate actiunile cu P/E sub acesta drept value stocks, iar pe cele cu valori peste drept growth stocks.

Am procedat in acest mod pentru a analiza actiunile listate la BVB folosind clasificarea value vs. growth. Media P/E calculata de mine este o medie aritmetica, pentru a elimina inconvenientul unei ponderi prea mari acordate BRD si SNP in cazul unei medii ponderate cu capitalizarea (din acest motiv mediile calculate de mine difera de cele raportate de BVB); de asemenea, din calculul mediei am eliminat actiunile ai caror emitenti au inregistrat pierdere, precum si pe cele al caror P/E depasea 50 (valori aberante din punct de vedere statistic). In mod normal, o analiza riguroasa ar fi impus si o a treia categorie de actiuni neutre, al caror indice P/E este apropiat de cel mediu al pietei; totusi, tinand cont de numarul redus de emitenti de pe piata (diminuat si mai mult cu numarul de actiuni ai caror emitenti nu au avut profit), am preferat sa renunt la aceasta categorie, clasificand actiunile numai in value si growth.

Performantele medii ale celor doua tipuri de actiuni in ultimii trei ani sunt urmatoarele (in tabel am adaugat si performantele medii ale actiunilor ai caror emitenti au inregistrat pierdere, actiuni care nu au fost clasificate nici ca growth, nici ca value):

	2004	2005	2006
P/E mediu BVB	13,9	18,9	19,3
Value Stocks	+106,7%	+24,2%	+63,1%
Growth Stocks	+144,7%	+51,6%	+53,4%
Actiuni ai caror emitenti au avut pierderi	+62,6%	-9,6%	-12,3%

Mai intai, doua concluzii preliminare : 1. in 2004 toate actiunile au crescut semnificativ, chiar si cele cu emitenti fara profituri ; 2. emitentii care nu au raportat profit au fost in fiecare an cele mai slabe decizii de investitie.

Mai departe, o concluzie foarte interesanta : actiunile growth, deci cele cu P/E peste medie, vazute in mod traditional (cel putin in ultimii ani) ca supraevaluate, au adus castiguri consistente in fiecare an. O asemenea concluzie poate reaseza putin modul in care vedem si folosim indicele P/E in analiza. De altfel, ideea ca nivele mari ale indicilor P/E nu semnifica neaparat performante la bursa negative sau sub medie incepe sa prinda teren pe pietele vestice.

O alta concluzie este legata de dinamica pietei si a analizei financiare : daca in 2005 actiunile preferate au fost cele growth, ce au adus si castigurile cele mai bune, in 2006 investitorii s-au reorientat spre actiuni percepute ca fiind "mai

ieftine", adica cele cu nivele mai mici ale P/E (actiuni value), fara insa a le neglija pe cele growth, ce au continuat sa aduca performante bune.

Concluzii

Am prezentat in capitolele precedente mai multe modele de clasificare si analiza a actiunilor. O prima concluzie este legata de faptul ca aceste modele pot fi folosite si simultan. Prezint mai jos performantele medii in 2006 ale actiunilor folosind doua criterii simultan : cel al capitalizarii si cel legat de actiunile value si growth (pentru a nu aplica aceste metode in mod mecanic, am mai inclus o prelucrare : am renuntat la castigul COS de 721%, ceea ce a redus performanta medie a actiunilor Mid Cap Growth de la 111,9% la 35,7%) :

	Large Cap	Mid Cap	Small Cap	Micro Cap
Value	+49,0%	+91,5%	+72,9%	+29,4%
Growth	+26,7%	+35,7%	+20,8%	+15,5%

Preferinta investitorilor spre actiuni value este evidenta, la fel cum este evidenta si preferinta pentru actiuni Mid Cap. La intersectia celor doua categorii, actiunile Mid Cap Value au fost cele mai performante in 2006 (cele doua criterii inseamna ca ne referim la actiuni cu o capitalizare intre 50 si 500 mil USD si un indice P/E sub 19,3). Asemenea abordari combinate se pot folosi incluzand si alte criterii de clasificare.

Concluzia mai generala este ca asemenea abordari de analiza incep sa devina utile si in Romania. Acestea pot surprinde mai clar anumite tendinte investitionale, si pot oferi repere cu privire la tendinte viitoare ; Desigur, asemenea tendinte trebuie incadrate intr-un context calitativ bazat pe teoria economica si a investitiilor, ca de exemplu : actiunile Mid Cap Value au crescut cel mai mult in 2006 intrucat investitorii s-au reorientat spre companii mai mici percepute ca subevaluate, abandonand in parte actiunile blue-chip. O asemenea tendinta se poate continua pe termen scurt (ca de exemplu in 2007), insa este putin probabil ca ea va continua la nesfarsit. Astfel, un scenariu posibil este ca pe termen mai lung performante bune s-ar putea inregistra in randul actiunilor small cap value, urmate ulterior de o revenire spre large cap.

Consider ca analiza sectoriala va capata o importanta din ce in ce mai mare, pe masura ce bursa se coreleaza din ce in ce mai bine cu rezultatele si performantele din economia reala. In masura in care emitentii din aceste sectoare se vor diversifica, bunurile de larg consum, tehnologia si serviciile ar

trebui sa fie performere ale BVB pe termen mediu, pe masura ce aceste sectoare se consolideaza.

In rest, merita in continuare urmarite companiile detinute majoritar de investitori strategici sau financiari seriosi, precum si cele de la categoria 1 a bursei.

In final, precizez din nou faptul ca istoria nu se repeta la nesfarsit, iar clasificarile si analiza actiunilor trebuie privite in dinamica ; insa, pe masura ce complexitatea pietei si a deciziilor investitionale creste, folosirea a cat mai multe metode de analiza, inclusiv a celor prezentate in acest material, devine obligatorie.

Razvan Pasol