

Evolutia pietei de capital in 2005

si perspective pentru 2006



Intercapital Invest • Bd. Aviatorilor Nr. 33, Etaj 1, Sector 1, Bucuresti
222 8731, 222 8744 • www.intercapital.ro • office@intercapital.ro

Evolutia pietei de capital in 2005 si perspective pentru 2006

Din cele mai multe puncte de vedere anul 2005 a fost, din nou, un an foarte bun pentru bursa de valori si pentru investitorii pe aceasta piata. Indicele BET, ce exprima cresterea medie a preturilor actiunilor la bursa, a adus, pentru al cincilea an consecutiv, randamente real pozitive; capitalizarea pietei a crescut cu 64% fata de 2004 fara aportul unor listari noi semnificative ca marime; in mod si mai spectaculos, valoarea tranzactiilor cu actiuni a crescut cu 223% fata de anul 2004; bursa a facut primii pasi (timizi) spre noi instrumente prin tranzactionarea a doua emisiuni de drepturi de preferinta, piata obligatiunilor si-a continuat dezvoltarea prin emisiuni noi, BVB a consemnat cateva listari noi interesante si a facut pasi concreti spre consolidarea institutionala prin fuziunea cu Bursa Electronica Rasdaq.

Desigur, situatia nu a fost roza in intregime: marile listari de companii de stat inca se lasa asteptate, desi primele erau programate pentru 2005 (de altfel, anul 2005 a fost unul sarac in listari in general, la fel ca si anii precedenti); tranzactionarea titlurilor de stat, vanzarile in absentia si tranzactiile in marja – toate promise (din nou) pentru 2005, inca se lasa asteptate; modificarile frecvente ale codului fiscal si dezinteresul guvernantilor au destabilizat piata; cresterea actiunilor a fost mult mai selectiva decat in alti ani (nu toate actiunile au inregistrat rate de crestere ridicate), iar volatilitatea, si implicit riscurile pe piata, au crescut.

Asa cum procedam in fiecare an, prezentam mai jos performantele individuale ale tuturor actiunilor listate la bursa in 2005. Calculam atat performantele din cresterea de pret, cat si performantele obtinute de investitori din incasarea dividendelor si majorarile de capital social din fonduri proprii sau cu numerar la preturi sub pretul din piata al actiunilor. Incepem cu categoria I a bursei de valori:

Smb	Pret inceput an 2005	Pret sfarsit an 2005	Castig numai din pret	Dividend net 2004 (platit in 2005)	Castig din pret si dividende	Castig din pret, dividende, majorari	Observatii
SIF2	0.7950	2.2500	183.02%	0.0540	189.81%	189.81%	-
SIF1	0.8950	2.4500	173.74%	0.0450	178.77%	178.77%	-
SIF4	0.6350	1.7100	169.29%	0.0450	176.38%	176.38%	-
SIF5	0.9550	2.5700	169.11%	0.0585	175.24%	175.24%	-
TLV	1.0400	1.2400	19.23%	0.0000	19.23%	103.57%	majorare de capital 67,3 actiuni gratuite la 100 detinute simultan cu 10 actiuni la 0,4000 la 100 detinute
ATB	0.5400	0.9650	78.70%	0.0000	78.70%	101.04%	majorare capital 1 actiune gratuita la 8 detinute

SIF3	1.1500	2.1000	82.61%	0.0585	87.70%	87.70%	-
							majorare valoare nominala de la 0,3000 la 0,5000 concomitent cu consolidarea actiunilor de la 0,5000 la 1,0000 (1 actiune noua pentru doua vechi)
BRD	4.0000	13.7000	71.25%	0.1131	74.08%	74.08%	
OLT	0.2400	0.3800	58.33%	0.0000	58.33%	58.33%	-
							majorare capital 1,17 actiuni la 0,1000 la 100 detinute
SNP	0.3490	0.4770	36.68%	0.0000	36.68%	37.81%	
TBM	10.2000	12.6000	23.53%	0.8930	32.28%	32.28%	-
							majorare capital 12,88 actiuni gratuite la 100 detinute. mutata la cat I in 2005
BCC	0.5000	0.5800	16.00%	0.0000	16.00%	30.94%	
INX	10.5000	11.0000	4.76%	0.4019	8.59%	8.59%	-
							majorare capital 87 de actiuni la 0,5000 la 100 detinute
ALR	4.6500	2.6500	-43.01%	0.2797	-37.00%	2.95%	
BIO	0.5700	0.5100	-10.53%	0.0000	-10.53%	-10.53%	listata in 2005
SOCP	0.2780	0.2100	-24.46%	0.0000	-24.46%	-24.46%	listata in 2005
							reducere valoare nominala de la 0,2290 la 0,2200
RBR	0.1770	0.1330	-24.86%	0.0000	-24.86%	-24.86%	
AZO	0.4010	0.2400	-40.15%	0.0000	-40.15%	-40.15%	-
ASP	0.0730	0.0365	-50.00%	0.0000	-50.00%	-50.00%	-
RLS	0.1740	0.0770	-55.75%	0.0000	-55.75%	-55.75%	-

Evolutia generala a actiunilor listate la bursa s-a incadrat, in general, in previziunile lansate la sfarsitul lui 2004; spre exemplu, cresterea indicelui BET in 2005, de 50,90%, se incadreaza in rezultatele unui sondaj lansat de kmarket.ro in decembrie 2004 pe aceasta tema, sondaj in care in topul raspunsurilor s-a situat o variatie estimata a BET in 2005 intre +30 si +60%.

Cresterea actiunilor SIF, inasa, a depasit toate asteptarile, iar anul 2005 poate fi considerat, pe drept cuvand, anul Societatilor de Investitii Financiare. In 2005 variatia indicelui BET-FI, ce exprima cresterea medie a preturilor actiunilor celor cinci societati de investitii financiare, a fost de 175,24%, o valoare de peste trei ori mai mare decat cresterea BET, si cea mai mare variatie anuala inregistrata de la lansarea indicelui BET-FI.

Performantele totale pentru patru din cele cinci SIF-uri - +189,81% pentru SIF Moldova (SIF2), +178,77% pentru SIF Banat-Crisana (SIF1), +176,38% pentru SIF Muntenia (SIF4) si +175,24% pentru SIF Oltenia (SIF5) - reprezinta, de altfel, si cele mai bune performante inregistrate pe toata bursa de valori in 2005 (cu exceptia actiunilor Silcotub Zalau (SLC), a caror performanta de +217,46% intervenita pe fondul unei valori medii zilnice a tranzactiilor de numai 13,5 mii lei este irelevanta pentru investitori). SIF Transilvania (SIF3), a inregistrat o performanta mai "modesta" decat restul, de numai +87,40%,

Motivele acestor evolutii spectaculoase sunt mai multe. In primul rand, anul 2005 a fost anul in care s-a aprobat mult-asteptata majorare a limitei maxime de detinere in capitalul social al unui SIF de catre un singur investitor. Dupa mai multi ani de discutii si negocieri, aceasta limita a fost in sfarsit majorata de la 0,1% din numarul total de actiuni la 1,0%, lasand loc unor investitori mai mari de tipul fondurilor de investitii (si nu numai) sa cumpere actiuni SIF si sa determine o apreciere a pretului.

Un alt eveniment major pentru SIF-uri a fost privatizarea Bancii Comerciale Romane. Actiunile BCR – cele mai importante detineri ale societatilor de investitii financiare – au capatat astfel un reper de evaluare, ce reprezinta de pana la 9 ori mai mult decat valoarea la care acestea se regasesc acum in activele SIF. In perspectiva listarii bancii intr-un termen de maxim 3 ani, actiunile BCR ar putea capata si o valoare de piata comparabila cu acest reper, caz in care activul SIF-urilor ar creste semnificativ prin inregistrarea actiunilor bancii in active la preturile de la bursa.

In fine, sa nu uitam ca actiunile SIF au incheiat anul 2004 subevaluate in mod semnificativ, cu indici P/E intre 6,98 si 11,31, si P/B intre 0,65 si 0,82 – valori ce lasau loc in continuare pentru cresteri generoase.

Investitorii care au mizat pe sectorul financiar (si) in 2005 au avut toate motivele sa fie multumiti, intrucat, pe langa actiunile SIF, si actiunile bancare au crescut foarte bine. Banca Transilvania (TLV) si-a recompensat investitorii cu o distributie de actiuni gratuite peste asteptari (67 la 100 detinute), la care s-a adaugat si o majorare cu numerar. Cu o performanta de +103,57% actiunile TLV au dublat banii investitorilor si in 2005, la fel cum o fac de sase ani de zile (performanta medie anuala adusa de actiunile TLV investitorilor in perioada 1999-2004 a fost de +108%), dar aceasta performanta a venit cu un pret – actiunile TLV au incheiat anul la valori ale P/E peste 30. Actiunile Bancii Romane pentru Dezvoltare (BRD), care au trecut in 2005 printr-o operatiune de consolidare mai putin justificata, au incheiat anul cu o performanta solida de +74,08% - un rezultat remarcabil pentru o actiune stabila de talia BRD si determinat de rezultatele financiare foarte bune ale bancii in acest an.

Doua societati cu capital majoritar de stat completeaza plutonul celor mai importante cresteri de la categoria I in 2005: Antibiotice Iasi (ATB) cu o performanta de +101,04% intervenita pe fondul cresterii interesului pentru sectorul farmaceutic si Oltchim Rm. Valcea (OLT) cu +58,33% - o performanta buna pentru o societate pentru care privatizarea se tot amana si care se afla intr-un litigiu legat de o majorare de capital social contestata.

Trei dintre actiunile interesante de la categoria I au inregistrat performante modeste: Petrom (SNP), in ciuda unor rezultate financiare excelente spre sfarsitul anului, a incheiat 2005 cu o performanta pentru investitori de numai +37,81%; Turbomecanica (TBM) una din actiunile de portofoliu "de traditie", a inregistrat +32,28%, iar Banca Carpatica (BCC) a spart plutonul performantelor bancare foarte bune de la bursa, cu un randament total pentru investitori de numai +30,94%.

Dezamagirile categoriei I sunt reprezentate de societati din domeniul metalurgic - Alro (ALR) si Otelixox (INX), societati care alta data aduceau randamente importante pentru investitori, dar care in 2005 au reusit performante totale de numai +2,95%, respectiv +8,59%. Pe ultimele locuri in clasament gasim doua noi listari – Biofarm (BIO) si Socep (SOCP), precum si o serie de societati cu probleme mai mari sau mai mici: Rulmentul Brasov (RBR) si Rolast Pitesti (RLS) pentru care pierderile sunt in crestere, Azomures (AZO) care inca se reface dupa ce a luat in calcul posibilitatea lichidarii si Rafinaria Astra (ASP) fara activitate operationala.

Sa continuam cu prezentarea performantelor de la categoria a II-a a bursei:

Smb	Pret inceput an 2005	Pret sfarsit an 2005	Castig numai din pret	Dividend net 2004 (platit in 2005)	Castig din pret si dividende	Castig din pret, dividende, majorari	Observatii
SLC	6.3000	20.0000	217.46%	0.0000	217.46%	217.46%	-
ART	2.0500	4.7300	130.73%	0.0000	130.73%	130.73%	-
CPR	0.9450	2.1000	122.22%	0.0000	122.22%	122.22%	-
SCD	0.6950	1.3800	98.56%	0.0000	98.56%	98.56%	intentie de delistare
CMF	8.7500	1.6300	86.29%	0.5178	92.20%	92.20%	splitare 10 actiuni noi la 1 veche
PCL	0.8650	1.4400	66.47%	0.0000	66.47%	66.47%	-
MJM	2.7000	4.0600	50.37%	0.0900	53.70%	53.70%	-
PTR	0.1430	0.2150	50.35%	0.0000	50.35%	50.35%	-
VEL	1.2300	1.8300	48.78%	0.0000	48.78%	48.78%	in curs de delistare. Fuziune cu Panificatie Postavarul, Panem.
PEI	112.2000	150.0000	33.69%	4.8763	38.04%	38.04%	-
CMP	1.5000	1.9300	28.67%	0.0000	28.67%	28.67%	-

PPL	34.5000	2.5100	23.68%	0.4500	24.99%	24.99%	majorare valoare nominala de la 8,50 la 17,00 si splitare 1:17 (17 actiuni noi pentru una veche)
ECT	0.1050	0.1200	14.29%	0.0000	14.29%	23.63%	majorare de capital 8,18 actiuni gratuite la 100 detinute
STZ	0.2470	0.2640	6.88%	0.0000	6.88%	22.98%	majorare de capital 1 actiune la 0,1500 lei la 2 detinute
AMO	0.0689	0.0825	19.74%	0.0000	19.74%	19.74%	-
RRC	0.0940	0.1090	15.96%	0.0000	15.96%	15.96%	-
APC	0.4100	0.4620	12.68%	0.0000	12.68%	12.68%	-
ELJ	0.3910	0.4400	12.53%	0.0000	12.53%	12.53%	fuziune cu Electrotehnica, Aparataj Electric Titu si Romarta 2000
ENP	1.8000	2.1400	18.89%	0.0000	18.89%	10.19%	diminuare capital social (92,68 actiuni ramase la 100 detinute) in urma divizarii in Energopetrol, Energopetrol-Com si Energopetrol-Construct
ZIM	2.5000	2.6000	4.00%	0.1082	8.33%	8.33%	-
IMP	0.6300	0.4500	-28.57%	0.0100	-26.98%	5.60%	majorare de capital 15 actiuni la 0,2000 la 100 actiuni detinute; majorare de capital 1 actiune gratuita la 4 detinute simultan cu 1 actiune la 0,1950 lei la 7 detinute
OIL	0.2650	0.2670	0.75%	0.0037	2.15%	2.15%	-
FLA*	2.4200	0.4090	-83.10%	0.0000	-83.10%	1.40%	majorare de capital 5 actiuni gratuite la 1 detinuta. listata in 2005
BRK*	4.0100	2.9100	-27.43%	0.0000	-27.43%	0.06%	majorare capital 37,88 actiuni gratuite la 100 detinute.listata in 2005
ABR	1.6900	1.6900	0.00%	0.0000	0.00%	0.00%	-
UAM	0.6300	0.6300	0.00%	0.0000	0.00%	0.00%	-
UCM	0.9700	0.9700	0.00%	0.0000	0.00%	0.00%	listata dar

							netranzactionata. Diminuare valoare nominala de la 2,50 la 0,10
EXC	0.7200	0.6900	-4.17%	0.0000	-4.17%	-4.17%	-
CBC	6.5000	6.2000	-4.62%	0.0000	-4.62%	-4.62%	-
ARS	4.6000	4.0500	-11.96%	0.3150	-5.11%	-5.11%	-
ASA	0.4500	0.4100	-8.89%	0.0000	-8.89%	-8.89%	-
COS	0.7800	0.7000	-10.26%	0.0000	-10.26%	-10.26%	-
ARM	0.5900	0.5000	-15.25%	0.0063	-14.19%	-14.19%	-
EPT	0.3200	0.2700	-15.63%	0.0000	-15.63%	-15.63%	-
MPN	0.4800	0.4000	-16.67%	0.0000	-16.67%	-16.67%	fuziune cu Moara Loulis si Titan
PTS	0.6350	0.5100	-19.69%	0.0000	-19.69%	-19.69%	delistata in 2005
BRM	3.2000	2.0000	-37.50%	0.1125	-33.98%	-20.86%	majorare capital 21 actiuni gratuite la 100 detinute.
ALT	1.8000	1.3200	-26.67%	0.0213	-25.48%	-22.46%	majorare capital 10 actiuni la 1,000 lei pentru 100 detinute
EFO	0.3950	0.2900	-26.58%	0.0000	-26.58%	-26.58%	-
SNO	6.4500	4.4000	-31.78%	0.1933	-28.79%	-28.79%	-
VNC*	0.1650	0.0950	-42.42%	0.0000	-42.42%	-35.27%	listata in 2005. majorare capital 12,42 actiuni gratuite la 100 detinute
SRT	0.1640	0.0795	-51.52%	0.0000	-51.52%	-41.06%	majorare de capital 21,59 actiuni gratuite la 100 detinute
MEF	4.8500	2.1500	-55.67%	0.0000	-55.67%	-55.67%	-
SOF	0.0310	0.0118	-61.94%	0.0000	-61.94%	-61.94%	-
CRB	0.1330	0.0490	-63.16%	0.0000	-63.16%	-63.16%	-

* Castig raportat la primul pret de inchidere dupa listarea la BVB, nu la pretul din oferta publica.

Numai 8 din cele 45 de societati listate la categoria a II-a a bursei au adus castiguri peste 50% in acest an. Cea mai buna performanta de la aceasta categorie (si, de altfel, cea mai buna de la intreaga bursa) apartine Silcotub Zalau (SLC), care a triplat banii investitorilor in 2005, dar pe fondul unei lichiditati extrem de reduse, cu multe zile fara tranzactii sau cu tranzactii numai pe piata Odd Lot (volume sub 500 de actiuni). Actiunile Silcotub au beneficiat de pe urma redresarii situatiei financiare a societatii, aceasta obtinand profit pentru prima data in ultimii trei ani, profit ce pozitioneaza indicele P/E la valori curente in jur de 7-8.

De altfel, situatiile financiare bune reprezinta explicatia si pentru alte performante bune de la categoria a II-a. Artrom Slatina (ART), cu o performanta de +130,73% in 2005, a

incheiat anul 2004 cu un indice P/E de numai 2,50 ;la acest nivel de subevaluare si cu un profit net la 9 luni in 2005 de 150% din cel pe 2004, actiunile ART se tranzactionau si la sfarsitul lui 2005 la valori ale P/E sub 3. Circumstantele cresterilor bune ale altor actiuni difera: Chimopar (CPR) a crescut pe fondul unei lichiditati extrem de scazute (valoarea medie a tranzactiilor de 3.312 lei/zi) si al transferului unui pachet mai mare de actiuni in decembrie; Sicomed (SCD) a crescut cu 98,56% ca urmare a preluarii pachetului majoritar de catre Zentiva Cehia – unul din cei mai mari reprezentanti ai sectorului farmaceutic din Europa Centrala – si intentia acestuia de delistare a societatii printr-o oferta publica de preluare la un pret mult mai mare decat cel la care se tranzactiona Sicomed la inceputul anului.

Comelf (CMF), cu o performanta de 92,20%, a beneficiat de o splitare care nu s-a regasit integral in pret, precum si de zvonuri privind o potentiala preluare, Rompetrol Well Services (PTR) de rezultate financiare sensibil mai bune decat in trecut, MJ Maillis (MJM) de o crestere a interesului si a cererii de actiuni in prima parte a anului, iar Policolor (PCL) de o volatilitate ridicata si o serie de evolutii conjuncturale.

Mai departe, evolutiile au fost modeste. Dupa cresterile constante din ultimii patru ani, multe din actiuni si-au cam atins limitele in 2005; in plus, atentia jucatorilor a fost concentrata pe actiuni precum SIF sau TLV, care au adus, fara complicatii prea mari, castiguri insemnate ; in aceste conditii urmarirea altor actiuni mai mici nu s-a justificat pentru multi investitori. Consemnam randamentele de sub 30% ale Compa (CMP) si Prodplast (PPL), actiuni alta data aflate pe lista de atentie a multor investitori.

Cea mai dezamagitoare evolutie de la bursa in acest an a fost cea a Impact (IMP). Societatea de constructii bucuresteană, aflata in continua dezvoltare operationala dar trecand printr-o perioada de reducere continua a marjelor de profitabilitate (de la 32% in 2002 la 25% in 2003, 16% in 2004 si numai 11% in 2005), si-a recompensat investitorii cu o performanta de numai 5,60% in 2005 – cea mai mica performanta anuala de la listarea firmei in 1996. O alta dezamagire a fost evolutia actiunilor Rompetrol Rafinare (RRC), care, pe fondul unor anchete legate de conducerea societatii, au evoluat foarte volatil si au incheiat anul cu o performanta pentru investitori de numai 15,96%.

Doua din listarile noi efectuate in urma unor oferte publice initiale, Broker Cluj (BRK) si Flamingo Bucuresti (FLA), au evoluat foarte stabil in piata, cu performante cumulate fata de primul pret de tranzactionare intre 0 si 2%. Fata de pretul din oferta publica, insa, situatia este diferita: datorita unui pricing generos BRK a adus investitorilor in oferta publica un castig in jurul a 160% (este vorba de investitorii care au pastrat actiunile pana la sfarsitul lui 2005), in timp ce pentru FLA, datorita unui pret exagerat de mare in oferta, performanta raportata la acesta a fost de numai 7% cu toata majorarea de capital social din fonduri proprii foarte generoasa (5 actiuni gratuite la 1 detinuta) ; de altfel metoda

majorarilor de capital social din fonduri proprii nu pare sa mai impresioneze investitorii de pe piata.

Nu mai putin de 18 actiuni listate la categoria a II-a au adus pierderi investitorilor. Dintre acestea consemnam performanta negativa a actiunilor Bermas (BRM), aflata in topul cresterilor in alti ani, ale Altur (ALT) si THR Marea Neagra (EFO) – listari din ultimii ani la bursa care nu au confirmat, si Vrancart (VNC) – o alta noua listare in 2005 ce a adus investitorilor un randament negativ de 35,27% in numai 5 luni de tranzactionare; randamentul VNC fata de pretul din oferta publica a fost de -28,80%.

Cele mai mari scaderi la categoria a II-a au fost inregistrate de actiunile Mefin (MEF), Sofert (SOF) si Carbid Fox (CRB) cu -55,67%, -61.94%, respectiv -63,16%.

Anul 2005 a adus cinci listari noi la bursa – Broker Cluj, Flamingo Bucuresti si Vrancart Adjud in urma ofertelor publice initiale de vanzare, si Biofarm Bucuresti si Socep Constanta in urma transferului de la Bursa Electronica Rasdaq. Structura este diversa: Broker, Flamingo si, intr-o anumita masura, Biofarm, prin domeniile de activitate si caracteristicile emitentilor imbogatesc cota bursei si diversifica oferta pentru investitori, in timp ce Vrancart si Socep se alatura marelui grup de societati industriale mai mult sau mai putin anoste de la BVB. Actiunile Petrolsub (PTS) au fost delistate in 2005 datorita netransmiterii raportarilor catre bursa, iar actionarii majoritari ai Sicomed (SCD) si Vel Pitar (VEL) au demarat procedurile pentru delistarea voluntara a respectivelor societati.

Randamentul mediu inregistrat de actiunile listate la bursa, calculat ca medie aritmetica pe baza randamentelor totale din tabelele de mai sus a fost in 2005 de numai 26,22% - un randament destul de modest. Acesta arata o serie de tendinte noi pe piata in 2005, in comparatie cu anii precedenti. Astfel, volatilitatea pe piata a crescut semnificativ, pe masura ce multe din actiuni au ajuns corect evaluate sau chiar supraevaluate de piata (fata de diverse nivele de subevaluare in anii precedenti), tendinta ce a indus nervozitate multor investitori de pe piata.

Volatilitatea calculata ca abatere medie patratica a rentabilitatilor zilnice ale indicelui BET in 2005 a inregistrat 1,99% - o valoare de aproape doua ori mai mare decat cea din 2004 (1,10%) si cea mai mare valoare anuala din ultimii cinci ani. De altfel, acest lucru putea fi sesizat si in mod empiric, analizand numai scaderea indicelui BET de aproape 30% din primavara.

Mai departe, cresterile pe piata au inceput sa devina mai selective – nu mai cresc toate actiunile simultan ca in anii trecuti. Numai 31 din cele 65 de actiuni listate, adica mai putin de jumatate, au adus castiguri totale peste rata inflatiei in 2005. Situatiile in anii precedenti arata cu totul altfel : in 2004 89% din actiunile listate au adus castiguri peste

rata inflatiei, in timp ce 61% din actiunile listate au adus castiguri peste rata inflatiei in 2003. In 2005 aceasta noua tendinta este vizibila si prin diferenta mare intre performantele indicilor BET (+50,90%), BET-C (+38,22%) si BET-FI (+175,24%), diferenta mult mai mare decat in alti ani (pentru referinta, in 2004 variatiile celor trei indici au fost +100,96%, +103,50%, respectiv +115,48% - valori destul de apropiate). A inceput sa conteze din ce in ce mai mult analiza, impreuna cu studiul rezultatelor financiare, performantelor si caracteristicilor fiecarui emitent in parte.

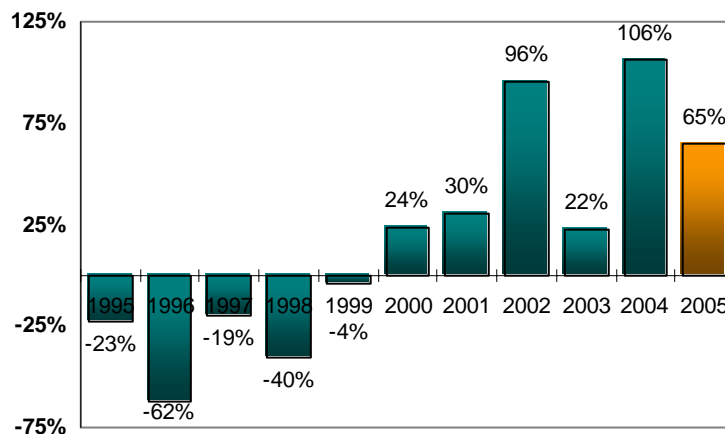
Am calculat si pentru 2005 Indicele TRX. Acesta este un indice de tipul Total Return, calculat anual de Intercapital Invest. Indicele exprima randamentul mediu al actiunilor listate la bursa, luand in calcul pe langa cresterile de pret si dividendele si majorarile de capital social (spre deosebire de indicele BET care ia in calcul numai cresterile de pret). Indicele ia in calcul toate actiunile listate la bursa in cursul anului, fiecare actiune fiind ponderata cu capitalizarea la sfarsit de an. Ponderea maxima a unei actiuni in indice este limitata la 10%, randamentul fiecarei actiuni este ajustat cu perioada de listare pentru actiunile listate/delistate in cursul anului, iar indicele este ajustat cu rata inflatiei. Calculele si valoarea TRX pentru 2005 sunt prezentate mai jos :

2005

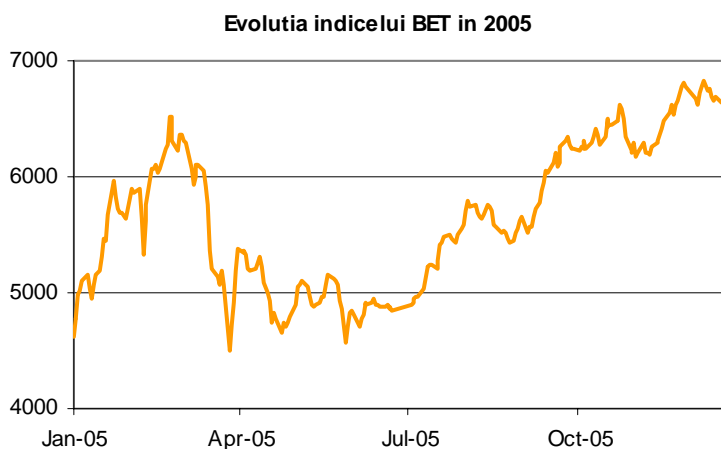
TRX: **+64,70%**

Castig actiuni BVB din diferenta de pret:	+62,91%	Indicatori BVB	ROL	EUR
Ajustat cu castig din dividende	+65,48%	BET	+50,90%	+59,57%
Ajustat cu castig din dividende&majorari	+78,68%	BET-C	+38,22%	+46,16%
Ajustat cu numar luni tranzactionare	+78,86%	BET-FI	+175,24%	+191,06%
Rata inflatiei	8,60%	Total Tranzactii	7810 mil	2152 mil
TRX Ajustat cu rata inflatiei	+64,70%	Numar societati tranzactionate		65
		Numar societati de intermediere		70
Castig maxim din pret	SLC +217,46%	Pierdere Maxima	CRB	-63,16%
Castig max din pret,majorari,divid	SLC +217,46%	Cea mai mare pondere (capit)	SNP	47,68%
Evolutie generala a bursei: Bursa de valori a marcat un nou an foarte bun, dar cu o serie de tendinte noi: volatilitate mai ridicata pe piata si cresteri mai selective. 2005 poate fi considerat anul SIF-urilor, datorita cresterilor spectaculoase ale actiunilor celor cinci societati de investitii financiare.				

Randamentele anuale ale indicelui, de la momentul reinfintarii BVB in 1995 pana in 2005 sunt prezentate in continuare :



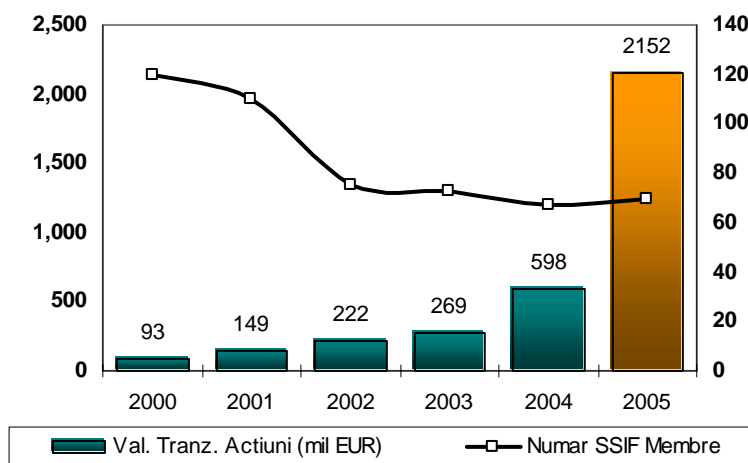
Si ceilalti parametri ai BVB au evoluat foarte bine. Dupa cum am vazut, cresterile indicilor oficiali ai BVB, desi mai reduse decat in ultimii ani, au fost totusi foarte bune : +50,90% pentru BET, +38,22% pentru BET-C si +175,24% pentru BET-FI. Evolutia actinilor pe parcursul anului, inasa, nu i-a scutit de emotii pe investitori. Anul 2005 a inceput in forta, continuand trendul puternic ascendent lansat in noiembrie 2004 ; in primele doua luni ale anului indicele BET a castigat 42,64%, inasa euforia a fost de scurta durata : indicele a scazut la fel de brusc, atingand pe la sfarsitul lui martie valori chiar mai mici decat cele de la inceputul anului. Trimestrul II a insemnat o perioada mai agitata pentru indice, inasa incepand cu luna iunie trendul ascendent a revenit, indicele castigand 35,72% in ultimele 6 luni ale anului si incheind 2005 cu un randament pozitiv de 50,90% :



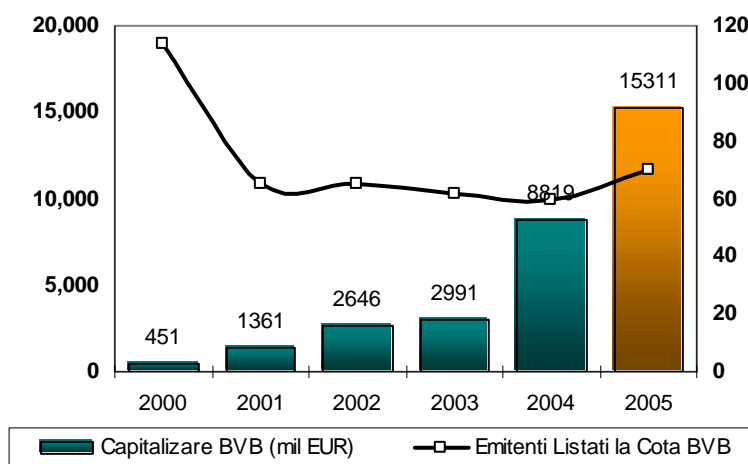
Fata de variatia inregistrata in 2005 indicele BET arata ca bursa a adus, in medie, performante de pana la 10 ori mai mari decat dobanzile bancare curente la depozite; daca ne raportam la indicele TRX, calculat mai sus, performantele bursei sunt si mai interesante.

BVB a lansat in 2005, impreuna cu Bursa de Valori de la Viena, inca un indice – ROTX. Variatia acestuia din luna martie 2005 (momentul lansarii) pana la sfarsitul anului a fost de -0,32%.

Valoarea tranzactiilor cu actiuni la BVB a inregistrat un salt important in 2005 : 2,15 mld EUR (7,81 mld RON) fata de numai 0,60 miliarde EUR in 2004 si 0,27 miliarde EUR in 2003. Valoarea medie zilnica a tranzactiilor a fost de 8,7 mil EUR, fata de 2,36 mil EUR in 2004 si 1,11 mil EUR in 2003 :



O evolutie ascendenta a fost inregistrata si la nivelul capitalizarii bursiere : 15,31 miliarde EUR (56,07 miliarde RON) in 2005 fata de 8,82 miliarde EUR in 2004 si 2,99 miliarde EUR in 2003 :



Capitalizarea a ajuns la o pondere in jurul a 20% din PIB-ul Romaniei. Performantele sunt cu atat mai spectaculoase cu cat sporul de capitalizare adus de actiunile nou listate (166 mil EUR) este neglijabil. Cresterea capitalizarii a fost determinata in cea mai mare masura de cresterea valorii de piata a actiunilor prezente deja la cota bursei.

De altfel, cresterile de pret reprezinta o tendinta care trebuie luata serios in calcul pentru viitor. Indicele P/E mediu la BVB a ajuns la 15,78 la sfarsitul lui 2005 (calculat ca medie aritmetica cu profiturile pe trim IV 2004 si primele trei trimestre pe 2005 ; numai pentru actiunile cu profit ; au fost eliminate valorile aberante peste 50). Tinand cont de baza de emitenti preponderent industrială a BVB, valoarea nu este chiar scazuta. Indicele P/E mediu pentru categoria I este mai ridicat, la 19,29, iar indicele P/B mediu pentru categoria I era de 2,11 la sfarsitul anului.

Castigurile din dividende s-au redus in continuare in 2005. Sporul de performanta pentru investitori adus de dividendele platite in 2005 a fost de numai 2,57%, fata de 16% in 2004. 21 din societatile listate au acordat dividende in 2004 (platite in 2005), fata de 25 in 2003 (platite in 2004) si 27 in 2002 (platite in 2003). Cele mai mari castiguri din dividende s-au obtinut de pe urma actiunilor Turbomecanica (TBM), SIF Muntenia (SIF4), Aerostar (ARS), SIF Moldova (SIF2), SIF Oltenia (SIF5), Alro (ALR) – randamentele din dividende pentru toate acestea situandu-se insa intre 6,0% si 8,8%. Pentru comparatie, in 2004 zece actiuni au asigurat un randament din dividende de peste 10%. Scaderea randamentului din dividende din ultimii ani este o alta consecinta a cresterii generalizate a preturilor actiunilor (pe langa conditii specifice legate de conjunctura fiecarui emitent si rezultatele financiare ale acestuia).

Nici majorarile de capital nu mai aduc performante foarte ridicate. Numai 14 emitenti au derulat majorari de capital social din fonduri proprii sau cu numerar la preturi sub pretul actiunilor in piata. Pe media BVB, sporul de randament pentru investitori din majorarile de capital a fost de 13,2% in 2005.

Anul 2005 a fost unul destul de bogat in evenimente pe piata. Cel mai important eveniment l-a constituit fuziunea Bursei de Valori Bucuresti cu Bursa Electronica Rasdaq. Piata nou-creata, care va pastra numele si infrastructura tehnica a Bursei de Valori, va prezenta investitorilor locali si straini o oferta integrata, mai eficienta din punct de vedere al procedurilor si costurilor, si mai vizibila in context regional. Fuziunea reprezinta unul din evenimentele majore ale pietei de capital de la reînfiintarea institutiilor acesteia in 1995. Procedurile juridice si tehnice ale fuziunii, care a fost deja aprobata de adunarile generale ale celor doua societati, se vor finaliza in prima parte a lui 2006.

Fuziunea BVB-BER este doar o etapa in procesul de consolidare institutionala a pietei de capital demarat in 2005. Tot in acest an bursa a fost demutualizata, transformandu-se in societate pe actiuni, iar actiunile sale au fost distribuite cu titlu gratuit societatilor de servicii de investitii financiare membre. In 2005 a inceput procesul de constituire a depozitarului central, institutie ce va prelua atributiile SNCDD, departamentului de decontare al BVB si registrelor. Un eveniment legat de acest sector este fuziunea celor mai mari registre independente din Romania – Regisco si Registrul Roman al

Actionarilor. In fine, tot in 2005 a fost constituit Fondul de Compensare a Investitorilor, ce va acoperi eventualele pierderi ale acestora in urma unui faliment al unei societati de intermediere si a imposibilitatii acesteia de a returna numerarul sau valorile mobiliare catre investitori.

Sa amintim si faptul ca in 2005 Bursa de Valori a sarbatorit 10 ani de la redeschiderea sa in 1995, perioada in care la BVB s-au incheiat 5,3 milioane de tranzactii cu o valoare totala de 4,7 miliarde USD si 44,8 miliarde de actiuni. Consideram ca mai important decat aceste cifre, care pot parea mari in comparatie cu multe piete din regiune, dar modeste raportate la altele, este faptul ca bursa a reusit in numai zece ani sa se impuna drept o institutie moderna, credibila si eficienta, pregatita pentru a ataca o pozitie fruntasa in ierarhia burselor din regiune. Performanta este cu atat mai importanta cu cat a fost realizata pe fondul unui dezineteres total din partea autoritatilor statului pentru piata de capital, si al unei activitati a autoritatii de reglementare, CNVM, de multe ori sub asteptari.

In 2005 pe piata s-au derulat si o serie de oferte publice initiale de vanzare de actiuni (desi nu atat de multe pe cat ne-am fi dorit) ; este vorba de ofertele Vrancart Adjud si Flamingo Bucuresti, oferte ce s-au incheiat cu succes. La Flamingo s-au scris 63.066.802 actiuni in 1.003 ordine, fata de 19.550.000 actiuni oferite si alocate (pretul de vanzare a fost stabilit la 2,3 lei/actiune). La Vrancart s-au scris 150.243.996 actiuni fata de 116.500.000 oferite si alocate. Pretul de vanzare a fost de 0,15 lei. In 2005 s-a derulat si o oferta publica initiala pentru societatea Apa Staretului, oferta ce nu s-a incheiat cu succes.

La capitolul obligatiuni corporative, in 2005 au fost lansate emisiunile publice Hexol Lubricants, Banca Transilvania, Herastrau Imobiliare Investitii, Avicola Bucuresti si International Leasing C2003. Emisiunile Hexol (13.014 obligatiuni subscrise din 15.000 oferite, valoare totala de 1,3 mil RON), Banca Transilvania (2.410 obligatiuni subscrise din 2.500 oferite, valoare toala 24,1 mil USD) si International Leasing (48.000 obligatiuni oferite in valoare totala de 4,8 mil RON, suprasubscrise de peste trei ori) s-au incheiat cu succes. Emisiunea Avicola Bucuresti este inca in derulare si se va incheia in februarie 2006, iar emisiunea Herastrau Imobiliare Investitii nu s-a incheiat cu succes si a fost anulata.

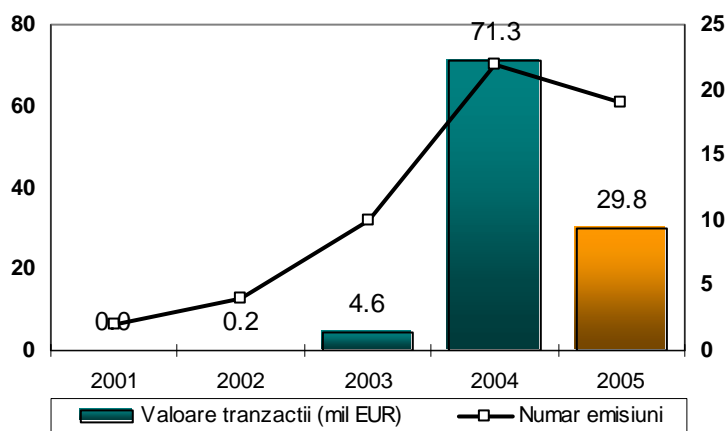
In 2005 s-au tranzactionat, in premiera, doua emisiuni de drepturi de preferinta la bursa: o emisiune a Impact tranzactionata in ianuarie si una a Petrom tranzactionata in decembrie. Alte evenimente inregistrate in 2005 au fost : majorarea limitei de detinere in capitalul SIF, denominarea monedei nationale – ce a afectat si pietele de tranzactionare prin exprimarea preturilor si a indicatorilor in lei noi incepand cu luna iulie, introducerea calendarului de comunicare financiara pentru emitentii listati la BVB, extinderea utilizarii

sistemului de tranzactionare Arena pentru actiuni si lansarea indicelui ROTX impreuna cu bursa de la Viena.

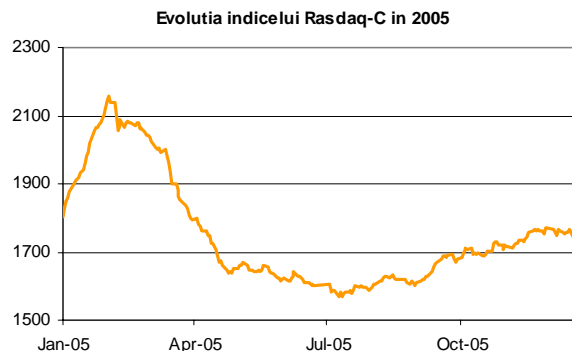
Prin sistemele de tranzactionare ale bursei se tranzactioneaza si actiunile a 43 de societati pe piata valorilor mobiliare necotate tranzactionate prin sistemele BVB. Nu vom intra in detalii legate de acestea, intrucat aceste actiuni au ajuns pe aceasta piata ca urmare a unor evenimente sau performante negative, si nu indeplinesc aceleasi criterii de performanta sau transparenta precum societatile listate la bursa.

Prin sistemele BVB se tranzactionau la sfarsitul anului si 15 emisiuni de obligatiuni municipale si 6 emisiuni de obligatiuni corporative (BRD la cota bursei si BCR Leasing, Finansbank, Hexol Lubricants, Raiffeisen Bank si TBI Leasing pe piata valorilor mobiliare necotate). Rata medie a dobanzilor la obligatiunile municipale era la sfarsitul lui 2005 de 8,05%/an (fata de 18,68%/an la sfarsitul lui 2004) iar la obligatiunile corporative in lei de 6,89%/an (fata de 18,72%/an la sfarsitul lui 2004).

Valoarea tranzactiilor cu obligatiuni a scazut la 29,78 mil EUR in 2005, fata de 71,27 mil EUR in 2004 :

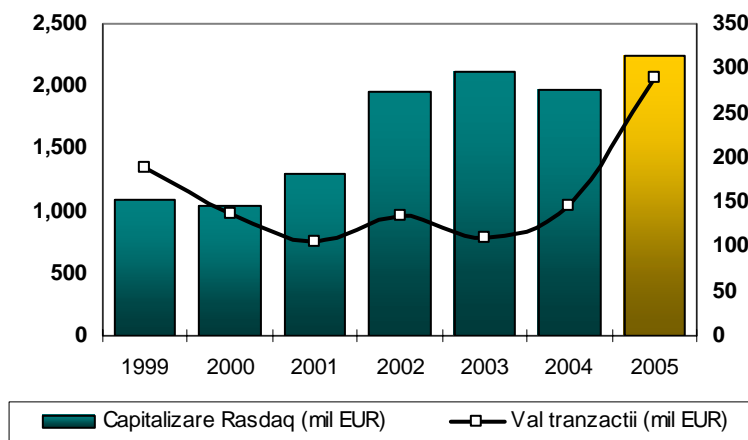


Ce s-a intamplat pe Rasdaq ? La ora elaborarii acestui material putem deja vorbi de piata Rasdaq din cadrul Bursei de Valori Bucuresti si nu de Bursa Electronica Rasdaq, tinand cont de fuziunea celor doua piete. Indicele Rasdaq-C al pietei Rasdaq a avut o evolutie prea putin remarcabila in 2005, inregistrand o scadere de 1,13% - motiv pentru care nici nu vom insista prea mult asupra Rasdaq. Rasdaq-C a evoluat similar cu BET in prima parte a anului : crestere in primele doua luni (+15,32%), urmata de o scadere, dar mai abrupta decat cea a indicelui BET si care s-a prelungit pana prin iulie (-23,43%). Din acel moment indicele a intrat pe trend crescator, insa a castigat numai 12% pana la sfarsitul anului si nu a mai recuperat scaderea din primavara :



Ceilalti doi indici ai pietei au incheiat anul 2005 cu performante foarte diferite, un semn clar al caracterului eterogen al pietei. Indicele RAQ-I calculat pentru categoria I a Rasdaq a incheiat anul cu o scadere de 20,96%, iar indicele RAQ-II calculat pentru categoria a II-a cu o crestere de 64,36%.

Capitalizarea pietei nu a cunoscut modificari semnificative, piata incheind anul cu o valoare a capitalizarii de 2,24 miliarde EUR (8,21 miliarde RON), adica de vreo sapte ori mai putin decat capitalizarea BVB. Valoarea tranzactiilor in schimb aproape s-a dublat in 2005, apropiindu-se de 300 mil EUR (din nou, o valoare de vreo sapte ori mai mica decat la BVB) :



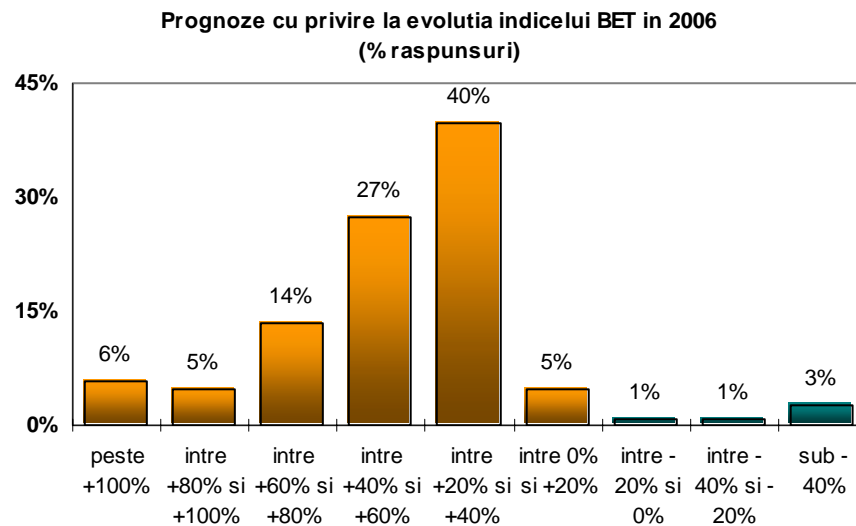
*ianuarie-iunie 2004

Piata de capital trece printr-un amplu program de reorganizare. Structura din ultimii zece ani caracterizata printr-o piata pentru actiunile de elita (Bursa de Valori) si o piata over-the-counter pentru restul celor cateva mii de actiuni transformate in societati deschise prin programul de privatizare in masa (Rasdaq) se va schimba. Toate segmentele de piata pentru actiuni tranzactionate vor fi gestionate de bursa de valori, ca unic operator de piata. BVB va cuprinde doua pietee principale – piata reglementata, pe care se vor

regasi in continuare actiunile de elita, si sistemul alternativ de tranzactionare, pe care se vor tranzactiona restul actiunilor listate (o buna parte din actiunile listate acum pe Rasdaq si care inregistreaza doar tranzactii sporadice va fi delistata). Piata reglementata, la randul sau, va avea doua sectiuni : o piata la vedere (spot) pentru actiuni si obligatiuni si o piata la termen pentru derivate. Piata la vedere va cuprinde sase sectoare : sectoarele A si B (actiuni si obligatiuni) ce inlocuiesc actualele categorii I si II ale BVB, sectorul C pentru actiuni din domenii high-tech, sectorul D pentru unitati de fond, sectorul E pentru obligatiuni emise de autoritatile publice si sectorul F international.

Nu mai insistam asupra evolutiilor inregistrate pe Rasdaq, tinand cont de interesul in scadere pentru aceasta piata in ultimii ani si asteptam reorganizarea pietei pentru a depista tendinte si oportunitati noi.

In continuare vom trece in revista o serie de estimari si asteptari pentru 2006. Mai intai, sondajul nostru traditional legat de asteptarile utilizatorilor kmarket.ro cu privire la performanta indicelui BET in anul urmator. Rezultatele acestuia sunt urmatoarele :



Nu mai puțin de 95,80% din respondenti mizeaza pe o crestere a bursei in 2006, inasa asteptarile sunt mai moderate decat in urma cu un an. Cel mai mare numar de raspunsuri indica o crestere asteptata a BET in 2006 intre 20% si 40%. Aceste asteptari merita luate in seama : sondajul similar derulat in 2004 pentru 2005 a indicat drept cea mai puternica optiune o crestere a BET in 2005 intre 30% si 60%, ceea ce s-a si intamplat: indicele BET a crescut in 2005 cu 51%.

Ne alaturam si noi opiniei respondentilor si consideram ca indicele BET poate creste cu un procent in jurul a 30% in 2006, in lipsa altor emitente noi sau altor modificari pe piata. De asemenea, estimam, in aceleasi conditii si pe baza aceleiasi structuri de emitenti ca

la sfarsitul lui 2005, o crestere a lichiditatii pe piata in 2006 cu un procent de cel putin 50% fata de anul care tocmai s-a incheiat.

Care sunt actiunile de urmarit in 2006 ? Desigur, ne vom referi numai la actiuni listate la actuala BVB. Sectorul petrolier a adus performante modeste in 2005. Cu toate acestea, atat Rompetrol (RRC) cat si Petrom (SNP) au inregistrat rezultate financiare foarte bune in 2005, dupa mai multi ani cu pierderi si/sau rezultate slabe. Astfel, daca 2005 a fost anul SIF-urilor, 2006 ar putea fi anul societatilor petroliere la bursa, daca rezultatele bune ale acestora continua (iar perspectivele arata in aceasta directie) iar scandalurile legate de Rompetrol se atenuaza. In plus, lichiditatea ridicata, pozitia in economie si profilul activitatii fac cele doua actiuni atractive pentru investitorii de talie mare, in special straini. In orice caz, actiunile SNP si RRC merita urmarite in 2006 .

Mai departe, exista in continuare actiuni listate la BVB care nu si-au atins inca intregul potential de crestere, cu toate performantele bune din 2005. Calculat cu profitul pe perioada Trim IV 2004 – Trim III 2005, indicele P/E mediu al SIF-urilor la sfarsitul lui 2005 era de 18,70. Acesta arata valori curente rezonabile pentru preturile actiunilor SIF, inasa, daca luam in calcul cresterea profitabilitatii in 2006 (cresterea medie a profiturilor anuale ale SIF-urilor in ultimii patru ani a fost in jur de 40%), atunci actiunile pot parea din nou ieftine. Oricum, rezerva de profitabilitate a SIF-urilor este in continuare foarte mare, iar aceasta se va transforma in crestere a marjelor de profit pe masura ce eficienta administrarii activelor creste, iar portofoliile se restructureaza (toate acestea fara sa mai vorbim de subevaluarea prin prisma P/B determinata de perspectiva listarii actiunilor BCR). In acest context interesul pentru actiunile SIF, si asa destul de ridicat, se poate mentine in continuare crescut si in 2006, generand cresteri de pret.

Aceiasi concluzie este valabila si pentru BRD. Cu un P/E de 17,03 la sfarsit de an, preturile par rezonabile in prezent ; inasa si la BRD profiturile au crescut anual, in medie, cu vreo 30% in ultimii patru ani. In plus, la fel ca si pentru celelalte actiuni recomandate mai sus, BRD poate fi o tinta favorita pentru investitorii de portofoliu de talie mare, romani sau straini.

Mai departe, actiunile Broker (BRK) ar putea avea o evolutie foarte buna in 2006. Cu un indice P/E sub 10, o rata a profitabilitatii de peste 50% si o structura de venituri bazata in mare parte pe investitii pe piata de capital, actiunile singurei societati de brokeraj listate ar trebui sa confirme in 2006. Impact (IMP) si Flamingo (FLA) sunt alti doi emitenti interesanti, dar care nu au confirmat in 2005 ; poate in 2006, daca rezultatele financiare se imbunatatesc, actiunile celor doua firme devin interesante pentru investitori.

Desigur, orice alte operatiuni noi pe piata merita investigate : oferte publice initiale de vanzare, listari noi, instrumente noi ; nu toate vor fi interesante, dar unele ar putea

prezenta interes daca sunt analizate si utilizate cu atentie. Pentru anul 2006 se anunta listari noi importante : Fondul Proprietatea (listarea acestuia ar putea fi cel mai mare eveniment de pe piata de capital de la infiintarea institutiilor acesteia dupa 1990), companii de utilitati, companii private dinamice. Ramane de vazut cate din acestea vor ajunge efectiv pe piata in 2006.

Ca o concluzie, consideram ca exista conditii pentru un an 2006 bun pentru investitorii pe piata de capital. Ne asteptam la cresteri de pret moderate pentru unele din actiunile solide listate la bursa, ne asteptam la surprize in randul unora din actiunile din esalonul 2 al BVB sau de pe actualul Rasdaq, si ne asteptam la cel putin cateva evenimente interesante legate de oferte publice initiale, listari noi sau instrumente noi pe piata. Atragem din nou atentia, ca de fiecare data in ultimii cativa ani, asupra necesitatii « imbogatirii » pietei cu resurse noi : emitenti, investitori si instrumente noi. In lipsa unui aport semnificativ din partea acestora, 2006 ar putea fi ultimul an bun pentru piata. La acest moment consideram, insa, ca procesul de crestere, dezvoltare si imbogatire a pietei inceput mai timid in ultimii ani, va continua si se va extinde in 2006 ; deci, deocamdata ramanem optimisti si pentru termen mediu.

Razvan Pasol,

Ianuarie 2006

www.kmarket.ro / SSIF Intercapital Invest