

10 Decembrie 2004  
www.kmarket.ro



## Raport Societati de Investitii Financiare (SIF)

### ► Permanent in atentie si portofoliile investitorilor la bursa

#### DATE GENERALE DE CONTACT

Sector Servicii financiare  
Ramura Servicii de investitii

#### SIF Banat Crisana

Piata: Simbol BVB: SIF1  
Pret 7.950 lei/actiune  
Capitalizare 4.363,4 mld lei  
P/E 13,7  
P/VUAN 0,82

#### SIF Moldova

Piata: Simbol BVB: SIF2  
Pret 6.350 lei/actiune  
Capitalizare 3.296,2 mld lei  
P/E 6,6  
P/VUAN 0,71

#### SIF Transilvania

Piata: Simbol BVB: SIF3  
Pret 9.350 lei/actiune  
Capitalizare 5.105,8 mld lei  
P/E 9,1  
P/VUAN 0,83

#### SIF Muntenia

Piata: Simbol BVB: SIF4  
Pret 5.250 lei/actiune  
Capitalizare 4.236,9 mld lei  
P/E 14,8  
P/VUAN 0,91

#### SIF Oltenia

Piata: Simbol BVB: SIF5  
Pret 7.450 lei/actiune  
Capitalizare 4.322,2 mld lei  
P/E 11,1  
P/VUAN 0,61

Cele cinci Societati de Investitii Financiare (SIF) sunt fonduri inchise de investitii, organizate in urma Programului de Privatizare in Masa si listate la bursa de valori. SIF-urile sunt societati atipice la bursa de valori, fiind la acest moment singurele fonduri inchise listate la BVB.

In acest caz atipic inseamna si foarte profitabil pentru investitori. O suma de bani plasata in actiuni SIF la inceputul listarii acestora in 1999 ar fi crescut in medie de 40 de ori pana in prezent—un randament deloc de neglijat, distribuit in mod echilibrat pe fiecare an de la listare.

Pe langa randamentele spectaculoase, SIF-urile ofera investitorilor si alte elemente foarte importante: o lichiditate foarte buna ce permite intrari si iesiri rapide si chiar speculatii, un randament din dividende peste media actiunilor listate la bursa si o volatilitate rezonabila. In final, raportul rentabilitate/risc in cazul SIF-urilor a oferit satisfactii mari investitorilor.

Desigur, exista si alte actiuni listate la bursa care ofera elemente similare de atractivitate pentru investitori: randamente spectaculoase in ultimii ani, lichiditate buna si un nivel de risc rezonabil. Actiunile bancare listate la bursa, sau actiuni vedeta precum Impact, se incadreaza cu usurinta in aceasta categorie. Insa, spre deosebire de alte actiuni listate la BVB, actiunile SIF-urilor (cel putin unele dintre ele) mai ofera un element esential investitorilor: potential.

### ► Prezentare companii si capital social

Rolul acestui raport de analiza este de a prezenta o serie de indicatori si analize pentru cele cinci societati de investitii financiare. Nu vom intra prea mult in detalii legate de activitatea, organizarea si functionarea societatilor de investitii financiare. Activitatea acestora, de investitori financiari care administreaza un portofoliu de valori mobiliare si active financiare, este, ca si principiu, relativ simpla si usor de inteles. Desigur, ca si mod de implementare aceasta activitate devine extraordinar de complexa, iar aici priceperea managementului fiecarui SIF este esentiala.

Societatile de Investitii Financiare sunt organisme de plasament colectiv ce functioneaza pe baza legii 297/2004 privind piata de capital. SIF-urile au fost infiintate prin Legea 133/1996 privind transformarea Fondurilor Proprietatii Private (FPP) in societati de investitii financiare. Fondurilor Proprietatii Private au fost infiintate in cadrul programului de privatizare prin legea 58/1991 privind privatizarea societatilor comerciale.

Analisti: Violeta Blegu-Duta, Iulia  
Trapriel, Razvan Pasol



Telefon: 305.5177, 305.5178  
E-mail: office@intercapital.ro  
Web: http://www.intercapital.ro

**DATE GENERALE DE CONTACT**

**SIF1**

Adresa Calea Victoriei Nr. 35 A,  
Arad, 310158, jud. Arad  
Telefon 0257/234167  
Site Web www.banat-crisana.com

Cod Unic 2761040

Presedinte Ioan Cuzman

**SIF2**

Adresa Str. Pictor Arman nr. 94C,  
Bacau, jud. Bacau  
Telefon 0234/576.740

Site Web www.isfm.ro

Cod Unic 2816642

Presedinte Alexandru Matei

**SIF3**

Adresa Str. Nicolae Iorga Nr. 2,  
Brasov, Jud. brasov  
Telefon 0268/473210

Site Web www.transif.ro

Cod Unic 3047687

Presedinte Mihai Fercala

**SIF4**

Adresa Splaiul Unirii nr. 16, Sector  
4, Bucuresti  
Telefon 3301537

Site Web www.sifmuntenia.ro

Cod Unic 3168735

Presedinte Gheorghe Popa

**SIF5**

Adresa Str. Tuianele nr. 1, Bl. 313,  
Craiova, Jud. Dolj  
Telefon 0251/419338

Site Web www.sifolt.ro

Cod Unic 4175676

Presedinte Vasile Salapa

**REGISCO SA**

Adresa Str. Fagaras nr. 25, Sector  
1, Bucuresti  
Telefon 2249128

Site Web www.regisco.ro

Patru din cele cinci SIF-uri sunt societati de investitii autoadministrate, ca mod de functionare. Exceptia o constituie SIF Muntenia, administrat de societatea de administrare a investitiilor Muntenia Invest. Registrul actionarilor celor cinci societati de investitii financiare este pastrat de Regisco SA.

Capitalul social al celor cinci SIF-uri este impartit in actiuni cu valoare nominala de 1.000 de lei si a ramas in mare masura nemodificat (cu exceptia SIF4):

**DETALII CAPITAL SOCIAL**

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Capital Social (mld)	548,8	519,1	546,1	807,0	580,2
Val. Nominala (lei)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Numar actiuni	548.849.268	519.089.588	546.071.666	807.036.515	580.165.714
% free float	100%	100%	100%	100%	100%

Cele cinci societati de investitii financiare mai prezinta o particularitate in randul societatilor listate la bursa. Dupa cum se observa in tabelul de mai sus procentul de free float este de 100%. Acest lucru se datoreaza faptului ca SIF-urile limiteaza detinerea maxima a unui investitor in capitalul social la 0,1% din actiunile emise.

Principiul de la care se porneste este in esenta corect: SIF-urile, ca organisme de plasament colectiv, se adreseaza unui numar mare de investitori; preluarea controlului acestora de catre diverse grupuri de interese (in special tinand cont de valoarea portofoliilor administrate) este o varianta a carei eficienta pentru SIF-uri si pentru actionarii sai poate fi dezbatuta in ambele directii, cel putin in acest stadiu de dezvoltare a pietei de capital si economiei romanesti.

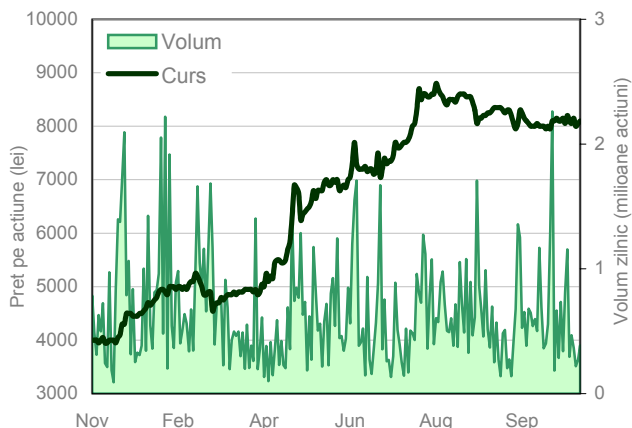
Cu toate acestea pragul de 0,1% este foarte mic. Acest nivel limiteaza practic intrarea unor investitori mari sau chiar medii in capitalul SIF-urilor. Desi au existat numeroase intentii si declaratii cu privire la modificarea acestui prag, pana la acest moment nivelul de 0,1% a fost pastrat. Pragul face actiunile SIF neinteresante pentru un segment de investitori (in special institutionalii) cu resurse financiare mari. Intrucat accesul acestora este blocat, atunci si cresterea de pret pe care acesti investitori ar putea-o genera prin cumparari masive lipseste. In opinia noastra ridicarea pragului la un nivel in jurul la 1,00—1,50% ar fi o operatiune normala, si care probabil va avea loc la un moment dat intr-un viitor putin mai indepartat.

**► Evolutia actiunilor la bursa si dividende**

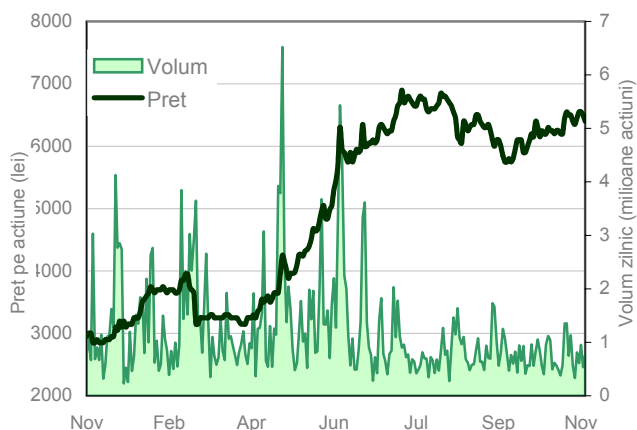
Actiunile SIF sunt listate la bursa de valori la categoria I din 1 noiembrie 1999. Tinand cont de modul de organizare ca organisme de plasament colectiv, actiunile SIF nu intra in calculul indicilor BET sau BET-C, insa sunt incluse intr-un indice special, BET-FI, dedicat exclusiv societatilor de investitii financiare. Cumulat, actiunile SIF inregistreaza o pondere de aproximativ 8% in capitalizarea totala a bursei.

Tendinta generala a pretului actiunilor SIF a fost una crescatoare de la listare pana in prezent, aceasta fiind intrerupta pe perioade mai lungi sau mai scurte de tendinte de sens contrar. Evolutia actiunilor celor cinci societati de investitii financiare la bursa este prezentata in continuare:

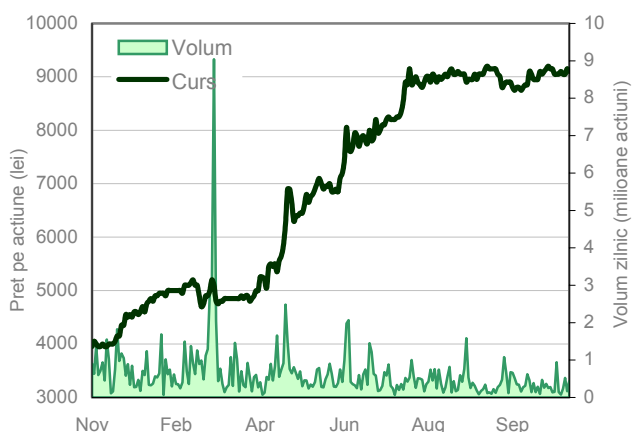
SIF Banat-Crisana - evolutia pe ultimul an si de la listare:



SIF Moldova—evolutia pe ultimul an si de la listare:



SIF Transilvania—evolutia pe ultimul an si de la listare:

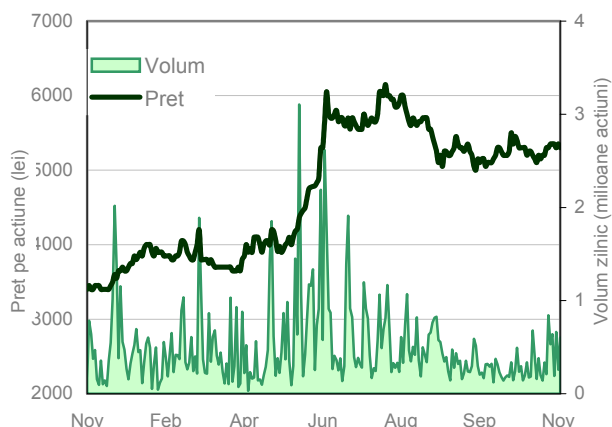


(Evolutiile SIF4 si SIF5 sunt prezentate in pagina urmatoare)

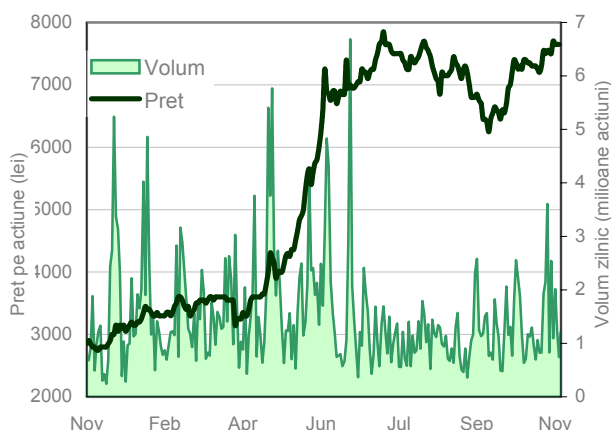
Evolutia celor cinci SIF-uri in piata a fost in mare masura similara. Chiar daca nivelul de pret inregistrat de fiecare SIF in parte este diferit, si depinde intr-o masura foarte mare de valoarea unitara a activelor nete (VUAN—valoarea actualizata a instrumentelor financiare ale SIF raportata la numarul de actiuni emise), tendintele de evolutie sunt similare.

Cea mai recenta crestere a actiunilor SIF a fost inregistrata in trimestrul II al anului curent. Lunile urmatoare au adus o evolutie relativ stabila, caracterizata pe anumite perioade printr-o volatilitate mai ridicata a pretului:

SIF Muntenia—evolutia pe ultimul an si de la listare:



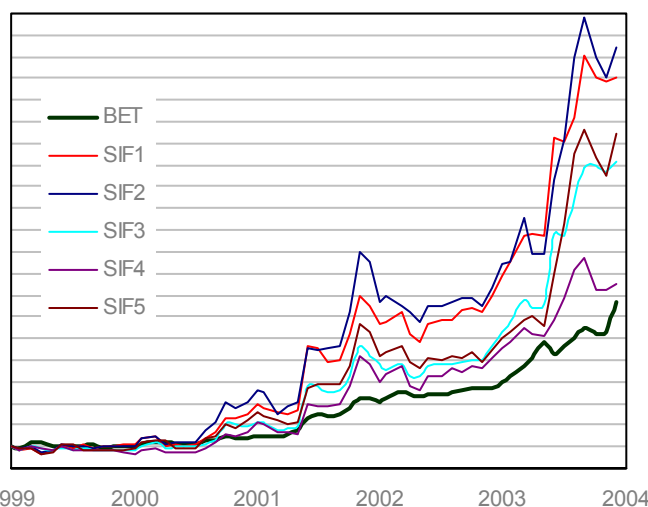
SIF Oltenia—evolutia pe ultimul an si de la listare:



Evolutia comparata a celor cinci societati de investitii financiare si a indicelui oficial al bursei de valori, BET, este prezentata alaturat (serii de date lunare; date raportate proportional la prima zi de tranzactionare — 01/11/99). Graficul releva atat evolutia similara a celor cinci SIF-uri, cat si urmasa de catre acestea a tendintei generale a bursei de valori (ritmul de crestere este inasa superior):

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Randament mediu lunar	6,4%	6,6%	5,8%	4,9%	6,1%
Randament mediu anual	111,4%	111,9%	97,2%	85,6%	100,3%
Volatilitate lunara	19,6%	18,9%	17,8%	17,3%	18,5%
Volatilitate anuala	92,4%	88,6%	72,9%	80,4%	80,8%
Indice Sharpe lunar*	0,33	0,35	0,32	0,28	0,33
Indice Sharpe anual*	1,21	1,26	1,33	1,06	1,24
Indice beta**	0,92	0,86	1,08	1,12	0,93

\* Randament/Volatilitate; \*\* calculat utilizand BET ca referinta



Parametrii de risc ai celor cinci societati de investitii financiare (volatilitatea) sunt surprinzator de apropiati, ceea ce justifica intr-o anumita masura analiza acestora ca un bloc compact. Si la nivelul indicelui Sharpe (rentabilitate pe unitatea de risc) situatia este similara. SIF1, SIF2, SIF3 si SIF5 au valori apropiate, in timp ce SIF4 ramane in urma, cu valori mai mici. O alta concluzie interesanta: SIF-urile se afla la un nivel de risc sistematic (beta) foarte apropiat de cel al pietei (1).

*Preturile medii si de inchidere anuale pentru toate cele cinci SIF-uri au crescut continuu in perioada 2000-2004.*

Evolutia sintetica a tranzactiilor cu actiuni SIF de la listare este prezentata in continuare:

	1999	2000	2001	2002	2003	30.11.04
<b>SIF BANAT CRISANA</b>						
Pret sfarsit an (lei)	393	630	1.260	3.050	4.300	7.950
Pret mediu (lei)	458,9	445,7	791,6	2.314,1	3.240,8	6.833,9
Variatie anuala pret	-	60,3%	100,0%	142,1%	41,0%	84,9%
Vol anual (mil actiuni)	23,4	148,9	125,4	154,2	149,5	144,7
<b>SIF MOLDOVA</b>						
Pret sfarsit an (lei)	305	445	1.120	2.550	3.050	6.300
Pret mediu (lei)	341,2	315,3	674,4	1.885,0	2.522,5	5.089,4
Variatie anuala pret	-	45,9%	151,7%	127,7%	19,6%	106,6%
Vol anual (mii actiuni)	31,6	179,4	207,8	262,9	217,1	269,3
<b>SIF TRANSILVANIA</b>						
Pret sfarsit an (lei)	530	660	1.380	2.900	4.350	9.350
Pret mediu (lei)	636,9	564,7	945,3	2.306,5	3.191,2	7.257,6
Variatie anuala pret	-	24,5%	109,1%	110,1%	50,5%	114,9%
Vol anual (mii actiuni)	46,5	191,5	93,7	119,8	162,0	134,1
<b>SIF MUNTENIA</b>						
Pret sfarsit an (lei)	520	510	1.230	2.650	3.550	5.200
Pret mediu (lei)	606,5	516,9	743,3	1.941,4	2.822,1	4.781,3
Variatie anuala pret	-	-1,9%	141,2%	115,4%	34,0%	46,5%
Vol anual (mii actiuni)	34,7	135,7	94,9	115,4	83,4	113,1
<b>SIF OLTENIA</b>						
Pret sfarsit an (lei)	430	560	1.160	2.550	3.000	7.400
Pret mediu (lei)	448,8	417,4	749,8	1.923,1	2.547,2	5.589,1
Variatie anuala pret	-	30,2%	107,1%	119,8%	17,6%	146,7%
Vol anual (mii actiuni)	51,8	153,4	94,6	278,7	198,6	342,9

*Dividendele distribuite de SIF-uri sunt peste media pietei, insa ritmul de crestere a acestora este modest, iar randamentul din dividende este in scadere pe masura cresterii preturilor actiunilor.*

Investitorii in actiuni SIF au beneficiat si de dividende. Situatia sintetica a distributiei de dividende este prezentata in continuare:

<b>SIF Banat Crisana</b>					
Dividend brut (lei)	130	240	330	400	480
Rata distribuire dividende	69,6%	67,3%	73,8%	73,2%	76,3%
Data anuntarii	11/02/00	22/01/01	29/01/02	24/01/03	19/02/04
Data de referinta	18/02/00	07/02/01	08/02/02	07/02/03	04/03/04
<b>SIF Moldova</b>					
Dividend brut (lei)	110,69	217,59	330	430	494
Rata distribuire dividende	87,8%	87,1%	56,2%	86,01%	65,4%
Data anuntarii	07/02/00	05/01/01	21/01/02	21/01/03	19/02/04
Data de referinta	16/02/00	02/02/01	01/02/02	03/02/03	01/03/04
<b>SIF Transilvania</b>					
Dividend brut (lei)	144 net	240	265	340 net	420
Rata distribuire dividende	71,4%	83,6%	75,9%	76,5%	68,3%
Data anuntarii	23/02/00	14/02/01	11/02/02	05/02/03	26/02/04
Data de referinta	17/03/00	20/02/01	20/02/02	18/02/03	10/03/04

<b>SIF Muntenia</b>	1999	2000	2001	2002	2003
Dividend brut (lei)	177 net	220 net	283,15	378,95	421,05
Rata distribuire dividende	93,3%	77,8%	94,3%	92,9%	90,9%
Data anuntarii	29/02/00	16/02/01	15/02/02	06/02/03	26/02/04
Data de referinta	11/03/00	27/02/01	27/02/02	20/02/03	08/03/04

<b>SIF Oltenia</b>	1999	2000	2001	2002	2003
Dividend brut (lei)	100 net	210	300	300	370
Rata distribuire dividende	63,2%	71,9%	73,6%	69,5%	74,4%
Data anuntarii	28/01/00	27/02/01	07/02/02	17/02/03	19/03/04
Data de referinta	04/02/00	15/03/01	15/02/02	03/03/03	02/04/04

In continuare prezentam randamentele totale inregistrate de investitorii in actiuni SIF de la listare pana in prezent (01/01—30/11 pentru anul 2004):

*Randamentele aduse an dupa an de investitia in SIF-uri justifica interesul ridicat din partea investitorilor pentru aceste actiuni.*

<b>Randament SIF1:</b>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
din pret in piata	31,0%	60,3%	100,0%	142,06%	40,9%	84,9%
din dividende	-	31,4%	36,2%	24,9%	12,5%	10,6%
Castig total in LEI	31,0%	91,7%	136,2%	166,9%	53,4%	95,5%
Castig total in EUR	41,7%	30,9%	53,3%	101,6%	17,3%	80,4%
Castig total in USD	44,5%	13,3%	49,3%	112,8%	40,4%	111,6%
Variatie BET	18,8%	21,5%	38,6%	119,8%	30,9%	82,2%

<b>Randament SIF2:</b>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
din pret in piata	26,3%	45,9%	151,7%	127,7%	19,6%	106,6%
din dividende	-	34,5%	46,5%	28,0%	16,0%	15,4%
Castig total in LEI	26,0%	80,4%	198,1%	155,7%	35,6%	121,9%
Castig total in EUR	36,3%	19,1%	93,0%	89,6%	-0,5%	101,5%
Castig total in USD	39,0%	3,1%	87,9%	100,2%	19,1%	136,4%
Variatie BET	18,8%	21,5%	38,6%	119,8%	30,9%	82,2%

<b>Randament SIF3:</b>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
din pret in piata	35,9%	24,5%	109,1%	110,1%	50,0%	114,9%
din dividende	-	27,2%	34,5%	18,2%	11,7%	9,2%
Castig total in LEI	35,9%	51,7%	143,6%	128,4%	61,7%	124,1%
Castig total in EUR	47,0%	1,7%	60,3%	75,0%	24,8%	109,7%
Castig total in USD	49,9%	-12,0%	56,1%	84,7%	49,3%	146,0%
Variatie BET	18,8%	21,5%	38,6%	119,8%	30,9%	82,2%

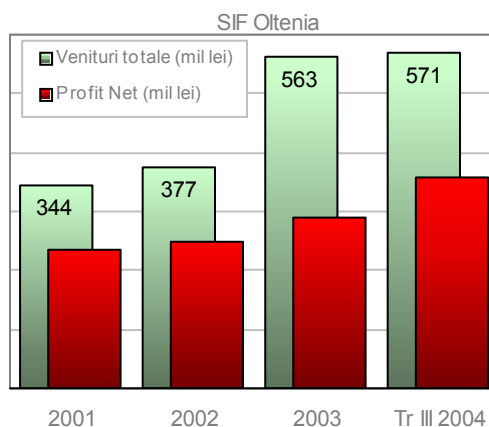
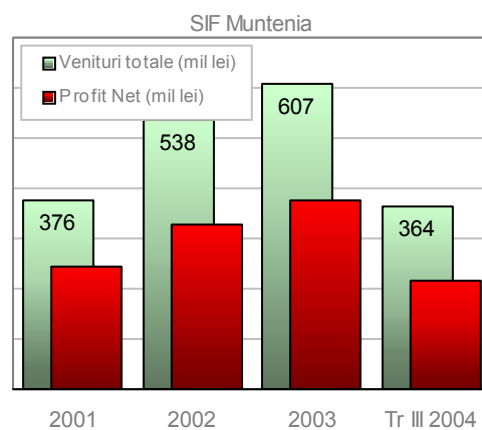
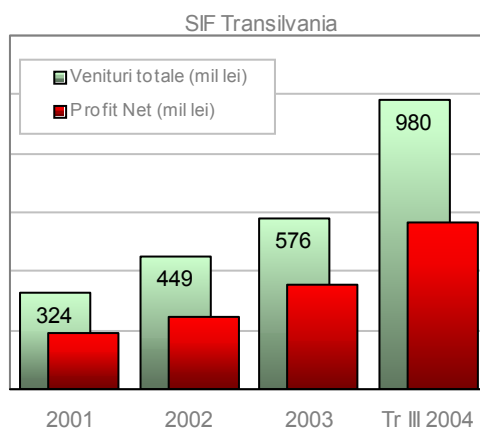
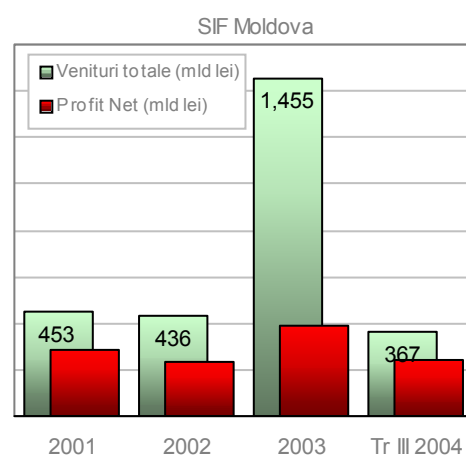
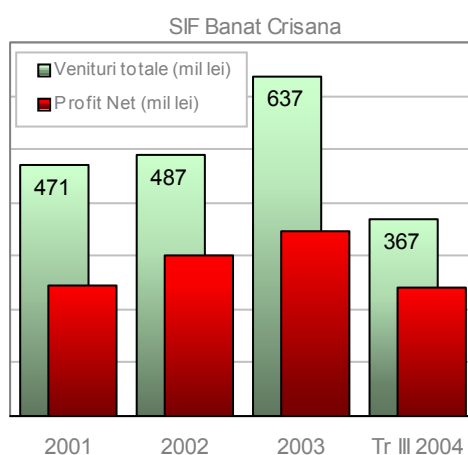
<b>Randament SIF4:</b>	1999	2000	2001	2002	2003	2004
din pret in piata	520	510	1.230	2.650	3.550	5.200
din dividende	-	34,0%	43,1%	21,9%	13,6%	11,3%
Castig total in LEI	21,5%	32,1%	184,3%	137,3%	47,5%	57,7%
Castig total in EUR	31,4%	-19,9%	84,9%	79,4%	11,5%	42,9%
Castig total in USD	34,0%	-30,7%	80,0%	89,4%	33,4%	67,6%
Variatie BET	18,8%	21,5%	38,6%	119,8%	30,9%	82,2%

Randament SIF5:	1999	2000	2001	2002	2003	2004
din pret in piata	21,1%	30,2%	107,1%	119,8%	17,6%	146,7%
din dividende	-	41,2%	39,3%	23,2%	14,1%	13,3%
Castig total in LEI	21,1%	71,4%	146,4%	143,0%	31,8%	160,0%
Castig total in EUR	31,0%	6,3%	58,8%	83,1%	-2,1%	140,7%
Castig total in USD	33,6%	-7,9%	54,6%	93,3%	17,1%	182,3%
Variatie BET	18,8%	21,5%	38,6%	119,8%	30,9%	82,2%

► **Performante economico-financiare**

Evolutia veniturilor totale si a profiturilor obtinute de cele 5 SIF-uri este prezentata in continuare:

*Ratele de profitabilitate ale SIF-urilor sunt ridicate, inasa situatia este normala tinand cont de profilul activitatii acestora.*



### ► Analiza indicatori

Atat evolutia in timp a P/E cat si cea a P/VUAN arata tendinta normala de "scumpire" a actiunilor SIF, dupa ce acestea au intrat pe piata la niveluri puternic subevaluate.

Evolutia indicatorilor P/E si P/VUAN este prezentata in continuare (P/E si EPS la Tr III 04 sunt calculate pe perioada Sep 03 - Sep 04):

<b>SIF Banat Crisana</b>	1999	2000	2001	2002	2003	Tr III 04
Pret sfarsit an (lei)	393	630	1.260	3.050	4.300	8.050
Profit pe actiune (lei)	187	356	447	546	628	580
P/E	2,1	1,8	2,8	5,6	6,8	13,9
VUAN	2.799	3.882	5.884	8.212	9.376	9.750
P / VUAN	0,14	0,16	0,21	0,37	0,46	0,83

<b>SIF Moldova</b>	1999	2000	2001	2002	2003	Tr III 04
Pret sfarsit an (lei)	305	445	1.120	2.550	3.050	5.750
Profit pe actiune (lei)	126	250	555	450	755	961
P/E	2,4	1,8	2,0	5,7	4,0	6,0
VUAN	1.730	1.962	3.434	6.134	7.988	8.900
P / VUAN	0,18	0,23	0,33	0,42	0,38	0,65

<b>SIF Transilvania</b>	1999	2000	2001	2002	2003	Tr III 04
Pret sfarsit an (lei)	530	660	1.380	2.900	4.350	8.750
Profit pe actiune (lei)	224	287	349	444	645	1.023
P/E	2,4	2,3	4,0	6,5	6,7	8,6
VUAN	3.288	4.570	6.268	9.947	9.268	11.215
P / VUAN	0,16	0,14	0,22	0,29	0,47	0,78

<b>SIF Muntenia</b>	1999	2000	2001	2002	2003	Tr III 04
Pret sfarsit an (lei)	520	510	1.230	2.650	3.550	5.050
Profit pe actiune (lei)	149	257	300	408	463	355
P/E	3,5	2,0	4,1	6,5	7,7	14,2
VUAN	3.409	3.842	3.951	5.114	6.419	5.750
P / VUAN	0,15	0,13	0,31	0,52	0,55	0,88

<b>SIF Oltenia</b>	1999	2000	2001	2002	2003	Tr III 04
Pret sfarsit an (lei)	430	560	1.160	2.550	3.000	6.450
Profit pe actiune (lei)	176	292	407	431	497	673
P/E	2,4	1,9	2,8	5,9	6,0	9,6
VUAN	2.485	3.401	5.007	8.133	9.626	12.230
P / VUAN	0,17	0,16	0,23	0,31	0,31	0,53

### ► Perspective

In sectiunile precedente am facut o sumara trecere in revista a principalilor indicatori ai societatiilor de investitii financiare. In sectiunea prezenta ne ocupam de anumite interpretari ale acestora, precum si de prezentarea unor analize si elemente suplimentare care sa fundamenteze o decizie de investire in actiunile SIF.

Desi listate la bursa de valori, SIF-urile sunt in esenta Organisme de Plasmament Colectiv (OPC). In acest context analiza acestora pleaca in mod

obligatoriu de la valoarea activelor acestora. In cazul OPC-urilor organizate ca fonduri deschise de investitii, spre exemplu, valoarea activelor unui fond exprima practic in mod exact valoarea titlului fondului respectiv: valoarea la care titlurile sunt emise si rascumparate de catre fond este calculata in mod exact prin evaluarea activelor fondului si impartirea acestora la numarul de unitati in circulatie (indicatorul rezultat poarta numele de valoarea unitara a activelor nete - VUAN).

La OPC-urile listate valoarea unui titlu (practic pretul unei actiuni, in cazul SIF) fluctueaza in mod liber in functie de cererea si oferta de pe piata. Pretul actiunilor ramane insa, cel putin teoretic, strans legat de valoarea unitara a activelor nete. Orice crestere sau scadere a VUAN determina reactii similare si la nivelul preturilor in piata; aceste reactii pot fi imediate (pe termen scurt) sau nu (pe termen mediu si lung). Pe termen suficient de lung consideram ca preturile unei actiuni se indreapta spre valoarea "reala" a acesteia; daca in mod normal valoarea "reala" a unei actiuni este greu de estimat, in cazul SIF-urilor aceasta poate fi asimilata pana la un punct cu VUAN.

Evident ca niciodata pretul in piata nu se va raporta la VUAN in proportie de 1:1; insa tinand cont de caracterul SIF-urilor de organisme de plasament colectiv, VUAN reprezinta un indicator destul de puternic al valorii unei actiuni. In acest context se pune problema modului de evaluare a valorii activelor SIF, mod de evaluare ce determina pana la urma VUAN si, indirect, pretul in piata.

Modul de evaluare este stabilit de Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare si cuprinde norme care nu sunt intotdeauna intuitive. Sa luam cateva exemple alese in mod aleator: actiunile BRD din portofoliul SIF1 se evalueaza in prezent la un pret de 24.501 lei/actiune; in conditiile in care BRD este unul din cei mai lichizi emitenti de pe piata, pare rezonabil sa evaluam actiunile bancii in portofoliul SIF la valoarea de piata (in jur de 34.000 lei), dupa metodologia folosita si de fondurile deschise de investitii.

Sa mai luam un exemplu: Actiunile detinute de SIF1 la Banca Comerciala Romana sunt evaluate in portofoliul SIF la un pret de 27.368 lei/actiune, pret ce acorda BCR un P/E de numai 4,5. Desigur, este rezonabil ca pretul la care se evalueaza actiunile BCR in portofoliu sa fie corectat pentru a compensa faptul ca actiunile bancii nu sunt listate; insa consideram ca un P/E de 4,5 pentru BCR este mult prea mic, in conditiile in care indicele P/E mediu la nivelul bancilor listate din Romania este in prezent in jur de 16.

In aceste conditii am realizat o ajustare a valorii activelor nete ale SIF-urilor, operand urmatoarele modificari (am folosit activele la 30/10/04): actiunile detinute de SIF in societati listate la bursa de valori, pe Rasdaq sau tranzactionate pe segmentul necotate al BVB au fost evaluate la preturile din piata (preturi valabile la sfarsitul lunii noiembrie 2004; pentru Rasdaq au fost ajustate numai detinerile peste 5 miliarde datorita numarului mare de emitenti); actiunile detinute de SIF la Banca Comerciala Romana si Banc Post au fost evaluate la un P/E de 16 utilizand profiturile inregistrate de cele doua banci in anul 2003 (acestea nu sunt singurele ajustari ce pot fi efectuate: o analiza mai riguroasa ar permite si evaluarea celorlalte actiuni necotate detinute de SIF la indici P/E din piata, pecum si evaluarea tuturor detinerilor pe Rasdaq la preturile pietei, insa complexitatea unei asemenea analize depaseste cadrul acestui raport).

Ajustarile efectuate la valoarea actiunilor din portofoliul SIF sunt prezentate in continuare:

<i>(miliarde lei)</i>	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Valoare actiuni BVB	2.228	2.047	2.549	2.037	3.388
<i>Ajustare actiuni BVB</i>	<i>+659</i>	<i>+644</i>	<i>+708</i>	<i>+759</i>	<i>+1.112</i>
Valoare actiuni Rasdaq	1.025	597	1.542	1.341	1.284
<i>Ajustare actiuni Rasdaq</i>	<i>-3</i>	<i>-176</i>	<i>+57</i>	<i>-88</i>	<i>-614</i>
Valoare actiuni soc. inchise	2.670	1.646	2.330	2.485	1.905
<i>Ajustare actiuni soc. inchise</i>	<i>+3.770</i>	<i>+3.769</i>	<i>+3.769</i>	<i>+3.769</i>	<i>+3.836</i>
Valoare actiuni necotate BVB	18	69	0	62	12
<i>Ajustare actiuni necotate BVB</i>	<i>+5</i>	<i>+64</i>	<i>0</i>	<i>-12</i>	<i>+1</i>
Valoare alte actiuni in portofoliu	137	70	193	254	132

Desigur ajustarile prezentate mai sus nu trebuie analizate ca si valori absolute, ci mai degraba ca limite superioare ale unor marje intre care pot fi evaluate actiunile din portofoliile SIF. Modul curent de evaluare impus de CNVM merge pe principiul prudentei, principiu care, in sine, este corect; ca exemplu, evaluarea facuta de noi pentru actiunile BCR la un P/E de 16 este in mod cert prea generoasa: aceasta evaluare ar trebui corectata pentru faptul ca actiunile sunt nelistate. Insa uneori prudenta este excesiva. Prezentam mai jos efectele acestor ajustari asupra VUAN, retinand faptul ca rezultatele obtinute sunt numai estimative. Cresterea VUAN in urma ajustarilor a fost in medie de 80%:

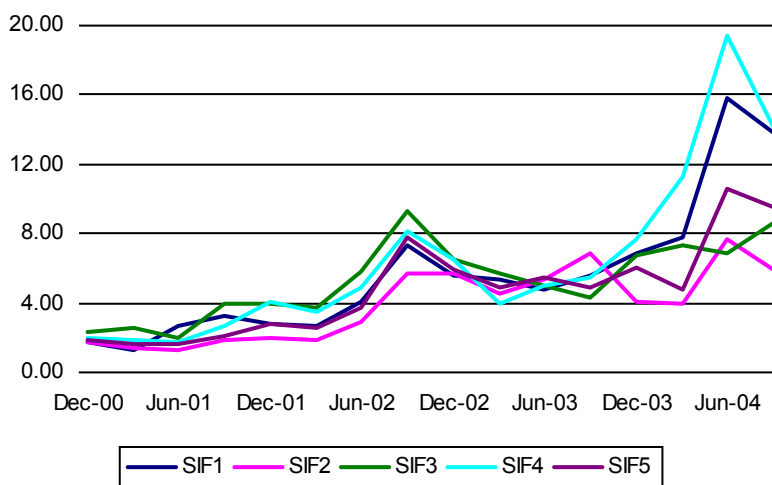
	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Activ net raportat de SIF (mld)	5.682	4.429	6.614	6.179	6.721
Total ajustari actiuni in portofoliu (mld)	+4.437	+4.653	+4.420	+4.604	+5.563
Activ net ajustat (mld)	10.119	9.390	10.773	9.420	12.536
Activ net/actiune (VUAN) raportat (lei)	10.353	9.126	11.634	5.968	12.019
Activ net/actiune (VUAN) ajustat (lei)	18.437	18.089	19.728	11.672	21.608
<b>P/VUAN conform raportare SIF</b>	<b>0,77</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>	<b>0,89</b>	<b>0,62</b>
<b>P/VUAN dupa ajustare</b>	<b>0,43</b>	<b>0,35</b>	<b>0,47</b>	<b>0,45</b>	<b>0,35</b>

Calculat pe baza raportarilor SIF, indicatorul mediu P/VUAN pentru cele cinci SIF-uri era de 0,76 la sfarsitul lunii octombrie. Aceasta arata ca actiunile sunt subevaluate, daca ne raportam la situatia de pe pietele dezvoltate (valoarea indicatorului P/B pentru actiunile din domeniul serviciilor financiare din Statele Unite este de 2,41; chiar si in Romania, P/B mediu pentru bancile listate este de 3,0). Dupa ce am efectuat ajustarile valorii actiunilor din portofoliul SIF si am recalculat VUAN, valoarea medie a P/VUAN pentru cele 5 SIF-uri scade la 0,41, ceea ce arata un nivel de subevaluare si mai ridicat.

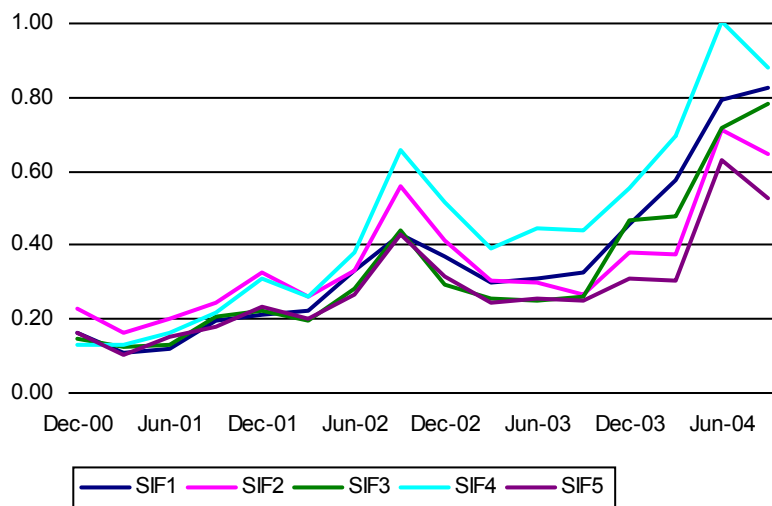
Analiza activelor SIF-urilor si ajustarea acestora ofera indicii despre valoarea actiunilor SIF la momentul prezent. Insa evolutia preturilor SIF in piata trebuie privita si in dinamica, si corelata cu evolutia in timp a indicatorilor P/E si P/VUAN. Cresterea continua a actiunilor SIF in piata in ultimii ani a avut un motiv foarte puternic: SIF-urile au intrat pe piata cu indicatori P/E in jur de 2 si P/VUAN in jur de 0,15 - valori ce aratau ca la listare actiunile erau puternic subevaluate. Anii scursi de la listare pana in prezent nu au insemnat pentru SIF-uri decat o evolutie crescatoare normala a P/E si P/VUAN - evolutie prin care au trecut de altfel majoritatea actiunilor romanesti, dupa ce scaderile si lipsa de interes pentru piata din perioada

1997-1999 au lasat indicii medii ai pietei la niveluri foarte reduse.

Evolutia trimestriala a P/E pentru cele cinci SIF-uri este prezentata in continuare (indice P/E a fost calculat trimestrial utilizand profituri pe ultimele patru trimestre anterioare datei de calcul):



Graficul releva doua elemente importante: evolutia ascendenta a indicilor P/E ce justifica si cresterile de pret din ultimii ani, si faptul ca indicele P/E ramane inca destul de scazut pentru unele din SIF-uri (Moldova, Transilvania si Oltenia), existand la acest moment diferente importante de evaluare intre cele 5 actiuni. Situatiia este confirmata si de evolutia trimestriala a indicelui P/VUAN (calculate pe baza VUAN raportate de SIF-uri):



Valorile curente ale indicatorului P/E arata faptul ca unele din SIF-uri sunt relativ subevaluate (SIF2, SIF3 si SIF5 cu P/E de 7, 9, respectiv 11), in timp ce restul sunt evaluate relativ corect de piata (SIF1 si SIF4 cu P/E de 14, respectiv 15). Ca referinta, indicele P/E mediu al BVB a fost de 13,1 in 2003, iar in prezent este probabil in jur de 16.

Desigur aceasta analiza se bazeaza pe profiturile raportate de catre societatile de investitii financiare. Consideram ca si aceste profituri merita analizate in detaliu.

Dupa parerea noastra portofoliile SIF ofera in continuare o rezerva foarte mare de profitabilitate. Cu toate performantele spectaculoase in piata si dividendele consistente, ratele de crestere a profitului SIF-urilor in ultimii ani au fost modeste. Am calculat ratele de crestere reale (ajustate la inflatie):

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	medie 1998-2003
SIF1	-0,43%	-32,10%	35,25%	-4,07%	3,95%	0,44%	<b>0,51%</b>
SIF2	43,98%	-49,41%	42,15%	70,02%	-31,03%	46,31%	<b>20,34%</b>
SIF3	-15,94%	-13,39%	-8,54%	-7,12%	8,57%	26,51%	<b>-1,65%</b>
SIF4	-25,94%	-23,25%	22,60%	-10,28%	15,41%	-0,72%	<b>-3,70%</b>
SIF5	12,04%	-42,70%	17,76%	7,17%	-10,07%	0,61%	<b>-2,53%</b>

Concluziile sunt interesante: analizand ratele medii de crestere a profiturilor, trei din cele cinci SIF-uri (SIF3, SIF4 si SIF5) nu au reusit nici macar conservarea acestora la inflatie, in timp ce inca un SIF (SIF1) de-abia a reusit acest lucru. SIF2 sta mai bine, inasa acest SIF inregistreaza si cea mai mare volatilitate a ratelor de crestere anuale.

Ipoieza rezervei de profitabilitate este confirmata daca analizam si ratele de crestere pe anul 2004 (profituri estimate pe baza celor obtinute pe primele 9 luni):

	2004E	medie 1998-2004
SIF1	-14,59%	<b>-1,65%</b>
SIF2	4,68%	<b>18,10%</b>
SIF3	94,76%	<b>12,12%</b>
SIF4	-29,35%	<b>-7,36%</b>
SIF5	50,94%	<b>5,11%</b>

Daca luam in calcul si anul 2004 atunci cand calculam ratele medii anuale de crestere a profiturilor, mediile se imbunatatesc semnificativ pentru SIF3 si SIF5 - exact SIF-urile care au derulat vanzari masive de actiuni in piata in cursul anului curent (actiuni RRC, respectiv SNP).

Rezerva de profitabilitate de care aminteam provine din mai multe cauze: modul de inregistrare a actiunilor in activ (sub pretul de piata), portofoliile sub-optime mostentite de SIF-uri de la FPP-uri si anumite elemente de ineficienta in activitatea de administrare.

SIF-urile au mostenit portofolii sub-optime in urma programului de privatizare in masa, iar o directie prioritara in administrare a fost restructurarea acestor portofolii. Totusi, consideram ca eficienta administrarii acestor portofolii ar trebui sa fie putin mai ridicata.

Ratele de rentabilitate a activelor nete (profit net/activ net) sunt multumitoare, dar ar trebui sa creasca; de asemenea si la acest indicator exista diferente mari intre valorile inregistrate pentru cele cinci SIF-uri:

	SIF1	SIF2	SIF3	SIF4	SIF5
Profit net estimat pe 2004/active nete	5,68%	9,48%	11,82%	6,00%	6,83%

*Actiunile SIF raman subevaluate, insa exista o serie de factori care contribuie la aceasta stare de fapt.*

Pe baza indicatorilor si analizelor prezentate consideram ca actiunile SIF sunt subevaluate, iar acestea ar trebui sa isi continue tendinta crescatoare pe termen mediu si lung. Cu toate acestea, faptul ca actiunile SIF - printre cele mai vizibile si analizate din piata - raman deocamdata la aceste nivele de subevaluare are la baza motive importante.

Un prim motiv este legat de limitarea detinerii maxime in capitalul social. Controversatul prag de 0,1% pare ca va ramane in vigoare pentru ceva timp de acum inainte. Autoritatea de reglementare a pietei (CNVM) paseaza responsabilitatea modificarii pragului catre conducerea SIF-urilor, care la randul lor o paseaza mai departe catre adunarile generale ale actionarilor; acestea au putine sanse sa se intruneasca in mod valabil pentru a efectua aceasta modificare datorita actionariatului foarte dispersat. De altfel, conducerea SIF-urilor nu pare a avea un interes major in directia modificarii acestui prag si concentrarii controlului asupra societatilor de investitii financiare.

Dupa cum am mentionat, nici noi nu consideram o concentrare excesiva ca fiind indicata la acest moment. Insa o majorare a pragului de detinere este foarte necesara, intrucat aceasta ar permite intrarea in actionariatul SIF a unor investitori de talie mare, a caror cerere de actiuni in piata ar putea contribui la cresterea pretului (in plus, pragul de 0,1% este oricum ocolit prin diverse metode de anumiti investitori interesati de pachete mari, insa numarul acestora este redus).

O alta problema majora este legata de riscurile operationale ale SIF. Indicele P/E mediu al SIF-urilor este in jur de 11, in timp ce cel al bancilor listate este in jur de 16. Diferenta reflecta o diferenta la nivel de riscuri operationale intre cele doua tipuri de actiuni.

Riscurile operationale in cazul SIF vin din doua directii principale. O prima directie este legata de portofoliile SIF, a caror restructurare este departe de a se fi incheiat. Portofoliile SIF sunt in continuare foarte complexe si dispersate, iar o activitate de urmarire si gestionare a detinerilor in peste cinci sute de societati (pe fiecare SIF) nu poate avea eficienta maxima. Aceste portofolii includ inca numeroase detineri neatractive (un singur exemplu: SIF5 detine in portofoliu actiuni la 26 de societati aflate in restructurare sau lichidare care sunt evaluate in portofoliu la valoare zero; valoarea nominala a acestora este de 276 miliarde lei).

Cealalta componenta de risc vine din modul de organizare si administrare a SIF-urilor. Ca entitati care detin un activ important la nivelul economiei nationale, si care sunt puternic controlate de management dar foarte slab controlate de actionari, SIF-urile pot fi supuse unor presiuni din partea unor grupuri de interese economice si politice, sau pot suferi de pe urma unor asemenea presiuni ce au avut loc in trecut.

Revenind la comparatia anterioara, in aceste conditii este clar ca riscurile unei investitii in actiuni SIF sunt mai mari decat cele ale unei investitii in actiuni BRD sau TLV. Insa aceste riscuri se mentin la un nivel mediu raportat la media pietei.

Diferenta de risc fata de celelalte reprezentante ale sectorului financiar de pe piata nu justifica, in opinia noastra, diferenta de evaluare, adica diferenta intre indicii P/E (11 pentru SIF-uri fata de 16 pentru banci) si P/B (0,8 pentru SIF-uri fata de 3,0 pentru banci). La aceste valori adaugam si poten-

tialul SIF-urilor dat de modul de evaluare excesiv de prudent a unor detineri din portofoliu si de rezerva de profitabilitate, potential ce poate mari aceasta diferenta.

Inainte de incheia acest raport si a prezenta recomandarile noastre, mai atragem atentia asupra unui aspect. A sosit momentul ca cele cinci SIF-uri sa nu mai fie privite ca un grup compact, in care componentele au o evolutie si caracteristici foarte apropiate. Exista diferente mari intre cele cinci SIF-uri, iar un singur exemplu este edificator: indicele P/E variaza de la 6,6 pentru SIF2 la 14,8 pentru SIF4 - o plaja foarte larga. Consideram ca fiecare SIF trebuie analizat in mod individual.

Un alt exemplu in aceasta directie este nivelul de transparenta pe care fiecare SIF intelege sa il promoveze in relatia cu piata de capital: am solicitat pentru acest raport puncte de vedere oficiale conducerii tuturor celor cinci SIF-uri. Dintre acestea, numai doua (SIF3 si SIF5) au aratat ca au reusit sa faca trecerea completa de la mostenitori ai fostelor FPP-uri la investitori instititionali adevarati, si ne-au trimis un punct de vedere (poate nu intamplator acestea sunt si SIF-urile care inregistreaza cea mai mare valoare a activului net unitar). Celorlalte SIF-uri le uram sa reuseasca si ele sa faca trecerea aceasta cat mai curand - ar fi un pas atat in avantajul lor, cat si in avantajul pietei de capital (detalii suplimentare si interviurile sunt prezentate ca anexa la acest raport).

Luand in calcul toate elementele mentionate consideram ca SIF-urile raman in continuare in atentia investitorilor ca elemente de baza ale unui portofoliu si ca actiuni cu perspective foarte bune de crestere, cu luarea in calcul a parametrilor de risc si a diferentelor dintre cele cinci societati.

#### RECOMANDARI:

SIF1 Banat-Crisana  
**PASTRARE** →

SIF2 Moldova  
**CUMPARARE** ↑

SIF3 Transilvania  
**CUMPARARE** ↑

SIF4 Muntenia  
**PASTRARE** →

SIF5 Oltenia  
**CUMPARARE** ↑

Acest raport este realizat de Intercapital Invest SA (<http://www.intercapital.ro>), societate de servicii de investitii financiare membra a Bursei de Valori Bucuresti. Preluarea informatiilor din acest raport este permisa si gratuita cu conditia obligatorie a prezentarii Intercapital Invest drept sursa a informatiilor preluate. Pentru informatii suplimentare despre investitiile in valori mobiliare va invitam sa vizitati Pagina Pietei de Capital din Romania—<http://www.kmarket.ro>, sau sa ne scrieti la adresa [info@kmarket.ro](mailto:info@kmarket.ro).

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de catre fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize. Intercapital Invest si angajatii sai pot detine valori mobiliare prezentate in acest raport si/sau avea raporturi contractuale cu emitentii prezentati in raport. Este recomandabil ca o decizie de investire sa fie luata dupa consultarea mai multor surse de informare diferite. Investitorii sunt anuntati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori. Faptele, informatiile, graficele si datele prezentate au fost obtinute din surse considerate de incredere, dar corectitudinea si completitudinea lor nu poate fi garantata. Intercapital Invest SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma nici un fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii.

Prin acest raport Intercapital Invest si angajatii sai exprima opinii numai asupra valorilor mobiliare prezentate si a parametrilor acestora pentru investitori, si nu asupra eficientei activitatii emitentilor valorilor mobiliare prezentate. Intercapital Invest si angajatii sai nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti, sau pentru efectele netransmiterii de catre emitenti a informatiilor solicitate acestora.

## Anexe: interviuri cu conducerile societăților de investiții financiare.

*Nota: Am solicitat puncte de vedere oficiale conducerilor tuturor celor cinci SIF-uri. Din pacate am primit raspunsuri la solicitarile noastre numai din partea SIF3 si SIF5. SIF Transilvania ne-a transmis un punct de vedere complet si detaliat, iar SIF Oltenia, dupa ce initial ne-a transmis un refuz, ulterior ne-a surprins in mod placut si a revenit cu raspunsuri la intrebarile noastre.*

*Celelalte trei SIF-uri ne-au aratat ca nu iau in serios rolul transparentei in relatia cu piata de capital. SIF Moldova a avut o abordare corecta: am fost contactati in mod direct de catre Președintele SIF care ne-a motivat faptul ca strategia SIF s-ar putea schimba in urma alegerilor pentru CA, astfel incat un punct de vedere asupra acesteia nu poate fi transmis la acest moment (abordare totusi nesatisfacatoare pe deplin din punctul nostru de vedere). La SIF Banat-Crisana si SIF Muntenia solicitarile noastre nu au primit raspuns datorita birocratiei si/sau a dezinteresului; nu am primit motivatii oficiale din partea acestor SIF-uri, ci doar amanari sau refuzuri indirecte.*

*Mentionam ca SIF Banat-Crisana, SIF Moldova si SIF Muntenia sunt singurele societati care au refuzat transmiterea unui punct de vedere oficial la solicitarile noastre pentru un raport de analiza, dintre toate societatile pe care le-am analizat dupa lansarea rapoartelor de analiza a kmarket.ro in formatul actual.*

### I. ANEXA 1: INTERVIU CU DOMNUL MIHAI FERCALA, PRESEDINTE SIF TRANSILVANIA

**Kmarket.ro: Care va fi strategia pe termen mediu si lung (5-10 ani)? Vizati modificari importante de strategie pentru Investitiile SIF in anii care vin?**

**SIF Transilvania:** Strategia de dezvoltare pe termen scurt si mediu a fost definita la nivelul S. I.F. Transilvania inca din anul 2002 si cuprinde principalele obiective strategice stabilite a fi avute in vedere si realizate pe o perioada de 3-5 ani :

- cresterea calitatii si eficientei managementului de portofoliu. In vederea realizarii indicatorilor de performanta fundamentati prin bugetele anuale de venituri si cheltuieli ;
- continuarea procesului de restructurare a portofoliului de valori mobiliare si urmarirea asigurarii unui raport optim intre rentabilitate si riscul de potofoliu ;
- adaptarea permanenta a activitatii de investire / dezinvestire la oportunitatile oferite pe piata monetara si de capital din Romania ;
- consolidarea pozitiei financiare a S.I.F. Transilvania pe piata de capital si asigurarea cresterii valorii activelor nete ;
- cresterea eficientei activitatii de ansamblu desfasurate reflectata intr-o maximizare a profitabilitatii societatii si repartizarea de dividende in contextul asigurarii raportului optim intre constituirea surselor proprii de finantare si remunerarea actionarilor.

Aceste componente strategice pot fi considerate ca fiind permanente si fac parte din strategia de baza ce are ca obiectiv principal dezvoltarea economica si financiara a S.I.F Transilvania, de aceea ele se substituie unui orizont mai larg de timp.

Intrucat activitatea investitionala este esentiala pentru o societate de investitii financiare ce actioneaza pe o piata cu potential concurential in continua crestere, strategiile adoptate in acest sens se vor formaliza si actualiza pe termen scurt, mediu si lung. Se urmareste accentuarea si finalizarea procesului de integrare a politicilor investitionale ale S.I.F Transilvania astfel incat directiile de actiune ce vizeaza administrarea portofoliului existent de valori mobiliare si introducerea de noi produse ale pietei de capital dsa conduca la structura de portofoliu optim preconizat a se realiza.

Modificari importante de strategie in perioada urmatoare pentru investitiile S.I.F. Transilvania pot fi determinate de evolutia pietei de capital din Romania si de evenimente importante ce pot apare in timp a aceasta piata. Ele vor viza adaptari la schimbari ale mediului economic si valorificarea oportunitatilor investitionale ce se vor identifica in noul context.

**Kmarket.ro: Care este pozitia dvs. Referitoare la pragul de detinere maxima a unui investitor de 0.1% din capitalul social S.I.F. ? Din punctul dvs. de vedere considerati ca acest prag ar trebui mentinut, ridicat sau anulat ?**

**SIF Transilvania:** Existenta SIF-urilor ca entitati juridice si prezenta acestora pe piata financiara din Romania ca investitori de portofoliu este reglementata de prevederile legislative re-

cente cuprinse in legea 297/ 2004 privind piata de capital. Aceasta asimileaza societatile de investitii financiare constituite in conformitate cu legea 133/1996 de transformare a Fondurilor Proprietatii Private in SIF-uri cu societatile de investitii de tip inchis, reglementarile ce se refera la astfel de entitati fiind aplicabile si celor 5 Societati de Investitii Financiare.

Orice modificare a pragului de detinere maxima a unui investitor in capitalul social al S.I.F. Transilvania (ca de altfel orice modificare a actului constitutiv) se va face in concordanta cu prevederile legii, ale actului constitutiv si ale instructiunilor C.N.V.M. emise in acest sens. Nu trebuie uitat faptul ca SIF-urile s-au nascut in cadrul procesului de privatizare de masa, proces prin care s-au distribuit gratuit cetatenilor majori o parte din avutia tarii si ca o forma de administrare profesionista a actiunilor astfel obtinute au constituit-o SIF-urile. In aceste conditii, pentru o anumita perioada, in raport de evolutia pietei de capital, de nivelul de cunostinte al actionarilor in acest domeniu, introducerea unei limite de detinere a fost un element de protejare a actionarilor si o bariera ca managementul acestor fonduri sa fie aservit unor grupuri de interese economice din structura actionariatului.

De altfel, SIF-urile fiind organisme de plasament colectiv in valori mobiliare investitorii care investesc in aceste entitati economice nu sunt nici strategici, nici investitori cu pachete de control, aceste fonduri adresandu-se micilor investitori. Existenta unei limite de detinere nu a impiedicat totusi cresterea preturilor de tranzactie cu mult peste valoarea nominala.

Mentionam ca actualul prag maxim de detinere a unui investitor ( 0,1% din capitalul social) a fost stabilit anterior si a avut in vedere caracteristicile ce definesc organismele de plasament colectiv in care structura participantilor este una diversificata si nu concentrata. Mentinerea , ridicarea sau anulara lui in conditiile evolutiei actuale a pietei reprezinta optiuni asupra carora se vor pronunta actionarii. Apreciem ca hotararea actionarilor privind problema in discutie- hotarare luata in conditiile respectarii prevederilor legale si statutele mentionate- este cea care poate satisface in cel mai inalt grad interesul prezent si de perspectiva acestora, plecand de la scopul pentru care a fost infiintata societatea si evolutia pietei de capital. Nu este exclus ca in viitor aceasta limita sa fie marita.

**Kmarket.ro: Preturile actiunilor SIF au crescut continuu in ultimii ani, astfel incat la un moment dat importanta dividendelor pentru actionari va creste. Care este strategia legata de profituri si dividende pe termen mediu si lung ? Aveti tinte de profit si dividende de repartizat pentru urmatorii 3 ani ?**

**SIF Transilvania:** Asa cum se mentioneaza si in raspunsul la prima intrebare, unul din obiectivele strategice permanente urmarite de S.I.F. Transilvania il reprezinta cresterea eficientei activitatii societatii care sa se regeseasca intr-o maximizare a profiturilor, ca premisa a posibilitatii alocarii unui dividend atractiv pentru actionari. Acest lucru va avea in vedere necesitatile de finantare a viitoarelor investitii care sa asigure consolidarea si dezvoltarea pozitiei S.I.F. Transilvania pe piata de capital, astfel incat raportul dintre alocarea de fonduri pentru constituirea de surse financiare proprii si distribuirea de dividend sa fie optim si echilibrat.

Tintele de profit si de dividende pentru perioada urmatorilor 3 ani vor fi definite, stabilite si propuse spre aprobare in cadrul Adunarilor Generale Ordinare a Actionarilor corespunzatoare fiecarui exercitiu financiar functie de : performantele economice si financiare din Romania, obiectivele strategice ce vizeaza restructurarea portofoliului de gestiune. Cuantificarea acestora se va regasi in Bugetele de Venituri si Cheltuieli ce vor fi intocmite si prezentate ca punct distinct pe ordinea de zi a A.G.O.A. documentatie ce este transmisa C.N.V.M. si data publicitatii in vederea informarii investitorilor.

**Kmarket.ro: Pe termen scurt, care sunt estimarile dvs. referitoare la nivelul profiturilor nete pe 2004 si al dividendelor ce vor fi repartizate pentru acest an?**

**SIF Transilvania:** Estimările privind rezultatele financiare nete ale S.I.F. Transilvania la sfarsitul exercitiului financiar 2004 sunt pozitive si favorabile si se regasesc in nivelul inregistrat de indicatorii de performanta la data de 30.09.2004 comparativ cu prevederile Bugetului de Venituri si Cheltuieli aprobat in cadrul Adunarii Generale Ordinare a Actionarilor din aprilie 2004. Conform raportului la trimestrul III transmis C.N.V.M. si prezentat publicitatii se constata ca administrarea portofoliului de gestiune si operatiunile de capital realizate in primele 9 luni ale anului 2004 au condus la obtinerea unui profit net de 562,9 miliarde lei fata de prevederi ale B. V.C.-ului de 300,7 miliarde lei la 30.09.2004 si 335,0 miliarde lei la 31.12.2004.

Valorile mentionate conduc la un grad de realizare a obiectivelor de profitabilitate la trimestrul III 2004 de 187%, ceea ce nu poate reprezenta decat un element favorabil pentru rezultatele asteptate la nivelul intregului exercitiu financiar 2004.

In ceea ce priveste dividendul ce va fi repartizat pentru anul 2004, propunerea ce va fi inaintata de catre Consiliul de Administratie al S.I.F. Transilvania spre decizie Adunarii Generale a Actionarilor se va concretiza in trimestrul I 2005 in urma unor analize ce privesc atat rezultatele finale inregistrate la sfarsitul exercitiului financiar 2004, cat si obiectivele stabilite pentru anul 2005.

**Kmarket.ro: Multi investitori inca percep cele 5 societati de investitii financiare ca pe**

**un segment compact, cu putine elemente de diferentiere. Care considerati ca sunt elementele ce diferentiaza S.I.F Transilvania de celelalte 4 SIF-uri?**

**SIF Transilvania:** Desi din punct de vedere juridic si legislativ evolutia celor 5 societati de investitii financiare a fost una identica sau asemanatoare de-a lungul perioadei 1992-2004, elementele ce s-au constituit ca diferentieri intre ele fiind atat de natura economica cat si de management general.

Una din componentele de baza ce trebuie luata in considerare in cazul societatilor de investitii financiare o reprezinta in primul rand portofoliul de valori mobiliare administrat. Pentru S.I.F. Transilvania portofoliul de gestiune este caracterizat de o structura dominata de trei sectoare de activitate (finante-banci-asigurari-turism, industrie), dar in care se regasesc cu ponderi importante si domenii de activitate ce traverseaza o perioada favorabila ( constructii, prestari servicii).

O alta diferentiere ar putea fi sugerata de evolutia pe piata bursiera a cotationilor si volumului tranzactiilor cu actiuni SIF ca rezultat al cererii si ofertei si al interesului manifestat de investitori pentru aceste tipuri de valori mobiliare. Actiunile S.I.F Transilvania au inregistrat in luna noiembrie 2004 o cotation maxima de 9.750 lei/ actiune in conditiile unei variatii de pret fata de inceputul anului de peste 100%.

Diferentierile dintre SIF-uri sunt determinate insa si de : modul in care acestea sunt administrate( autoadministrare sau administrare prin intermediul unei S.A.I.), politica investitionala adoptata, obiectivele strategice stabilite si directiile de actiune avute in vedere pentru atingerea lor, modul de organizare interna a activitatii, stabilitatea si calificarea echipei manageriale, profesionalismul Consiliului de Administratie.

**Kmarket.ro: Cum evaluati pretul actual al actiunilor S.I.F. Transilvania la Bursa de Valori ? Care estimati ca va fi evolutia viitoare a pretului actiunilor SIF3 la BVB ?**

**SIF Transilvania:** Cotationile pe care actiunile SIF3 le inregistreaza in sedintele de tranzactionare desfasurate la Bursa de Valori Bucuresti sunt rezultatul ordinelor de vanzare si cumparare initiate de catre investitori si reflecta pe de o parte interesul acestora pentru aceste valori mobiliare, iar pe de alta parte performantele economico-financiare inregistrate de-a lungul timpului.

Daca este un pret mare sau unul mic ? Acest lucru poate fi perceput diferit de investitori functie de pozitia in care acestia se afla (vanzator / cumparator), de obiectivul investitional avut in vedere ( speculatie, investitie de portofoliu), de gradul de aversiune al acestora pentru risc,etc. Raportarea pretului de tranzactionare al actiunilor SIF3 la valoarea unitara a activului net ne arata un ecart semnificativ existent intre cele doua elemente de referinta.

In contextul celor mentionate anterior, evolutia viitoare a cotationilor actiunilor S.I.F. Transilvania poate fi influentata de diferenta dintre nivelul pretului de tranzactionare si cea a activului net unitar dar cu siguranta nu va neglija rezultatele economice si financiare reflectate in valoarea profiturilor obtinute si rata de alocare a dividendului din aceste profituri.

**Kmarket.ro: Cum vedeti S.I.F Transilvania peste 5 ani de zile din punct de vedere organizational si investitional ?**

**SIF Transilvania:** Suntem increzatori in evolutia prezenta si de perspe a S.I.F. Transilvania. Societatea noastra este un investor autohton important al pietei romanesti si isi va intari acest rol in perspectivele anilor ce urmeaza. Vom intensifica eforturile de adaptare permanenta a societatii la exigentele ridicate ale pietei romanesti si europene prin strategii si politici generale si specifice cu grad ridicat de flexibilitate. Un rol de prim rang in orientarile noastre prezente si viitoare il au politicile de resurse umane si management performant al portofoliului. Realizarea performantei are la baza respectarea cu strictete a criteriilor financiare si economice ale proiectelor investitionale de anvergura promovate de S.I.F. Transilvania.

Pe termen lung, in raport de evolutia si rolul pietei de capital din Romania, in noul context european, obiectul de activitate al S.I.F. Transilvania ar putea fi completat, si astfel si caracterul sau de fond de investitii sa fie modificat daca oportunitatile economice o vor cere, functie de optiunea actionarilor exprimata in Adunarile Generale.

**Kmarket.ro: In calitate de conducator al unuia dintre cei mai apreciati investitori institutionali din tara noastra, cum apreciati piata de capital si nivelul de dezvoltare a acesteia la momentul prezent , si care considerati ca sunt perspectivele pietei in urmatorii ani ?**

**SIF Transilvania:** Apreciem ca piata de capital din Romania tinde sa devina o piata matura desi se manifesta in continuare simptome specifice economiilor emergente. Evidentiem cresterea continua a profesionalismului pietei de capital romanesti- profesionalism creat in buna parte de exigentele si rigoarea cu care societatile de investitii financiare au inteles sa activeze in aceasta piata in ultimii 10 ani. Nivelul actual de dezvoltare a pietei de capital romanesti nu se poate desprinde semnificativ de elementele de fond ale economiei reale pe care o reprezinta-

ta.

Experienta de pana acum si evolutiile constant crescatoare ale pietei autohtone de capital ne indreptatesc sa credem ca aceasta piata reprezinta un sector de avangarda in realizarea unei economii de piata cu adevarat functionale, dar totusi trebuie sa remarcam ca rolul pietei de capital din Romania nu a fost perceput de factorul politic la nivelul si rolul sau din economiile dezvoltate

Modul de privatizare din Romania, optiunea unor actionari in companiile importante, neprivatizarea societatilor de stat prin intermediul pietei de capital voe avea in viitor influente nefavorabile asupra dezvoltarii pietei. Inchiderea multor companii, lipsa interesului actionarilor strategici in a lista societatile vor determina pentru fondurile de investitii lipsa oportunitatilor investitionale autohtone.

La randul sau, lipsa unei protectii a actionarilor minoritari, neaplicarea principiilor guvernarii corporative sunt elemente de franare a unei dezvoltari si evolutii deosebite a pietei de capital din Romania. De asemenea odata integrata in Uniunea Europeana, piata de capital din Romania se va subordona intereselor globale ale pietei de capital vest-europene.

## II. INTERVIU CU DOMNUL TUDOR CIUREZU, VICEPRESEDINTE AL SIF OLTENIA

**Kmarket.ro: Care va fi strategia SIF pe termen mediu si lung (5-10 ani)? Vizati modificari importante de strategie pentru investitiile SIF in anii care vin?**

**SIF Oltenia:** Tinand cont de importanta consolidarii patrimoniului sau, S.I.F. Oltenia S.A. isi va mentine politica de alocare a disponibilitatilor banesti in special pentru investitiile in actiuni listate la Bursa de Valori Bucuresti. Se va urmari totodata diversificarea portofoliului prin investirea in noi instrumente financiare cum ar fi obligatiunile. Pe masura cresterii lichiditatii acestora. Strategia aplicata in conducerea societatii va cunoaste modificari importante la adrearea Romaniei in Uniunea Europeana, in functie de noile oportunitati.

**Kmarket.ro: Care este pozitia Dumneavoastra referitoare la pragul de detinere maxima a unui investitor de 0,1% din capitalul social al SIF? Din punctul Dumneavoastra de vedere, considerati ca acest prag ar trebui mentinut, ridicat sau anulat?**

**SIF Oltenia:** Deoarece modificarea statutului privitor la pragul de detinere este un atribut exclusiv al Adunarii Generale Extraordinare a Actionarilor si intrucat acest subiect urmeaza a fi dezbatus in A.G.E.A. S.I.F. Oltenia S.A. convocata pentru data de 17/ 18.12.2004, imi manifest abtinerea in a prezenta un punct de vedere referitor la acest subiect.

**Kmarket.ro: Preturile actiunilor SIF au crescut continuu in ultimii ani, astfel incat la un moment dat importanta dividendelor pentru actionari va creste. Care este strategia legata de profituri si de dividende pe termen mediu si lung? Aveti tinte de profit si de dividende de repartizat pentru urmatorii trei ani?**

**SIF Oltenia:** S.I.F. Oltenia S.A. va continua politica de distribuire de dividende catre actionari in opinia noastra substantiale-cautand in acelasi timp sa nu decapitalizeze societatea astfel incat sa poata fi relizata politica de investitii, de consolidare si apreciere a patrimoniului.

**Kmarket.ro: Preturile actiunilor SIF au crescut continuu in ultimii ani, astfel incat la un moment dat importanta dividendelor pentru actionari va creste. Care este strategia legata de profituri si de dividende pe termen mediu si lung? Aveti tinte de profit si de dividende de repartizat pentru urmatorii trei ani?**

**SIF Oltenia:** Tinand cont de rezultatele obtinute la 31 octombrie 2004, respectiv obtinerea unui profit net de 698.37 mld. lei, superior cu 109.13% celui prevazut in Bugetul de Venituri si Cheltuieli, consideram ca este justificata continuarea politicii de distribuire de dividende si speram ca pentru anul 2004 , Adunarea Generala Ordinara a Actionarilor va aproba un dividend superior celui distribuit pentru exercitiul financiar 2003 (dividend brut de 370 lei/actiune).

**Kmarket.ro: Multi investitori inca percep cele cinci societati de investitii financiare ca pe un segment compact, cu putine elemente de diferentiere. Care considerati ca sunt elementele ce diferentiaza SIF Oltenia de celelalte patru SIF-uri?**

**SIF Oltenia:** Politica sustinuta de achizitii de actiuni pe piata secundara, in special la Bursa de Valori Bucuresti, consideram ca este specifica S.I.F. Oltenia S.A.

**Kmarket.ro: Cum evaluati pretul actual al actiunilor SIF Oltenia la Bursa de Valori? Care estimati ca va fi evolutia viitoare a pretului actiunilor SIF5 la BVB?**

**SIF Oltenia:** Cotatia actiunilor S.I.F. Oltenia S.A. la Bursa de Valori Bucuresti consideram ca nu reflecta valoarea reala a actiunilor societatii. Pe termen mediu – in opinia noastra – pretul

actiunilor S.I.F. Oltenia S.A. va fi destul de oscilant, tinand cont si de oferta mare la valorifi-care datorata numarului mare de actionari.

**Kmarket.ro: Cum vedeti SIF Oltenia peste cinci ani de zile din punct de vedere organiza-tional si investitional?**

**SIF Oltenia:** S.I.F. Oltenia S.A. acorda o atentie deosebita pregatirii profesionale continue a salariatilor sai precum si eficientizarii fluxului informational in cadrul institutiei. Privim cu incre-dere in viitor, cu convingerea ca societatea noastra va fi in masura sa faca fata provocarilor economiei de piata.

**Kmarket.ro: In calitate de conducator al unuia dintre cei mai apreciati investitori in-stitutionali din tara noastra, cum apreciati piata de capital si nivelul de dezvoltare a acesteia la momentul prezent, si care considerati ca sunt perspectivele pietei in ur-matorii ani?**

**SIF Oltenia:** Pentru moment piata de capital sufera de inexistentia unei oferte diversificate de instrumente financiare precum si de lichiditatea relativ scazuta. Perspectivele pietei de capital sunt restrans legate de cadrul macroeconomic in care emitentii isi desfasoara activitatea astfel ca, in perspectivele aderarii la Uniunea Europeana, consideram ca vom asista la dezvoltarea in acesteia si la cresterea rolului sau in viata emitentilor.

---