

ANUL SIF-URILOR LA BVB?

Generând 40% din lichiditatea BVB, SIF-urile își mențin de ani buni statutul de emitenți preferați de investitorii străini. SIF-urile continuă să se tranzacționeze la discount-uri substanțiale raportat la valoarea reală a activelor lor unitare, iar o majorare a pragului de deținere la 5% ar putea forța o recunoaștere mai rapidă a valorii activelor lor la BVB.

► Aurelian Dobre

Anul 2010, deși va fi probabil cel mai greu pentru SIF-uri de la listarea la BVB, ar putea fi unul foarte bun pentru evoluția cotațiilor acestor fonduri închise de investiții. Pentru aceasta însă ar trebui să fie îndeplinite cumulativ câteva condiții: 1) piețele mature să nu înregistreze o corecție substanțială, așa cum există încă temeri în condițiile incertitudinii ridicate în ceea ce privește evoluția în perioada următoare a economiilor celor mai dezvoltate; 2) percepția investitorilor străini față de riscul de țară al României să nu se deterioreze (atitudinea față de România va fi strâns legată de capacitatea Executivului de a realiza reforma cheltuielilor publice și de a administra acordul cu FMI în parametri conveniți); 3) sectorul bancar în România să absoarbă nivelul ridicat al provizioanelor ce sunt așteptate și în 2010 (la dimensiuni comparabile cu 2009), în condițiile în care condițiile economice vor fi dificile, iar rata șomajului va continua să se deterioreze. În ceea ce privește alternativele de investiții la BVB, SIF-urile se detașează față de alte

companii datorită existenței unei „rezerve” de subevaluare certe. SIF-urile au în plus avantajul faptului că reprezintă între cele mai importante titluri din punctul de vedere al lichidității. Nu întâmplător, peste 20% din capitalul social al SIF-urilor este în prezent controlat de investitorii străini, majoritatea instituțională.

Potrivit analiștilor, în cazul SIF-urilor se poate vorbi de o subevaluare certă a activelor lor prin prisma prețurilor la care acțiunile societăților de investiții financiare se tranzacționează în prezent. Un raport recent al Erste Group Research este relevant pentru a scoate în evidență potențialul de creștere al acțiunilor SIF la BVB. Potrivit acestei analize, atât timp cât capitalizarea BRD este de două ori mai mare decât capitalizarea cumulată a celor cinci SIF-uri, achiziționarea de acțiuni SIF este foarte puternic susținută de argumente fundamentale. Dacă s-ar lua în considerare numai cash-ul și participațiile la BCR și BRD (considerând valoarea celor două bănci egală pentru simplitatea calculului), atunci raportul dintre BRD și SIF-uri ar trebui să

coboare la 1,6. Cu alte cuvinte, un astfel de raport sugerează o valoare minimă la care titlurile SIF ar trebui să urce față de cotațiile actuale, pentru ca să se poată vorbi de o recunoaștere cât de cât rezonabilă a valorii reale a titlurilor SIF. Potrivit calculelor Erste, la valorile juste ale acțiunilor SIF, ar însemna să se ajungă la o valoare cumulată a SIF-urilor măcar egală cu BRD, chiar și în condițiile utilizării unei metodologii conservatoare de analiză. Cum în prezent raportul dintre capitalizarea BRD și a celor cinci SIF-uri este de 2,6, reiese clar că este suficient spațiu de manevră pentru ca respectiva anomalie a pieței bursei de la București să se mai „ajusteze”, ajutată în primul trimestru din acest an și de o majorare a pragului de deținere la 5%. De remarcat că raportul maxim dintre capitalizarea BRD și a celor cinci SIF-uri a fost de 3,8 (februarie 2003), în timp ce valoarea minimă a fost de 1,4 (ianuarie 2006). Potrivit calculelor, cel mai ridicat potențial de apreciere l-ar avea acțiunile SIF Muntenia (SIF4), care de altfel au recuperat într-o mult prea mică măsură comparativ cu

Tabel 1. Indicatori de bază și potențialul de creștere al titlurilor SIF

Indicator (RON)	SIF1 Banat Crișana	SIF2 Moldova	SIF3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia
Activ net pe acțiune (valoare oficială)	2.8087	2.2684	1.4905	1.8310	2.8327
Valoare justă activ net pe acțiune*	3.5880	3.4025	2.0990	2.4842	3.8195
Valoare ajustată activ net pe acțiune**	1.9304	1.8306	1.1293	1.3365	2.0549
Preț acțiune (RON)	1.3200	1.3300	0.8150	0.8250	1.5300
Potențial de apreciere raportat la valoarea ajustată activ net pe acțiune	46.2%	37.6%	38.6%	62.0%	34.3%

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

Nota *): Valoarea justă a rezultat în urma aplicării metodologiei de evaluare Erste

Nota **): Valoarea ajustată a fost obținută prin aplicarea unui discount la valoarea justă, astfel încât raportul dintre capitalizarea BRD și cele cinci SIF-uri să ajungă la 1,6

Tabel 2. Structura activelor SIF-urilor la valoarea justă (milioane euro)

Nr cat	Categorie active	SIF1 Banat Crișana	SIF2 Moldova	SIF3 Transilvania	SIF4 Muntenia	SIF5 Oltenia
1	Lichidități și instrumente monetare (depozite bancare, titluri de stat)	31.8	33.4	23.8	20.8	47.1
2	Fonduri mutuale (OPCVM, AOPC)	0.1	2.8	0.0	4.7	0.7
3	Obligațiuni municipale și corporatiste	0.7	0.4	0.8	13.6	0.0
4	Participații minoritare în bănci	326.3	323.1	314.8	316.4	355.8
4.1	BRD Groupe Societe Generale	97.6	99.5	105.4	110.6	115.6
4.2	BCR (nelistată)	205.8	205.8	205.8	205.8	209.8
4.3	Banca Transilvania	21.8	16.3	2.8	0.0	21.8
5	Proprietăți imobiliare	57.2	21.4	156.9	70.8	42.3
5.1	Industria hotelieră	6.2	0.0	102.2	5.3	9.7
5.2	Terenuri	21.9	15.5	25.8	23.6	3.3
5.3	Spații comerciale, industriale și de birouri	29.1	5.9	28.8	41.9	29.4
6	Alte participații importante	60.1	34.9	45.9	63.0	90.9
7	Pachete de acțiuni rămase	10.5	8.7	15.6	16.5	7.6
7.1	Listate	4.9	5.1	11.9	10.0	4.8
7.2	Nelistate	5.6	3.6	3.7	6.5	2.8
Total active		486.7	424.7	557.8	505.7	544.5
Total datorii		18.1	4.4	12.4	28.7	17.3
Valoarea justă a Activelor Nete (NAV)		468.6	420.2	545.4	477.0	527.2

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

celelalte SIF-uri, după cotațiile minime atinse la bursă în februarie anul trecut. O concluzie secundară ar fi că investitorii interesați să investească pe bursa de la București în special în titluri bancare vor avea șanse mult mai mari să obțină randamente bune de pe urma unei investiții în titluri SIF (care oferă expunere indirectă la sectorul bancar) decât în titluri BRD sau Banca Transilvania, tocmai datorită acestei „rezerve” de subevaluare care există în cazul SIF-urilor. În baza acestui raționament, chiar dacă performanțele indicilor BET și BET FI vor rămâne sincronizate, în mod evident, pe termen mediu și lung vor exista șanse pentru câștiguri de capital superioare, din investițiile în titluri emise de societățile de investiții financiare, comparativ cu alte societăți importante de la bursă.

STRUCTURA PORTOFOLIILOR SIF-URILOR

SIF-urile sunt vehicule de investiții în bănci (pondere între 55% și 80% din valoarea justă a activelor), dar dețin și proprietăți imobiliare valoroase, inclusiv în industria hotelieră (între 5% și 30%), care sunt relativ puțin cunoscute de investitori. În plus,

fiecare SIF are și o colecție de participații importante, reprezentative în alte sectoare (în special industrie).

Faptul că substanța SIF-urilor este generată de deținerile minoritare în BRD și BCR nu mai este o noutate. Diferența între valoarea acestor dețineri și orice altă participație a SIF-urilor este foarte mare și, practic, viitorul acestor societăți va fi strâns legat de cum îi va merge sectorului bancar din România. De aceea este foarte puțin probabil că SIF-urile își vor asuma pe termen mediu o decizie de management atât de importantă precum aceea de a-și vinde participațiile la bănci. Pentru aceasta ar trebui să aibă o strategie de orientare pe alte sectoare și societăți, și nu este cazul.

BĂNCILE VOR RĂMÂNE ESENȚA SIF-URILOR

BCR este considerată cea mai valoroasă deținere, ce ocupă o pondere între 35% și 50% din activele totale ale SIF-urilor calculate la valorile lor reale, potrivit metodologiei Erste Group Research. BCR a fost evaluată în baza ofertei făcute de Erste Group salariaților BCR la sfârșitul anului 2006, prin care 4,8% din acțiunile

BCR au fost schimbate în acțiuni Erste Group la o paritate de 6 acțiuni BCR pentru o acțiune Erste. Dependenta SIF-urilor de participațiile la bănci este una critică și nu se va diminua, ținând seama că, de acum înainte, cu lichiditățile de care vor dispune, societăților de investiții financiare le va fi foarte greu să poată construi alte sectoare reprezentative în portofoliu. SIF Moldova este cea mai dependentă societate de investiții de participațiile la bănci, deoarece are un număr mai mic de participații de referință în alte sectoare comparativ cu celelalte patru fonduri închise de investiții. Dintre toate SIF-urile, SIF Transilvania este singurul care, prin deținerile în turism, și-a construit un alt sector strategic pe lângă cel bancar. Această societate de investiții are un portofoliu de societăți interesante, în care a investit 35 de milioane de euro în ultimii cinci ani și care, cu câteva excepții notabile, operează cu marje de profitabilitate atractive. Oportunitățile de afaceri ale acestor societăți (în special ale celor ce operează în stațiuni balneo) fac din sectorul turismului unul reprezentativ ca potențial de exit și venituri din dividende pentru SIF Transilvania pe termen lung.

PROPRIETĂȚILE IMOBILIARE SUNT „ASCUNSE” ÎN PORTOFOLII

Una dintre principalele observații ale raportului Erste Group constă în faptul că SIF-urile dețin portofolii interesante de proprietăți imobiliare, care sunt însă puțin vizibile în raportările financiare ale societăților de investiții. În categoria proprietăților imobiliare au fost incluse spațiile comerciale (retail), spațiile de producție, clădirile de birouri și terenurile. Instrumentul de evaluare utilizat în raportul Erste pentru a aprecia valoarea spațiilor comerciale a constat în veniturile din chirii obținute în 2008, la care s-au aplicat corecții substanțiale ținând seama de dinamica descendentă a chiriilor în 2009. De asemenea, în calculul valorii proprietăților s-a lucrat cu randamente de minimum 10% în euro, în conformitate cu percepțiile actuale asupra riscului, care îi fac pe investitori să solicite randamente mai mari pentru a achiziționa o proprietate imobiliară.

Toate SIF-urile au valori certe pe acest segment de participații. SIF Banat Crișana atrage atenția printr-un stoc de spații comerciale, industriale și de birouri de 130.000 mp și respectiv prin 364.000 mp de terenuri deținute de societăți controlate de societatea de investiții în orașe din vestul țării. Această societate de investiții are un plan concret de modernizare a activelor imobiliare deținute, astfel încât clădirile închiriate să devină o sursă importantă de dividende pentru SIF Banat Crișana. În ceea ce privește terenurile, acestea sunt o sursă de venituri și de intrări de numerar ce se poate dovedi foarte importantă pe termen lung. Și SIF Transilvania stă bine la capitolul spații de birouri în special. Cele mai valoroase participații sunt deținute de SIF Muntenia și sunt în special reprezentate de deținerile minoritare în magazinul Cocor și Unirea, dar și de alte spații de birouri, industriale și comerciale în capitală. Principalul inconvenient este că, în afară de clădirea unde își are sediul, SIF Muntenia este acționar minoritar în aceste societăți și nu poate impune o politică de dividende. SIF Oltenia, ca și SIF Banat Crișana și SIF Transilvania sunt acționari majoritari în astfel de societăți și pot impune o politică de dezvoltare și o strategie de exit sau de consolidare în vederea măririi capacității de generare a veniturilor din dividende de către aceste societăți. În privința terenurilor se

remarcă câteva active importante în cazul unor societăți din portofoliile lor: SIF Moldova (București și Piatra Neamț), SIF Transilvania (100.000 mp în centrul istoric al Sibiului), SIF Muntenia (50.000 mp în Timpuri Noi, 20.000 mp la Romaero Băneasa, care ar putea deveni disponibile spre vânzare).

Pe lângă participațiile la bănci și în imobiliare, fiecare SIF are și alte câteva dețineri importante, în special în industrie. Din punctul de vedere al valorii acestor dețineri se remarcă SIF Oltenia, cu mai multe participații minoritare și de control la societăți listate importante, care au fost construite în timp prin achiziții sistematice la bursă. Și SIF Banat Crișana are un număr ridicat de participații minoritare cu valori relativ reduse, în timp ce SIF Transilvania are câteva dețineri majoritare importante, inclusiv în societăți nelistate care au beneficiat de investiții importante. De asemenea, SIF Muntenia are câteva pachete de acțiuni interesante în societăți nelistate și în societăți listate de pe piața Rasdaq.

VÂNZĂRILE DE ACTIVE, PROVOCAREA MAJORĂ A SIF-URILOR

Viitorul SIF-urilor va depinde foarte mult de abilitatea managementului de a avea o politică de vânzări de participații realistă, care să le asigure profiturile contabile și sursele de cash pentru a acoperi necesitățile de finanțare ale unor programe de investiții care trebuie să fie sensibil mai pragmatice în urmărirea unor obiective pe termen mediu și lung.

SIF-urile au trei surse principale de venituri: 1) din dividende de la participațiile din portofolii; 2) din vânzare de participații; 3) din dobânzi aferente plasamentelor în instrumente purtătoare de dobândă.

Managementul lichidităților a devenit deja în mod concret cea mai importantă provocare a managementului SIF-urilor pe termen scurt, în condițiile semnelor de întrebare privind sustenabilitatea pe care o au primele două categorii de venituri.

2010 - CEL MAI DIFICIL AN PENTRU SIF-URI

În 2009, SIF-urile s-au bucurat de dividende record de la BCR și BRD, aferente exercițiului financiar 2008, fiecare societate de investiții încasând dividende de

minimum 15,5 milioane euro de la bănci. Situația în 2010 este însă diametral opusă, dividendele de la instituțiile de credit fiind incerte cel puțin în ceea ce privește BCR. Există speculații potrivit cărora în cazul celei mai mari bănci este posibil ca SIF-urile să agreeze cu Erste să nu fie distribuite dividende pentru exercițiul financiar 2009. În acest fel, o eventuală majorare de capital la BCR ar urma să fie de dimensiuni mult mai reduse și, ca atare, să solicite mult mai puțin lichiditățile celor cinci societăți de investiții financiare. De asemenea, nici în ceea ce privește BRD lucrurile nu sunt mai optimiste, nivelul dividendelor urmând să fie în mod cert sensibil sub nivelul celor distribuite în 2009.

Ca atare, pentru prima dată după listarea la bursă, SIF-urile s-ar putea afla în fața unei situații fără precedent, și anume de a nu se putea baza pe dividendele de la bănci. Or, această sursă de venituri nu a fost pusă până acum sub semnul întrebării. Cât despre dividendele de la alte societăți decât bănci, acestea au fost și în trecut destul de firave (maximum trei-patru milioane de euro anual), iar în 2010 speranțele sunt și mai mici, din cauza faptului că situația financiară a companiilor din portofoliu s-a înrăutățit. Partea rea este că nici în ceea ce privește veniturile din vânzări de participații nu sunt de așteptat în nici un fel vești mai bune. Piața de fuziuni și achiziții este mult mai puțin lichidă și investitorii nu se întrec în oferte de cumpărare. Ca atare, SIF-urile nu prea au cui să vândă din active, iar dacă se găsesc cumpărători, prețurile sunt foarte slabe. Așadar, 2010 este un mare semn de întrebare privind veniturile din lichidarea de participații.

În aceste condiții, politica SIF-urilor va fi una defensivă, mai precis în a avea grijă de lichiditățile existente. Aceasta înseamnă că managementul va fi mult mai puțin activ în ceea ce privește investițiile în 2010 și cel puțin în prima jumătate a anului 2011. Ceea ce este echivalent cu costuri de oportunitate, în sensul ratării unor oportunități de plasamente oferite de piață în această perioadă când prețurile activelor sunt foarte reduse. Pentru societățile de investiții financiare este însă mult mai important să-și securizeze nivelurile de cash necesare pentru a acoperi cheltuielile de funcționare și pentru a participa la eventuale majorări de capital inițiate de societăți importante din

Tabel 3. Venituri din dividende (milioane lei)

SIF	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SIF1 Banat Crișana	28.8	59.8	62.4	62.0	79.6	88.9
SIF2 Moldova	16.9	30.3	32.8	36.2	46.3	72.0
SIF3 Transilvania	23.4	32.4	34.5	39.6	45.9	79.9
SIF4 Muntenia	19.8	54.3	35.8	38.6	45.0	73.7
SIF5 Oltenia	21.7	34.3	42.5	47.4	83.1	87.5

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

Tabel 4. Câștiguri de capital din vânzări de participații de acțiuni (milioane lei)

SIF	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SIF1 Banat Crișana	23.6	19.5	38.7	48.9	10.0	18.8
SIF2 Moldova	6.5	26.7	35.2	36.0	35.3	57.0
SIF3 Transilvania	98.7	26.5	56.3	100.3	73.5	50.1
SIF4 Muntenia	46.0	28.1	76.8	58.5	112.8	9.4
SIF5 Oltenia	63.9	31.0	70.6	97.2	16.9	109.3

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

Tabel 5. Profit net (milioane lei)

SIF	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SIF1 Banat Crișana	40.3	50.4	83.1	122.8	95.4	112.9
SIF2 Moldova	45.7	48.6	48.3	65.6	93.9	106.9
SIF3 Transilvania	81.4	37.8	53.2	110.0	94.7	123.8
SIF4 Muntenia	42.9	52.4	72.0	86.7	89.6	82.7
SIF5 Oltenia	69.5	54.7	78.9	106.5	87.6	198.1

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

Tabel 6. Cheltuieli operaționale (milioane lei)

SIF	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SIF1 Banat Crișana	8.6	10.0	12.4	14.8	17.9	7.6
SIF2 Moldova	13.7	11.9	26.0	15.9	19.1	11.4
SIF3 Transilvania	11.5	12.4	15.0	21.6	24.2	14.2
SIF4 Muntenia	18.2	17.8	20.2	23.8	23.5	14.8
SIF5 Oltenia	10.6	9.1	14.6	17.9	22.2	9.3

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

Tabel 7. Venituri din dobânzi ca % din cheltuieli operaționale (milioane lei)

SIF	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SIF1 Banat Crișana	82.4%	51.8%	39.6%	41.4%	33.8%	92.4%
SIF2 Moldova	215.1%	108.7%	23.1%	23.9%	25.9%	84.3%
SIF3 Transilvania	25.1%	26.1%	21.9%	38.7%	18.5%	47.3%
SIF4 Muntenia	5.5%	11.3%	24.6%	26.4%	43.5%	78.7%
SIF5 Oltenia	99.9%	43.3%	23.7%	24.6%	9.4%	96.6%

Sursa: Raport SIF-uri, Erste Group Research (ianuarie 2010)

portofoliu (a se vedea cazul BCR). De remarcat în acest sens este faptul că, oricum, de-a lungul timpului, SIF-urile au abordat o politică conservatoare, de obținere a unor venituri din dobânzi de pe urma plasamentelor monetare, care să acopere cea mai mare parte din cheltuielile de funcționare (de regulă peste 75% din

acestea). Cu atât mai mult nu vor renunța la această politică în 2010 și în următorii ani, în condițiile în care intrările de cash au devenit cu atât mai dificil de asigurat. Chestiunea distribuției de dividende este deci una foarte delicată pentru SIF-uri. Foarte probabil, la adunările generale din acest an se va pune problema să nu se

distribuie dividende pentru prima dată de la înființarea acestor fonduri închise în 1996. Dacă totuși se vor distribui dividende, acestea nu vor putea depăși în nici un fel nivelurile aferente exercițiului financiar 2008.

OBIECTIV PE TERMEN LUNG: SPORIREA COLECȚIEI DE DEȚINERI VALOROASE

Ca atare, pe termen scurt, obiectivul SIF-urilor este supraviețuirea prin conservarea portofoliului de active, lucru care impune o gestiune eficientă a cash-flow-urilor în 2010 și 2011. Pe termen lung lucrurile sunt mai complicate în ceea ce privește strategia SIF-urilor. Într-un mod simplist, obiectivele SIF-urilor nu pot fi altele decât întărirea nucleului de participații valoroase. Aceasta este măsura efectivă a unei politici realiste de investiții, care are în vedere anumite strategii de exit din societățile alese. Viitoarele venituri din vânzări de participații, care constituie substanța existenței SIF-urilor, nu se pot realiza decât prin urmărirea riguroasă a unor astfel de strategii. Din acest punct de vedere, societățile de investiții financiare au fost relativ deficitare până în prezent, deoarece nu prea au urmărit să realizeze exit-uri din societățile în care au investit în ultimii ani. Majoritatea veniturilor din vânzări de acțiuni au vizat pachete de acțiuni pe care SIF-urile le-au primit la sfârșitul genezei lor complicate și reprezintă mai puțin participații construite prin programe de investiții. Din acest punct de vedere, pe termen mediu și lung, SIF-urile trebuie să transmită pieței că au capacitatea de a urma astfel de cicluri de investiții specifice unui investitor financiar și vor oferi și informații pentru a detalia strategiile urmate în acest sens. Până în prezent, politicile de investiții ale SIF-urilor nu au fost foarte atent monitorizate de investitori, deoarece societățile de investiții financiare și-au asigurat relativ ușor veniturile din dividende de la bănci, iar vânzările din portofolii s-au realizat cu destul de multă ușurință în anii trecuți, când fluxul de investiții străine a fost unul tot mai reprezentativ. Cum de acum înainte obținerea de lichidități din vânzarea de active se va face în condiții mult mai vitrege, SIF-urile trebuie să-și analizeze strategiile de investiții pe termen lung pe baze pragmatice, care să fie transparente și să genereze încredere în piață.