

## **Structura si performantele emitentilor BVB – update 2007**

Anul trecut am realizat un studiu al performantelor emitentilor BVB structurati dupa mai multe criterii : categorie de tranzactionare, sector, tip de detinere, tip de companie, capitalizare si indice P/E. Studiul era realizat pentru anii 2004, 2005 si 2006, iar performantele anuale luate in calcul pentru emitenti erau cele totale (in contextul acestor studii castigurile totale reprezinta castigurile calculate pe baza diferentelor de pret la bursa, dividendelor si majorarilor de capital social din fonduri proprii sau cu numerar la preturi sub pretul din piata). Emitentii luati in calcul sunt cei tranzactionati in decursul unui an pe piata reglementata a BVB, inclusiv cei nou-listati dar fara cei delistati in cursul anului (studiul nu include actiuni Rasdaq sau necotate).

Intrucat studiul mi s-a parut util, m-am gandit sa il completez cu performantele emitentilor in 2007. Am renuntat, insa, la prezentarea performantelor din 2004 intrucat, in opinia mea, evolutiile la BVB au inceput sa devina relevante numai incepand cu anul 2005 (in perioada 2001-2004 actiunile au crescut continuu datorita subevaluarii atinse dupa scaderile din 1997-2000).

In continuare vom vedea randamentele totale medii ale unor diverse categorii de emitenti listati la BVB in perioada 2005-2007. Scopul acestui studiu este sa ne ajute sa intelegem mai bine diferitele tipuri de clasificare a actiunilor si modul in care aceste clasificari ne pot ajuta sa alegem actiunile cele mai performante pentru investitii.

Doua ultime observatii inainte de a incepe studiul propriu-zis: 1. caracterul eterogen al cotei pietei reglementate a bursei reduce din utilitatea acestui studiu si poate transmite anumite semnale inselatoare ; unele din segmentele ce vor fi prezentate in continuare sunt mai putin reprezentative datorita numarului redus de emitenti pe care se bazeaza. 2. tendintele se schimba permanent, si categoriile de actiuni castigatoare de anul acesta pot fi cele pierzatoare de anul viitor ; este important ca analize precum cea de mai jos sa se realizeze in dinamica, intrucat performantele unei burse se schimba permanent in functie de context macroeconomic, conditii de piata, preferinte ale investitorilor, etc.

### **Structura emitentilor BVB pe categorii ale bursei**

Castigurile medii totale aduse de actiunile listate la BVB in functie de categoria de listare sunt prezentate in continuare (categoria a III-a de actiuni a pietei reglementate a fost inaugurata in 2007):

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Categoria I</b>	+52,6%	+33,7%	+52,50%
<b>Categoria II</b>	+15,3%	+47,1%	+72,30%
<b>Categoria III</b>	n/a	n/a	-43,10%

Tabelul de mai sus ne arata ca actiunile de la categoria a II-a a bursei au oferit si in 2007 performante mai bune decat cele de la categoria I (asa cum s-a intamplat si in 2006), fiind in general mai putin vizibile si cautate de investitori in anii dinainte de 2006 si prin urmare subevaluate comparativ cu actiunile blue-chip. Categoria a III-a este irelevantă, incluzand un singur emitent in 2007.

### **Structura sectoriala a emitentilor BVB**

In continuare am calculat performantele medii ale emitentilor BVB clasificati pe 11 sectoare economice :

<i>Sector</i>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Bunuri de capital</b>	+25,4%	+38,8%	+94,4%
<b>Bunuri de folosinta indelungata</b>	-18,1%	+0,5%	+27,5%
<b>Bunuri de larg consum</b>	+1,8%	+13,2%	+88,8%
<b>Energie</b>	+14,9%	+46,7%	+91,4%
<b>Farmaceutice si servicii medicale</b>	+63,0%	+52,9%	+24,9%
<b>Materii prime si materiale de baza</b>	+10,3%	+97,6%	+57,8%
<b>Servicii</b>	-12,6%	+19,0%	+120,9%
<b>Servicii financiare</b>	+100,8%	+29,4%	+43,4%
<b>Tehnologie</b>	+18,1%	-1,0%	-10,2%
<b>Transporturi</b>	-24,5%	+14,1%	+11,0%
<b>Utilitati</b>	n/a	+48,2%	+22,0%

Conform datelor de mai sus performantele cele mai bune in 2007 au fost inregistrate de companii industriale din sectoare de productie (bunuri de capital, bunuri de larg consum), energie si materii prime ; performanta buna a sectorului servicii se bazeaza pe randamentul foarte bun, dar atipic, al actiunilor Turism, Hoteluri, Restaurante Marea Neagra (EFO).

Sectorul financiar a inregistrat o revenire buna dupa un an 2006 modest, in timp ce cresterile din sectorului farmaceutic in 2005-2006 au condus la un an 2007 cu randamente sub medie.

## Structura emitentilor BVB dupa tipul de detinere

In aceasta sectiune analizam performantele actiunilor tranzactionate pe piata reglementata a BVB in functie de natura actionarului majoritar (sau a celui mai important actionar, in absenta unei pozitii majoritare) ; ultima categorie din tabel se refera la companii independente detinute majoritar de fondatori si/sau cu un actionariat dispersat :

<i>Tip actionar majoritar</i>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Investitor strategic</b>	+25,8%	+67,9%	+62,3%
<b>Investitor financiar</b>	+34,1%	+37,5%	+34,7%
<b>Statul roman</b>	+20,2%	+18,5%	+110,3%
<b>Programul Asociatiei Salariatilor</b>	-0,7%	+23,4%	+72,0%
<b>SIF</b>	-28,3%	+28,2%	+154,1%
<b>Companii independente</b>	+50,6%	+38,8%	+35,6%

Clasificarea emitentilor BVB dupa tipul de detinere majoritara aduce o serie de confirmari dar si o serie de surprize in 2007.

Mai intai, 2007 continua tendinta anului precedent in ceea ce priveste randamentele foarte bune aduse de actiunile companiilor detinute de investitori strategici. Concluzia merita retinuta in conditiile parerilor destul de larg raspandite conform carora actionarii strategici ar fi interesati de externalizarea profiturilor companiilor detinute in favoarea companiei principale de grup ; performantele solide de mai sus contrazic aceasta parere.

Mai departe, performantele companiilor detinute de investitori financiari (ce-i drept, foarte putine la numar – numai doua in 2007) raman constante in ultimii ani, dar totusi modeste in contextul anului 2007.

Surprizele anului 2007 sunt oferite de trei clase de actiuni: mai intai actiunile companiilor detinute de stat ; in acest caz performantele medii excelente sunt generate de doua cazuri punctuale si atipice : Oil Terminal (OIL) cu +247,4% datorita unui management performant si a unor perspective bune si Oltchim (OLT) cu +151,6% - performanta bazata mai putin pe rezultate si mai mult pe unele operatiuni legate de capitalul social.

Companiile controlate de management sau asociatia salariatilor revin in atentia investorilor in 2007 dupa performantele slabe din anii precedenti dar, probabil, si ca urmare a perspectivelor de preluare. In fine, ultima surpriza a anului 2007 este oferita de actiunile detinute majoritar de societatile de investitii financiare.

## Structura emitentilor BVB dupa tipul de companie

In aceasta sectiune evaluam performantele emitentilor BVB in functie de criteriul infiintarii acestora :

<i>Tip companie</i>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Companii infiintate inainte de 1989</b>	14,0%	47,1%	73,2%
<b>Companii infiintate dupa 1989</b>	82,9%	27,0%	30,0%

Din acest punct de vedere anul 2007 nu aduce surprize majore, continuand tendinta stabilita in 2006. O posibila explicatie a acestei tendinte poate fi data de contextul diferit in care activeaza cele doua tipuri de companii. Astfel, companiile infiintate inainte de 1989 sunt in general companii din sectoare industriale, mai stabile ; aceste companii au trecut prin perioade furtunoase in ultimii 15 ani, insa cele care au ramas la cota bursei sunt, de regula, performere in domeniile lor de activitate si au depasit problemele anilor precedenti.

Companiile infiintate dupa 1989 activeaza in domenii in general legate de servicii, mai dinamice, ce au adus performante bune actionarilor lor in anii '90 si inceputul anilor 2000, dar care in prezent se confrunta cu cresterea complexitatii pietei si intensificarea concurentei.

## Structura emitentilor dupa capitalizare

Urmatoarea analiza evalueaza performantele companiilor in functie de capitalizarea acestora. Definirea categoriilor de emitenti este aceeaasi ca in studiul precedent si se departeaza de definitiile traditionale datorita dimensiunii mai reduse a emitentilor romani in comparatie cu cei de pe pietele mai dezvoltate :

<b>Grupa</b>	<b>Capitalizare</b>
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

Conform clasificarii de mai sus, performantele medii ale emitentilor BVB in ultimii trei ani se prezinta astfel :

<i>Capitalizare</i>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
---------------------	-------------	-------------	-------------

<b>Large Cap</b>	+68,3%	+28,2%	+32,1%
<b>Mid Cap</b>	+85,5%	+97,0%	+102,4%
<b>Small Cap</b>	+10,9%	+31,2%	+41,2%
<b>Micro Cap</b>	-4,2%	+11,9%	+22,9%

Consider analiza emitentilor pe baza capitalizarii una dintre cele mai utile metode de analiza din acest studiu. Anul 2007 arata clar continuarea tendintei de reorientare a investitorilor de la actiunile solide (large cap) spre actiunile de dimensiune medie si mica (mid cap si, intr-o anumita masura, small cap). Tendinta s-a manifestat in 2006 si este confirmata si de analiza emitentilor in functie de categoria de listare (prezentata la inceputul acestui material).

Companiile cele mai mici de pe piata (micro cap), ce inregistreaza de regula o lichiditate redusa si presupun riscuri mai mari, au fost si in 2007 mai putin cautate de investitori, la fel ca in 2006.

### **Actiuni Value si Growth**

O alta clasificare foarte interesanta este cea in functie de indicele P/E, ce exprima nivelul de sub- sau supra-evaluare al unei companii intr-o analiza comparativa. In contextul acestui studiu, actiunile Value sunt cele definite ca fiind emise de companii cu un indice P/E sub indicele mediu al pietei, iar actiunile Growth sunt ele emise de companii cu un indice P/E peste media pietei.

Indicele P/E mediu al pietei a fost estimat la 19,5 in 2007. Aceasta este o medie aritmetica simpla, calculata numai pentru comanii cu profit si excluzand companiile cu indici P/E cu valori peste 50 ; profiturile si preturile luate in calcul sunt cele mai recente disponibile la momentul realizarii studiului, astfel incat numai randamentele anuale variaza (o analiza mai riguroasa s-ar fi bazat pe indicii P/E calculati separat pentru fiecare an). Rezultatele sunt prezentate mai jos :

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>P/E mediu BVB</b>	18,9	19,3	19,5
<b>Actiuni Value</b>	+24,2%	+63,1%	+96,1%
<b>Actiuni Growth</b>	+51,6%	+53,4%	+60,3%
<b>Actiuni ai caror emitenti au avut pierderi</b>	-9,6%	-12,3%	+36,5%

Si in tabelul de mai sus tendintele stabilite in 2006 se continua in 2007 : companiile ce au adus castigurile cele mai mari au fost cele considerate, in general, subevaluate

(cu indici P/E sub media pietei). La fel ca in fiecare din anii precedenti, companiile care au inregistrat pierderi au fost penalizate de investitori, aducand cele mai mici randamente din piata (este notabil faptul ca acestea au fost, totusi, pozitive in 2007).

## Concluzii

Concluzia principala a studiului este ca anul 2007 a fost similar cu 2006 din multe puncte de vedere (iar ambii au fost destul de diferiti de anul 2005). Astfel, atat in 2006 cat si in 2007 companiile din esalonul doi, tranzactionate la categoria a II-a a bursei si cu capitalizare medie sau mica, dar care au inregistrat nivele P/E sub medie, au adus cele mai bune randamente. Companiile cele mai mari de la bursa, percepute ca fiind mai scumpe, au adus si in 2007 performante solide, insa mai reduse. In fine, companiile cele mai slabe de la bursa, adica cele cu capitalizarea cea mai redusa, performante economice negative si/sau tranzactionate la categoria a III-a, au adus cele mai mici castiguri.

In final, vom combina criteriile de analiza pe baza capitalizarii si a clasificarii tip value/growth. Rezultatele pentru 2007 se gasesc in tabelul urmator :

	<b>Large Cap</b>	<b>Mid Cap</b>	<b>Small Cap</b>	<b>Micro Cap</b>
<b>Value</b>	+43,2%	+124,4%	+72,5%	n/a*
<b>Growth</b>	+22,2%	+89,1%	+40,5%	+44,1%

\* nici un emitent in aceasta categorie in 2007

Tabelul de mai sus confirma ipotezele prezentate anterior : companiile de dimensiune medie si subevaluate au fost cele mai performante la bursa in 2007. Segmentul cel mai profitabil de companii a fost in 2007, conform tabelului de mai sus, cel al companiilor cu capitalizare medie tip *value stocks* ; acest segment a fost compus din urmatoarele companii in 2007 : Artrom Slatina (ART), Broker Cluj (BRK), Turbomecanica Bucuresti (TBM), Santierul Naval Orsova (SNO), Alumil Rom Industry (ALU), Turism, Hoteluri, Restaurante Marea Neagra (EFO), Titan (MPN), Mechel Targoviste (COS), Aerostar Bacau (ARS) si Kandia-Excelent (EXC). Actiunile Mid Cap Value au fost cele mai performante de pe piata reglementata a bursei si in 2006.

Ramane de vazut care vor fi segmentele de actiuni cele mai performante in 2008. Desi, asa cum am spus, performerii se schimba la BVB, inceputul anului 2008 pare sa aduca o continuare a tendintelor din ultimii ani doi ani: la momentul elaborarii acestui articol (martie 2008), desi majoritatea actiunilor au scazut, companiile cele mai solide (incluse in indicele BET) au pierdut mai mult decat cele mai mici : in lunile ianuarie-februarie 2008 indicele BET a pierdut 24,4%, in timp ce indicele BET-C a

pierdut numai 22,0% ; prin urmare, companiile mai mici au fost mai "performante" si in primele luni din 2008 (prin "performante" intelegand in acest context companii cu scaderi mai mici).

**Razvan Pasol**