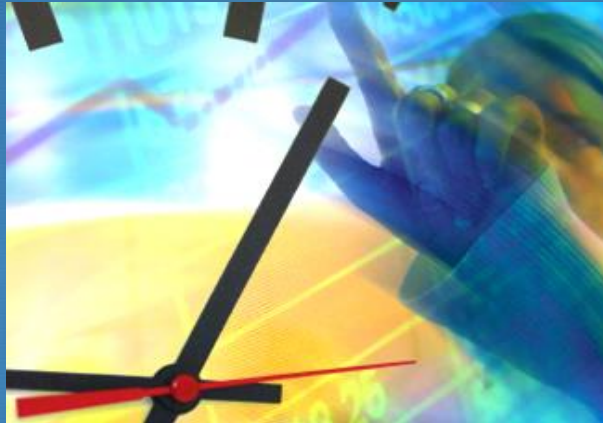


PIAȚA DE CAPITAL

– analiza fundamentală –



**Universitatea Hyperion
București**

dr. Andrei RĂDULESCU

24 aprilie 2013

INTRODUCERE

- Investițiile internaționale – susținute de o serie de factori fundamentali pe parcursul ultimelor decenii:
 - Căderea Sistemului Bretton-Woods;
 - De-reglementarea și libera circulație a fluxurilor de capital;
 - Globalizarea – identificarea oportunităților de investiții în afara granițelor;
 - Diversificarea geografică a investițiilor și a riscului;
 - Inovația financiară;
- Riscul valutar – prezent în investițiile internaționale (conform unui studiu al StateStreet (2012) riscul valutar a contribuit cu peste 35% la riscul portofoliilor de acțiuni și cu până la 70% la riscul portofoliilor de obligațiuni);
- Contribuții teoretice – abordarea backward – looking;
- Importanța abordării forward – looking;
- Marea Recesiune – modificări de paradigmă;
- Rolul scenariilor macroeconomice (mondial, american, european).

BURSA DE VALORI

Rolul Bursei de Valori

- facilitează schimbul între cei ce dețin capital și cei care au nevoie de capital
- sursă de capital/finanțare pentru companii

Participanți

- persoane fizice, societăți comerciale, bănci, fonduri de investiții, pensii, fonduri guvernamentale, etc.

Instrumente tranzacționate

- acțiuni, titluri de stat, obligațiuni corporate, derivate, etc.

STRATEGII DE INVESTIȚII

Analiza fundamentală

- climat macroeconomic
 - rezultate financiare
 - calitatea managementului
 - avantaje concurențiale
 - perspective etc
- **TERMEN MEDIU-LUNG**



Analiza tehnică

- studiul graficelor preț/volum
 - comportamentul participanților
- **TERMEN SCURT**



ANALIZA FUNDAMENTALĂ (AF)

AF– legătura între ECONOMIA REALĂ ȘI ECONOMIA FINANCIARĂ CARACTERISTICI PRINCIPALE

- Analiza climatului macroeconomic – perspectivele pe termen scurt, mediu și lung
- Scenariile macroeconomice – importante pentru previziunea cifrei de afaceri și a factorului de discount
- Introspecție sectorială
- Analiza economico-financiară a companiei
- Previziunea fluxurilor de numerar către firmă
- Metoda DCF – discounted cash-flow
 - **Factorul de discount – elementul fundamental**
 - **Analiza și previziunea RISCURILOR (macroeconomice externe și interne și a celor specifice companiei)**
- Analiza comparativă
- Stabilirea prețului țintă pentru următoarele trimestre.

CONTRIBUȚII TEORETICE I

- Piețele financiare – intensificarea integrării, liberalizarea fluxurilor de capital (în special după anii 90);
- Investitorii – posibilitatea de a beneficia de diversificarea internațională a portofoliilor;
- Markowitz (1952) Portfolio Selection - compunerea unui portofoliu în funcție de randamentul și riscul anticipate (maximizarea randamentului în contextul unui nivel de risc, sau minimizarea riscului pentru un nivel de randament așteptat);
- Diversificarea internațională a portofoliului – principiile portofoliului intern, dar cu acțiuni străine;
- Bodie, Kane & Marcus (2000) – randamentele între țări nu sunt perfect corelate – există oportunități din diversificare internațională;
- Grubel (1968), Levy & Sarnat (1970) – primele lucrări care demonstrează că extinderea investițiilor în afara granițelor reduce riscul și crește randamentul;
- Solnik (1974) – riscul sistemic al unui portofoliu internațional (11,7%), jumătate față de cel al unui portofoliu american;
- Bergstrom (1975) – prin diversificare internațională se poate reduce riscul (cu 40%) fără a afecta randamentul;
- Parillo & Zumwalt (1996) – reducerea riscului și creșterea randamentului prin diversificare internațională.

CONTRIBUȚII TEORETICE II

- Brainard & Tobin (1992) – diversificarea internațională un instrument efectiv de hedging contra șocurilor economiilor;
- Olienyk, Schwebach & Zumwalt (2000) – diversificarea internațională beneficiază de beneficii importante, dar portofoliul trebuie monitorizat permanent, scenariile macro și perspectivele cu privire la politicile economice ale țărilor în care se investește;
- Radcliffe (1994) – riscul valutar poate fi considerabil;
- Ziobrowski & Cursio (1991) – riscul valutar este important;
- Eun & Resnick (1985) – riscul valutar este important, crește riscul portofoliului și reduce randamentul;
- Jorion (1990) – expunerea la riscul valutar este importantă doar dacă reprezintă o componentă sistemică a riscului unui activ – riscul valutar poate fi redus printr-o diversificare amplă între state;
- Newell e Webb (1996) – riscul valutar este important între 1985-1993, dar nu pentru acțiuni (pentru alte active);
- Solnik (1996) – fluctuațiile valutare nu constituie un risc important, deprecierea unei monede fiind compensată de aprecierea altei monede;
- Biger (1979) – volatilitatea cursului de schimb nu este importantă într-un portofoliu internațional.

CONTRIBUȚII TEORETICE III

- Sharpe (1967) - “portfolio analysis theory deals with the selection of a set of investments”
- 3 aspecte:
 - A. Previziunea rezultatelor viitoare ale activelor (“security analysis”);
 - B. Determinarea portofoliului eficient (“portfolio analysis”);
 - C. Alegerea portofoliului eficient, în funcție de binomum risc-randament așteptat (“portfolio selection”).
- A. Prin metode de previziune, scenariii macroeconomice, analiza fundamentală;
- B. Prin teoria portofoliului: Markowitz (1952) și contribuțiile ulterioare (Tobin 1958), Hicks (1962), Sharpe (1964, 1967), Merton (1973), Solnik (1974), Adler & Dumas (1983);
- C. Markowitz (1952) – investitorii aleg portofoliu în funcție de randamentul așteptat și de riscul asociat (diagrama risc-randament).

CONTRIBUȚII TEORETICE IV

- Markowitz (1952) – părintele Teoriei Moderne a Portofoliului (Sharpe (1967) – “H. Markowitz is almost universally considered to be the father of portfolio analysis”).
- Trade-off risc-randament așteptat;
- Bernoulli – diversificarea – comportament normal pentru investitorii cu aversiune față de risc;
- Abaterea medie pătratică – măsură a riscului (I. Fischer (1906));
- Determinarea portofoliilor care permit maximizarea randamentului așteptat pentru fiecare nivel de risc (minimizarea riscului pentru fiecare nivel de randament așteptat);
- Fiecare investitor trebuie să definească natura și forma funcției de utilitate (în funcție de binomul risc-randament), portofoliul eficient rezultând la intersecția între curba de utilitate și ansamblu de portofolii eficiente;
- Maximizarea randamentului așteptat și minimizarea dispersiei randamentului portofoliului;
- Diversificarea nu elimină dispersia – portofoliul cu randament maxim nu este necesar cel cu dispersia minimă.

CONTRIBUȚII TEORETICE V

- Stulz (1995) – 3 tipuri de modele de evaluare a activelor internaționale
 - 1. modele care presupun oportunități de investiții și consum egale în țări diferite;
 - 2. modele care identifică impactul barierelor în calea investițiilor internaționale;
 - 3. teorii care consideră diferențele în ansamblul oportunități de consum și investiții între țări.

CONTRIBUȚII TEORETICE VI

- Portofoliu internațional:
- Comportamentul cursului de schimb, al inflației, implicații asupra randamentului așteptat;
- Heterogenitatea în percepția binomului risc-randament pentru investitorii din diferite țări determinată de deviații de la paritatea puterii de cumpărare;
- PPC (Cassel 1916) – măsoară similaritatea oportunităților de consum între țări diferite;
- Deviația de la PPC provine din diferențe în compunerea coșului de consum în fiecare țară, de prețurile relative ale bunurilor între diferite țări, de evoluția temporară a acestor prețuri.
- PPC – versiune absolută și versiune relativă
- PPC absoluta (perspectiva termenului lung): cursul de schimb între 2 monede trebuie să corespundă raportului între nivelul mediu de prețuri dintre cele 2 țări;
- PPC relativa: relația între inflația dintre 2 state și variația cursului de schimb (diferența de inflație e compensată de variația cursului de schimb între cele 2 monede);

CONTRIBUȚII TEORETICE VII

- Portofoliu internațional: modelul IntCAPM (International Capital Asset Pricing Model):
 - Nu există diferențe între oportunitățile de consum și investiții între țări;
 - Toți investitorii consumă același bun, disponibil în toate țările și tranzacționabil;
 - Se verifică Legea Prețului Unic mereu (în fiecare moment);
 - Piețele funcționează perfect și nu există bariere în investițiile internaționale;
 - Investitorii au aversiune față de risc, maximizează consumul la finalul perioadei analizate și utilizează bunul de consum ca monedă pentru a calcula randamentul real
- Modelele de evaluarea a activelor internaționale diferă de cele pentru evaluarea activelor interne prin prisma riscului valutar și a barierelor instituționale în calea diversificării portofoliului (restricții de investiții, costuri de tranzacționare, controlul capitalului, riscuri politice);
- Riscul valutar – în momentul în care nu se verifică paritatea puterii de cumpărare;
- Dacă s-ar verifica PPP – modelul CAPM ar putea fi extins pe plan internațional;
- Modelul Solnik (1974) – modificările cursului de schimb reflectă modificările prețurilor relative ale coșurilor de consum – deviații de la PPC;
- Modelul SS-IAPM (Solnik-Sercu) – puterea de cumpărare a consumatorilor este afectată doar de modificările neanticipate ale cursului de schimb.

CONTRIBUȚII TEORETICE VIII

- IAPM
- Riscul = riscul sistemic + riscul ne-sistemic
- Riscul sistemic – specific pieței, nu este diversificabil, posibilitate acoperire prin instrumente derivate
- Riscul ne-sistemic – se poate diminua prin diversificarea portofoliului
- IAPM: riscul relevant (sistemic) – riscul mondial; risc adițional determinat de evoluția cursului valutar
- **BETA Global**
- $Beta_{iw} = Beta_i * Beta_{cw}$
- $Beta_{iw}$ = sensibilitatea titlului i față de piața globală; $Beta_i$ = sensibilitatea titlului i față de piața locală; $Beta_{cw}$ = sensibilitatea pieței locale față de piața globală

CONTRIBUȚII TEORETICE IX

- IAPM
- $K_i = K_{frw} + (K_{mw} - K_{frw}) \beta_i * \beta_{cw} + \alpha_1 * PRD_1 + \dots + \alpha_k * PRD_k$
- β_i = sensibilitatea titlului i în raport cu piața internă
- β_{cw} = sensibilitatea pieței interne în raport cu piața globală
- K_{frw} = rata de dobândă fără risc (global)
- K_{mw} = rentabilitatea pieței globale
- PRD_k = prima de risc a expunerii pe moneda k
- α_k = sensibilitatea activului i în raport cu moneda k .

CONTRIBUȚII TEORETICE X

▪ International CAPM

- Pe baza CAPM – Sharpe (1964), Lintner (1965), Black (1972)
- CAPM – randamentul așteptat proporțional cu randamentul așteptat pentru piața mondială, Beta – factorul de proporționalitate
- Model valabil pentru piețe financiare integrate și verificarea parității puterii de cumpărare
- Riscul valutar nu este incorporat – fluctuația cursului de schimb reflectă diferența de inflație între țări (RER ct);

$$E(r_{i,t+1}) = \lambda_M \beta_{i,M}$$

- $E(r_{i,t+1})$ – randamentul așteptat pentru activul i între t și $t+1$ în raport cu randamentul risk free
- $\lambda_M = E(r_{M,t+1})$ – prima de risc față de portofoliul mondial
- Beta i,M – Beta al activului i în raport cu performanța pieței

CONTRIBUȚII TEORETICE XI

- **International CAPM cu risc valutar**
- Deviații de la PPC și prime de risc pentru inflație
- Dumas & Solnik (1995), De Santis & Gerard (1998)

$$E(r_{i,t+1}) = \lambda_M \beta_{i,M} + \sum_{j=1}^J \lambda_j \beta_{i,j}$$

- $E(r_{i,t+1})$ – randamentul așteptat pentru activul i între t și $t+1$ în raport cu randamentul risk free
- $\lambda_M = E(r_{M,t+1})$ – prima de risc față de portofoliul mondial
- $\beta_{i,M}$ – Beta al activului i în raport cu performanța pieței
- $\beta_{i,j}$ = expunerea activului i la fluctuația cursului de schimb a monedei j

CONTRIBUȚII TEORETICE XII

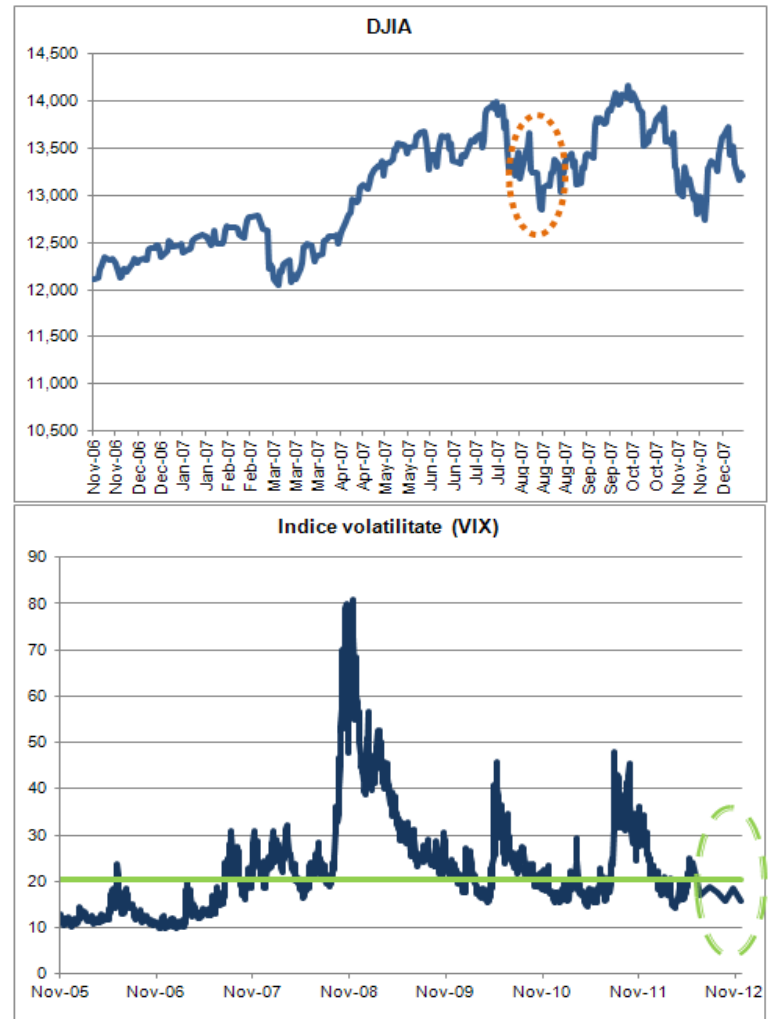
- Portofoliu mondial, Portofoliul HML (High Minus Low portfolio), Portofoliul SMB (Small Minus Big portfolio)
- Model cu 3 factori – Fama & French (1993, 1996)

$$E(r_{i,t+1}) = \lambda_M \beta_{i,M} + \lambda_{HML} \beta_{i,HML} + \lambda_{SMB} \beta_{i,SMB}$$

- $\lambda_{HML} = E(r_{HML,t+1})$, $\lambda_{SMB} = E(r_{SMB,t+1})$ sunt primele de risc pentru portofoliile HML și SMB.

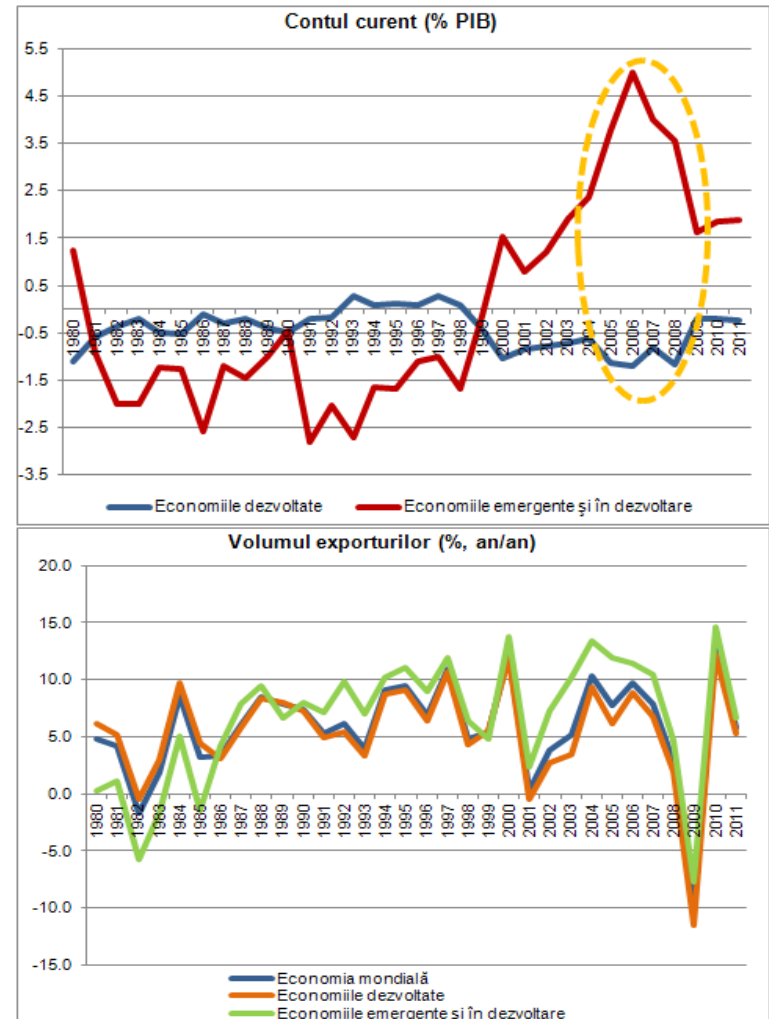
MAREA RECESIUNE – ANUL 6

- 9 august 2007 - BNP Paribas a închis două fonduri de investiții cu expunere pe piața creditelor ipotecare din Statele Unite;
- Dow Jones a scăzut cu aproximativ 400 p. în ședința respectivă - un mic cutremur care a semnalat intrarea în Marea Recesiune – cea mai severă criză economico-financiară mondială de la finele celui de-Al Doilea Război Mondial;
- Semnalele crizei de lichiditate s-au intensificat în trimestrele care au urmat, culminând cu falimentul Lehman Brothers la jumătatea lunii septembrie 2008 (moment în care indicele de volatilitate pe piețele americane de capital – VIX – a atins nivelul record).



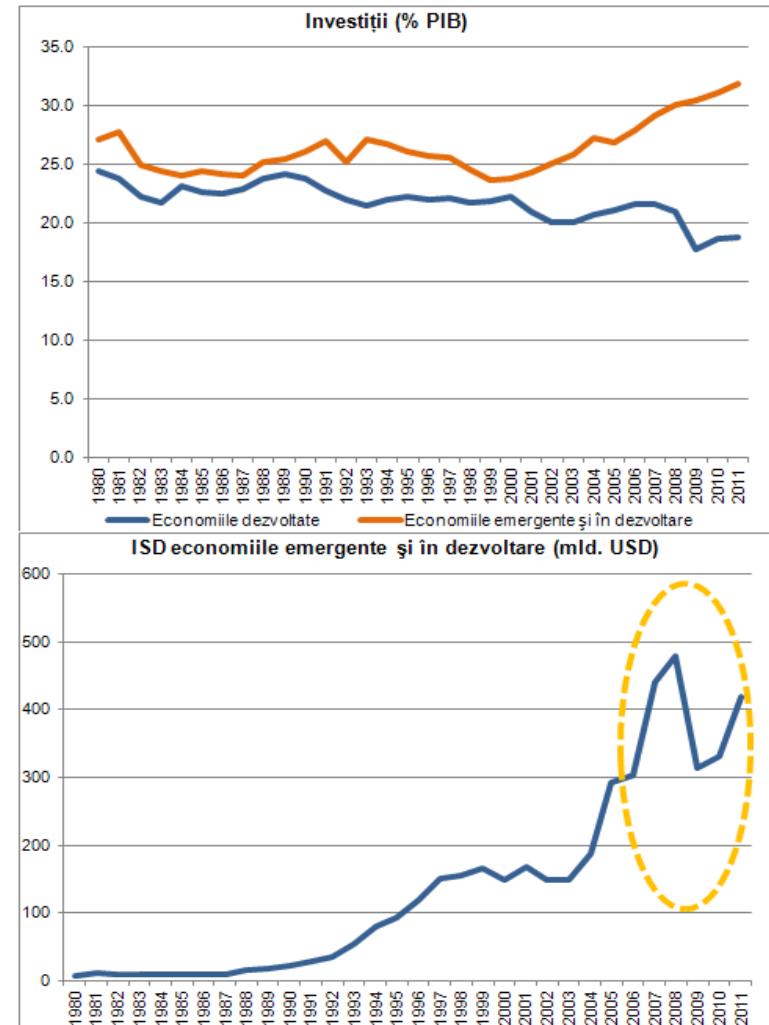
MAREA RECESIUNE – ANUL 6

- Propagarea crizei din sfera economiei financiare către sfera economiei reale, care se confrunta cu intensificarea dezechilibrelor de natura contului curent (observate îndeosebi între Statele Unite și Asia, Europa per ansamblu constituind un punct de echilibru);
- Creșterea costului finanțării pe mapamond (după minimele record consemnate în ultimii ani ai Marii Moderații) a afectat nefavorabil fluxurile comerciale internaționale;
- Exporturile mondiale au decelerat de la 7,9% an/an în 2007 la 2,8% an/an în 2008, contractându-se în 2009 cu 10,2% an/an; Cele mai afectate au fost exporturile economiilor dezvoltate (decelerare de la 6,8% an/an în 2007 la 2% an/an în 2008 și contracție de 11,5% an/an în 2009). Exporturile economiilor emergente și în dezvoltare s-au contractat cu 7,7% an/an în 2009.



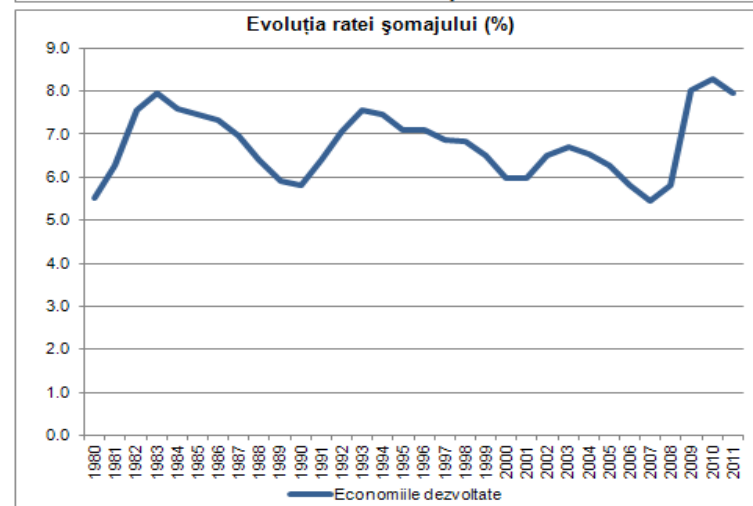
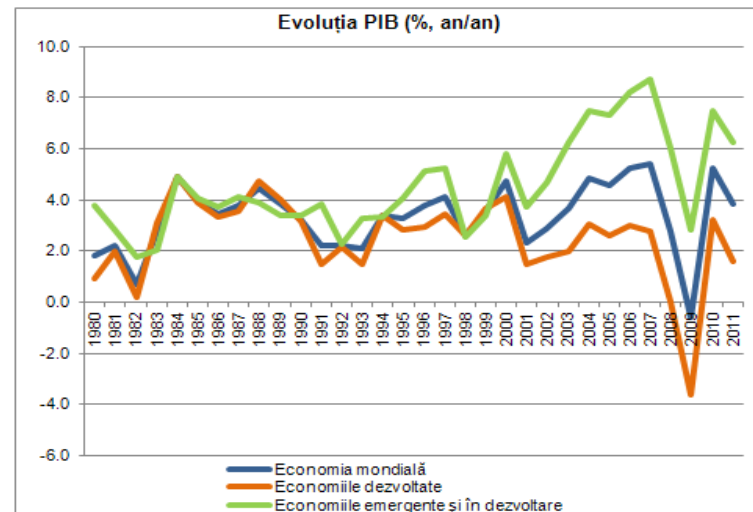
MAREA RECESIUNE – ANUL 6

- Criza de lichiditate a determinat modificarea percepției riscurilor investiționale. Prin urmare, am asistat la deteriorarea climatului investițional, la nivelul economiei reale, cele mai afectate fiind statele dezvoltate (ponderea investițiilor în PIB a scăzut de la 21,6% în 2007 la 17,7% în 2009);
- Totodată, economiile emergente și în dezvoltare (dependente de fluxurile economice derulate cu statele dezvoltate) s-au confruntat cu ieșiri de capital pe parcursul derulării primului val al crizei macro-financiare, cele mai afectate fiind cele care consemnau importante dezechilibre macroeconomice (externe și sau interne). Investițiile străine directe în economiile emergente și în dezvoltare s-au contractat cu aproximativ 35% an/an în 2009.



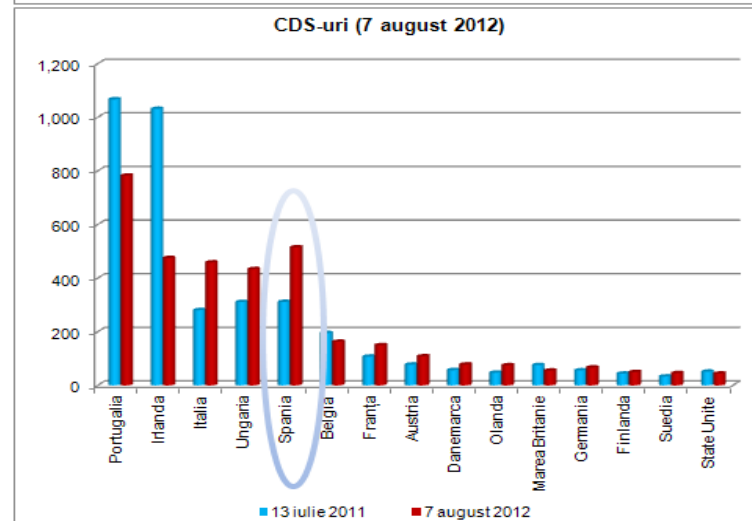
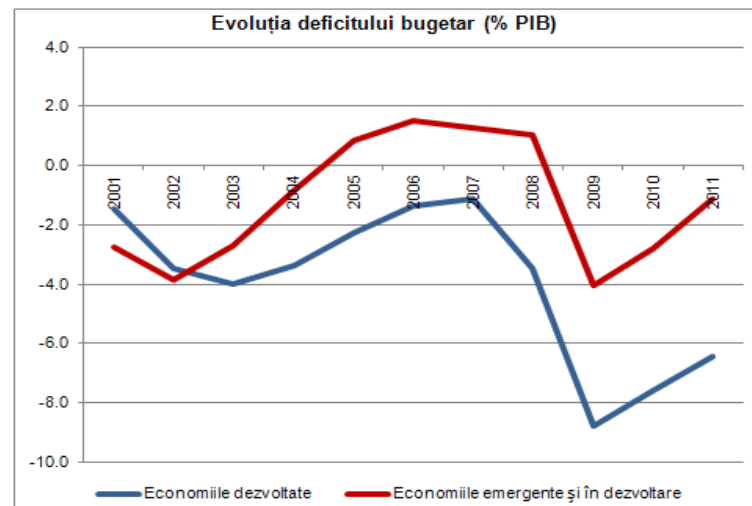
MAREA RECESIUNE – ANUL 6

- Evoluții nefavorabile ale PIB-ului mondial; decelerare în 2008 (ritm de 2,8% an/an, comparativ cu 5,4% an/an în 2007); contractație în 2009 (pentru prima oară de la finele Războiului Mondial) cu 0,6% an/an;
- Economiiile dezvoltate au fost cele mai afectate, consemnând un declin de 3,6% an/an în 2009;
- Economiiile emergente și în dezvoltare au decelerat (de la 8,7% an/an în 2007 la 6% an/an în 2008 și doar 2,8% an/an în 2009);
- Evoluția sub potențial și ulterior contracția economică au determinat deteriorarea severă a condițiilor din piața forței de muncă pe mapamond, cele mai afectate economii fiind cele dezvoltate, unde rata șomajului a atins un nivel record (peste 8,3% în 2010).



MAREA RECESIUNE – ANUL 6

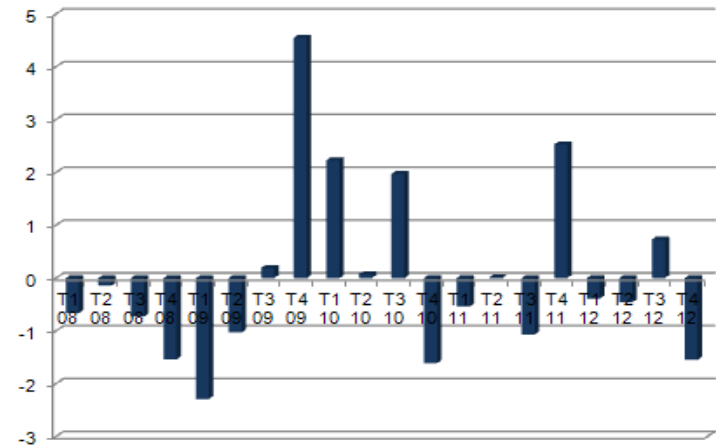
- Într-un astfel de context, am asistat la implementarea unor politici macroeconomice expansioniste (în spiritul legilor Keynesiene), atât de natură monetară (reducerea dobânzilor de referință către minime record și implementarea de programe neconvenționale), dar și de natură bugetară (care au contribuit la deteriorarea situației finanțelor publice) (deficitul bugetar în rândul economiilor dezvoltate a depășit nivelul de 8% din PIB în 2009);
- Prin urmare, am asistat începând cu toamna anului 2009 la primele semnale ale crizei datoriilor suverane, valul II al Marii Recesiuni. Evoluțiile recente ale acestei a doua unde de criză sunt cunoscute: Statele Unite au pierdut rating-ul AAA în vara anului 2011; mai multe state europene au solicitat susținere financiară internațională, iar situația din Zona Euro se menține în continuare critică.



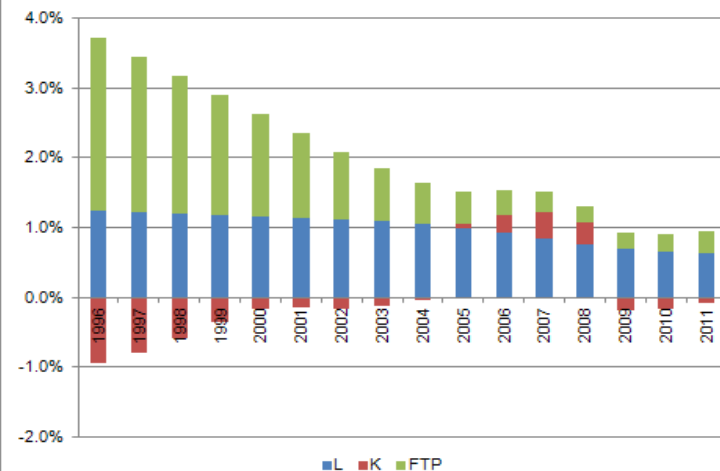
MAREA RECESIUNE – ANUL 6

- La 5 ani de la primele semnale ale crizei de lichiditate economia mondială nu pare să fi acumulat forța necesară pentru a iniția un nou ciclu economic; afirmație susținută de evoluția binomului stocare/destocare din Statele Unite (1a economie de pe glob - pondere de peste 20%);
- Factorii de risc macro-financiar se mențin la cote ridicate pe mapamond; Practic, economia mondială resimte în continuare consecințele valurilor Marii Recesiuni, manifestate la nivelul statelor dezvoltate, cu repercursiuni în rândul economiilor emergente și în dezvoltare;
- Marea Recesiune a determinat declinul potențialului economic, către minime record din ultimele decenii; evoluția nefavorabilă a PIB potențial a fost determinată de declinul investițiilor de capital, cu impact asupra pieței forței de muncă (deprecierea capitalului uman), dar și asupra factorului total de productivitate.

Contribuția stocurilor la ritmul PIB (p.p.)



PIB potențial Zona Euro



ECONOMIA MONDIALĂ

- Economia mondială se zbate între două cicluri economice; convalescență în urma valurilor crizei;
- Indicele **Baltic Dry** – barometru al comerțului mondial – se menține în apropiere de valorile minime record;
- Deteriorarea potențialului economic – mai sever în economiile dezvoltate;
- Dependența economiilor emergente și în dezvoltare de cererea externă și de influxurile de capital din statele dezvoltate;
- Piețele financiare – rally monetar din primăvara lui 2009 până în prezent; evoluție în range din 2010, expresie a faptului că nu am asistat încă la relansarea sustenabilă a investițiilor sectorului privat pe mapamond.

Indicele Baltic Dry

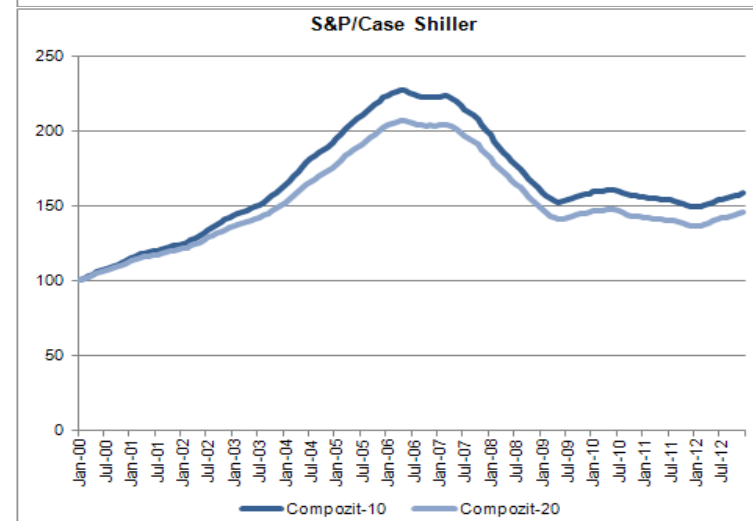
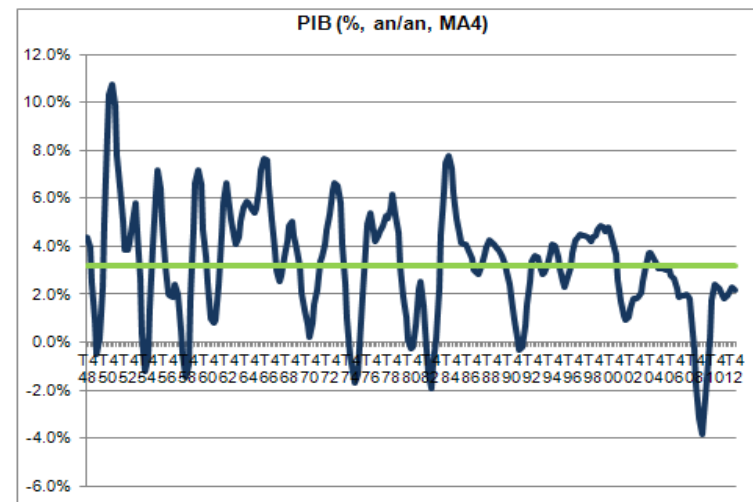
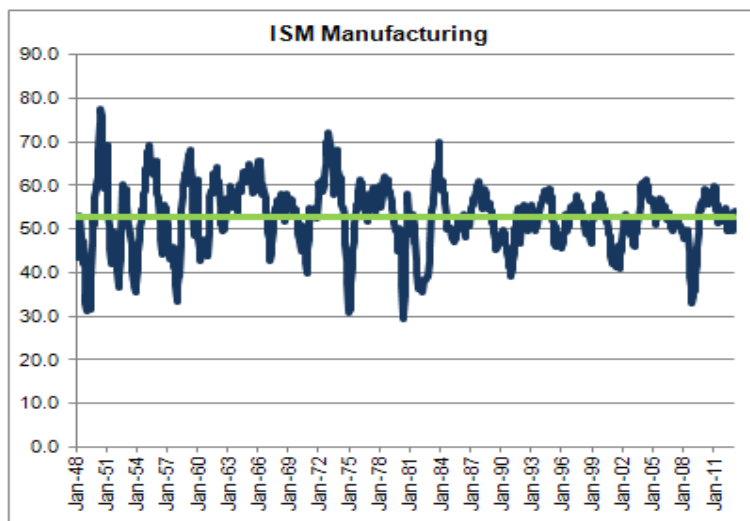


MSCI World Index



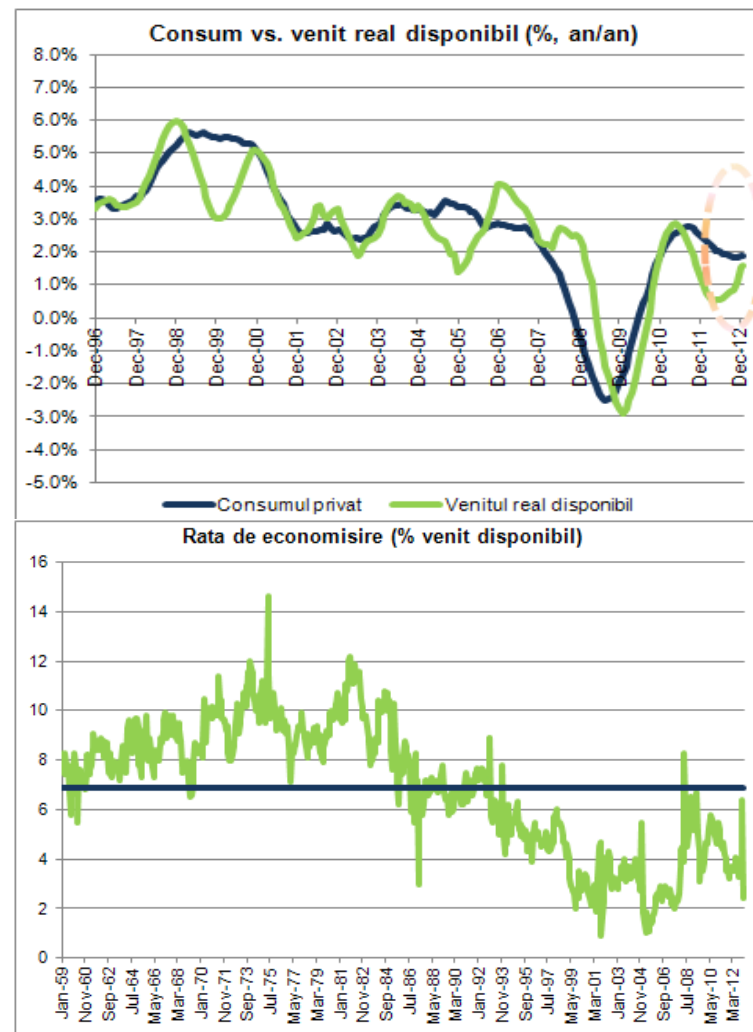
STATELE UNITE I

- Decelerare severă în trimestrul IV 2012, ritm anualizat de doar 0,1%;
- Relansare graduală a pieței imobiliare – unul din sectoarele declanșatoare ale Marii Recesiuni;
- Rezistență la problemele fiscal-bugetare, dar evoluție sub potențial.



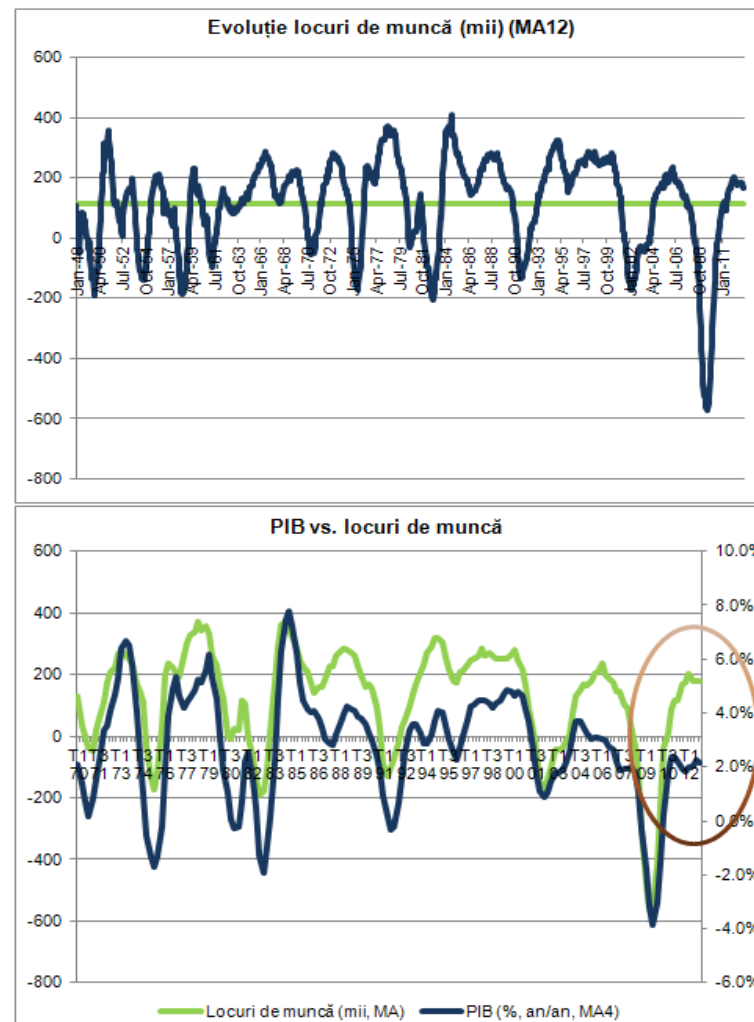
STATELE UNITE II

- Consumatorul american – **motorul economiei mondiale**;
- În ianuarie 2013 consumul privat a crescut cu 2% an/an;
- Ajustarea recentă a decalajului între ritmul de evoluție a cheltuielilor de consum și ritmul de evoluție a venitului real disponibil;
- Rata de economisire – volatilitate în ultimele luni, determinată de distorsiunile **fiscal cliff**, în prezent la nivelul minim din ultimii 6 ani (2,4% în ianuarie).



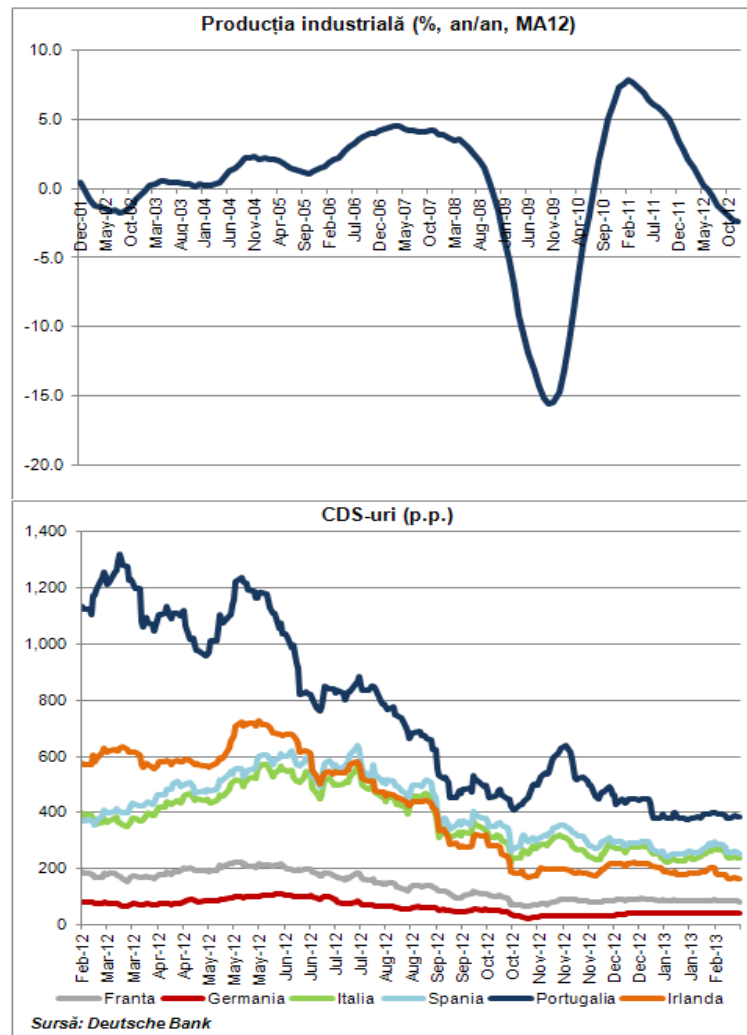
STATELE UNITE III

- Piața forței de muncă – refacere graduală, economia americană mai are de recuperat 3 milioane din cele 9 milioane de locuri de muncă pierdute în perioada Marii Recesiuni;
- Ritmul de creare de locuri de muncă a depășit posibilitățile economiei ...



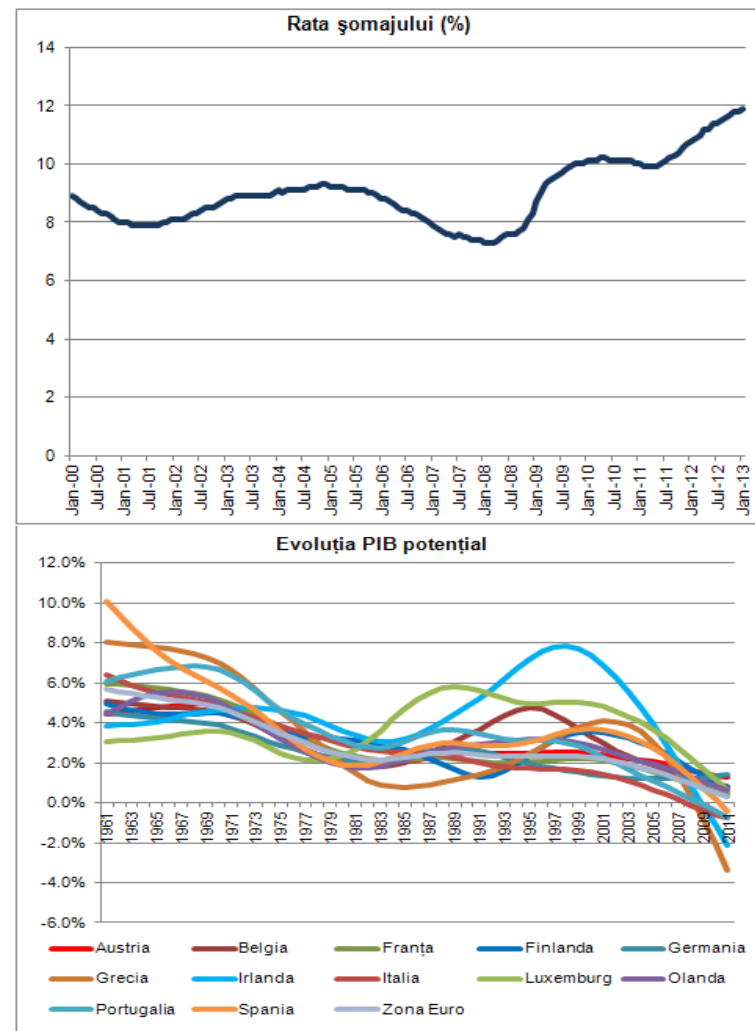
ZONA EURO I

- Evoluția indicatorilor PMI din industria prelucrătoare și sectorul de servicii în ultimele luni confirmă prelungirea contracției economice în T1 2013;
- Măsurile anunțate de BCE în a doua jumătate a anului 2012 (programul de cumpărare de titluri de stat) au determinat declinul primelor de risc din regiune ...
- Însă costul finanțării statelor din Europa de Sud depășește ritmul de evoluție a PIB nominal – efectul bulgăre de zăpadă.



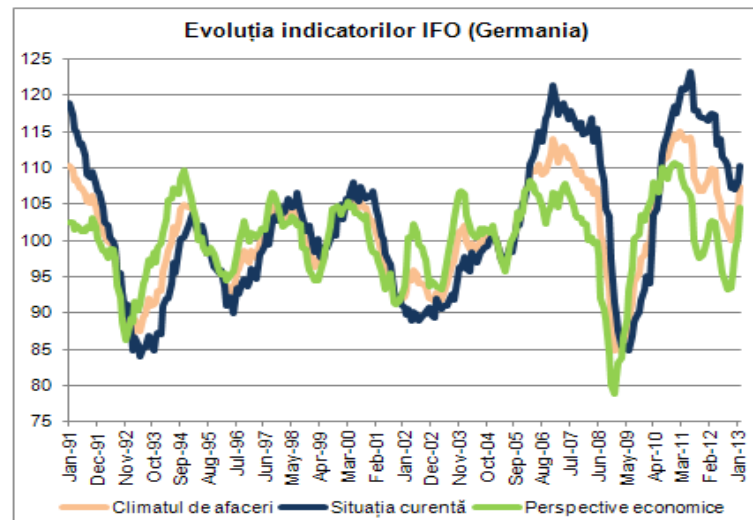
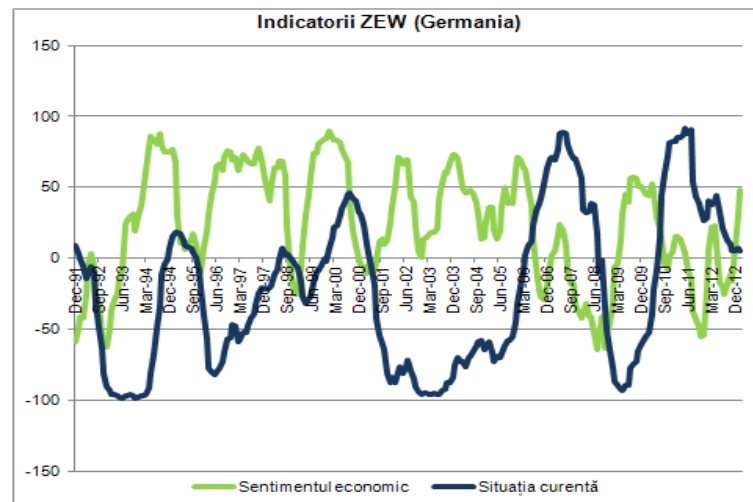
ZONA EURO II

- Șomajul – la maxime istorice (11,9% în ianuarie 2013) ...
- Cea mai afectată categorie fiind tinerii (rată a șomajului de 24,2%) ...
- Deteriorarea PIB potențial spre minimele din ultimele decenii, cele mai afectate fiind economiile din flancul Sudic (expresie a intensificării fenomenului de divergență economică după declanșarea Marii Recesiuni).



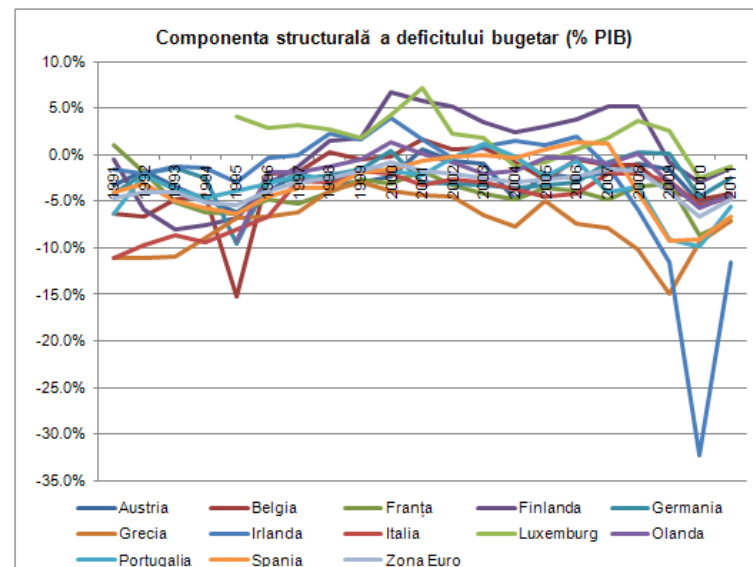
ZONA EURO III

- Semnale de stabilizare a climatului economic din regiune în 2013 ... fapt reflectat de evoluția indicatorilor de sentiment ...
- Condiționat de neintensificarea factorilor de risc (cazul Cipru) ... Zona Euro ar putea iniția un proces de relansare graduală în a doua jumătate a anului 2013.



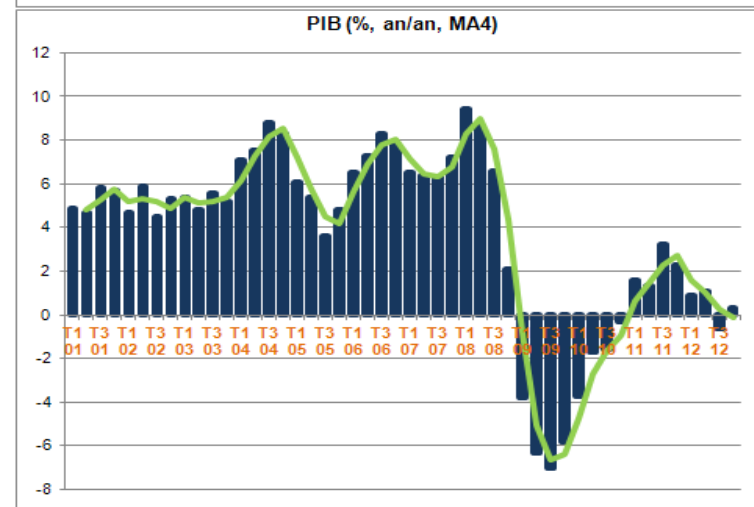
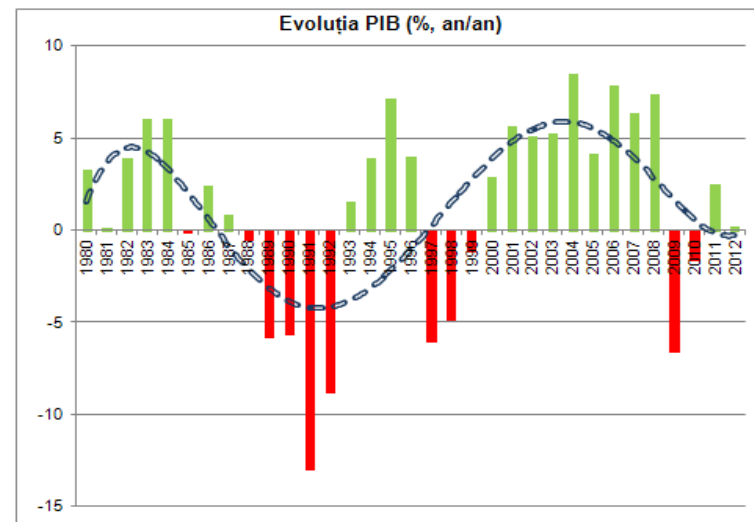
ZONA EURO IV

- Consolidare bugetară (Compactul Fiscal) ...
- Dificil de realizat într-un context de recesiune ...
- Compactul pentru Creștere Economică și Locuri de Muncă ... 120 mld. euro ...
- Un instrument ambițios, greu de implementat pe termen scurt;
- Summit-ul din martie 2013 ... accent pe creștere economică și mai puțin pe austeritate.



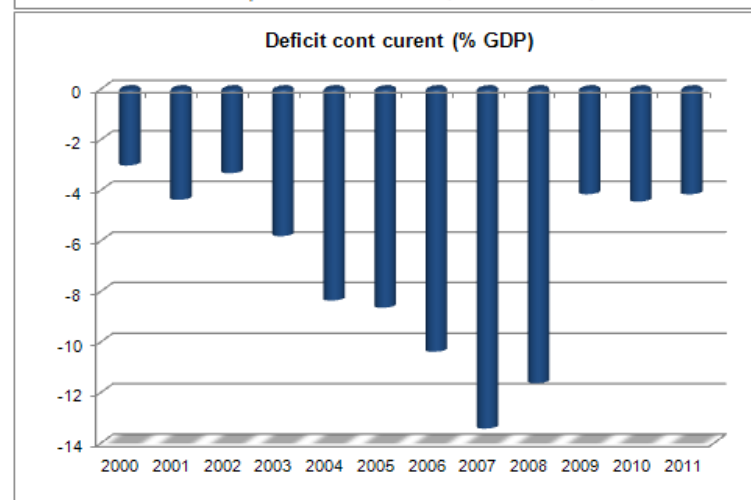
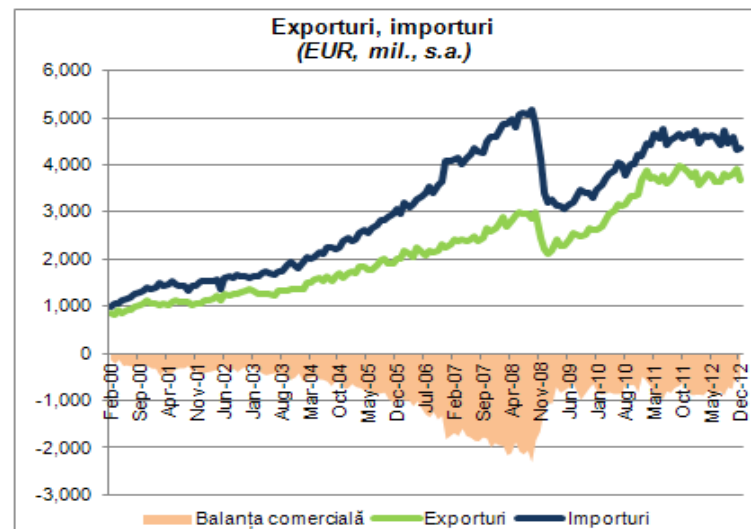
ROMÂNIA I

- O mică economie (PIB de aproximativ 132 mld. euro în 2012), cu un grad ridicat de deschidere (80%).
- Evitarea la limită a celei de-a treia recesiuni de la declanșarea crizei mondiale; PIB-ul în creștere cu 0,1% qoq în T4 2012;
- Avans de 0,3% an/an în 2012, evoluție determinată de cererea internă, care a contrabalansat contribuția negativă a cererii externe nete;



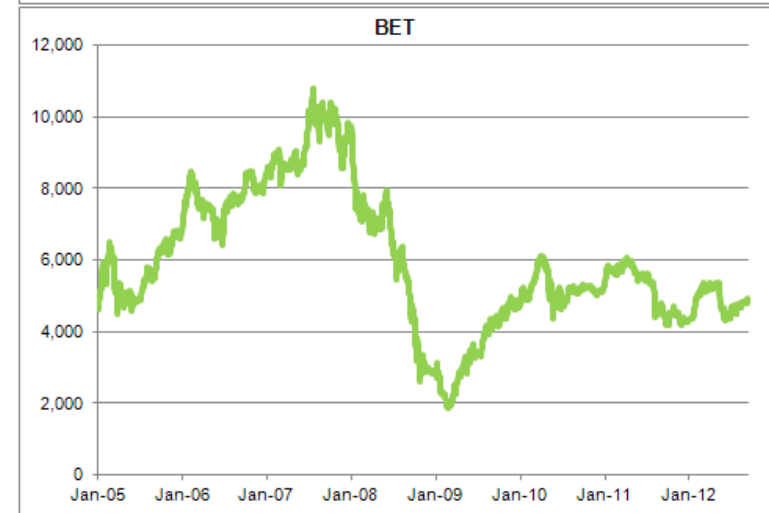
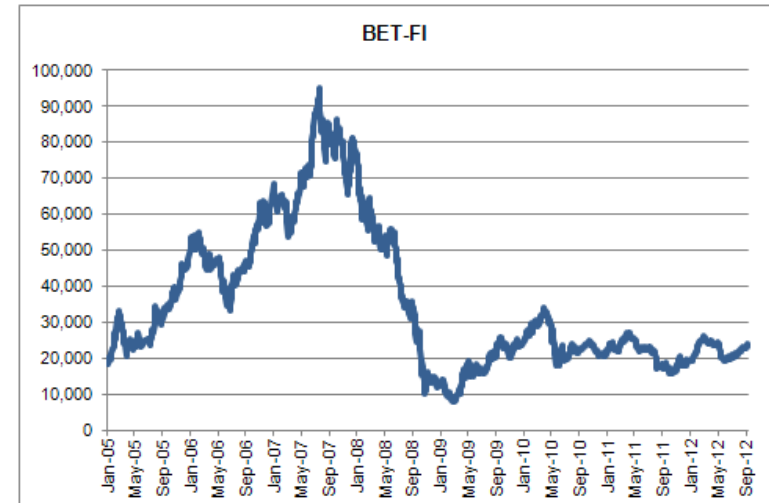
ROMÂNIA II

- O economie dependentă de fluxurile economice (comerciale și financiare) derulate cu Zona Euro;
- Primul val al crizei a determinat contracția exporturilor cu 13% an/an în 2009;
- O economie în fază de supraîncălzire la momentul resimțirii primului val de criză (deficit de cont curent peste 10% din PIB în 2006, 2007, 2008) ...
- Cu o politică bugetară pro-ciclică ...
- Fapt care a determinat inițierea unui amplu proces de ajustare ...
- Importurile s-au contractat cu 32% an/an în 2009.



ROMÂNIA III

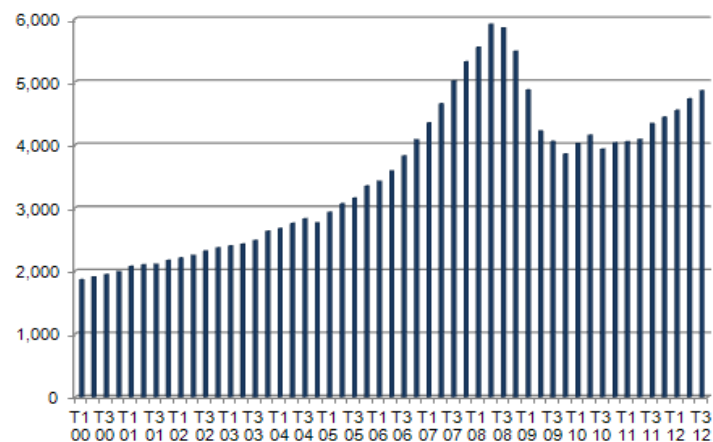
- Dependența de capitalul străin ...
- Și de direcția fluxurilor investiționale către economiile emergente ...
- Ieșiri masive de capital, mai întâi de pe bursă ... încă din 2007, tendință exacerbată în 2008 ...
- La început de 2009 principalii indici bursieri consemnau valori cu 80%-90% sub maximele din iulie 2007.



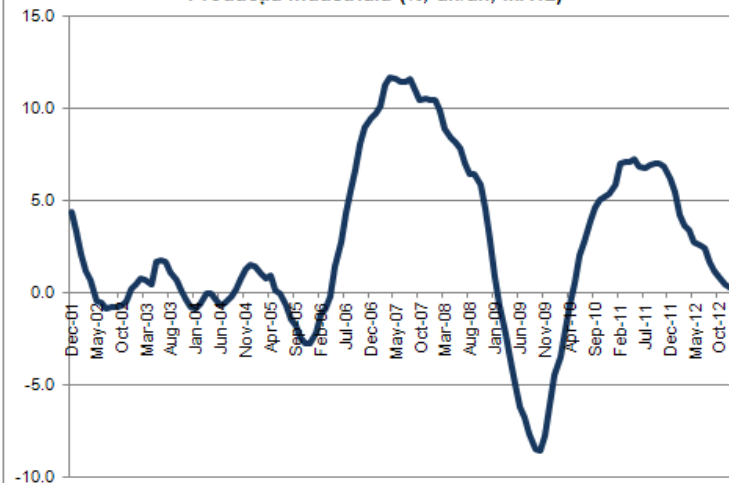
ROMÂNIA IV

- leșirile de capital străin (în principal) + lipsa capitalului autohton – seceta de capital ...
- Impact nefavorabil pentru investiții ...
- Și pentru indicatorii din economia reală.

FBCF România (mil. EUR)

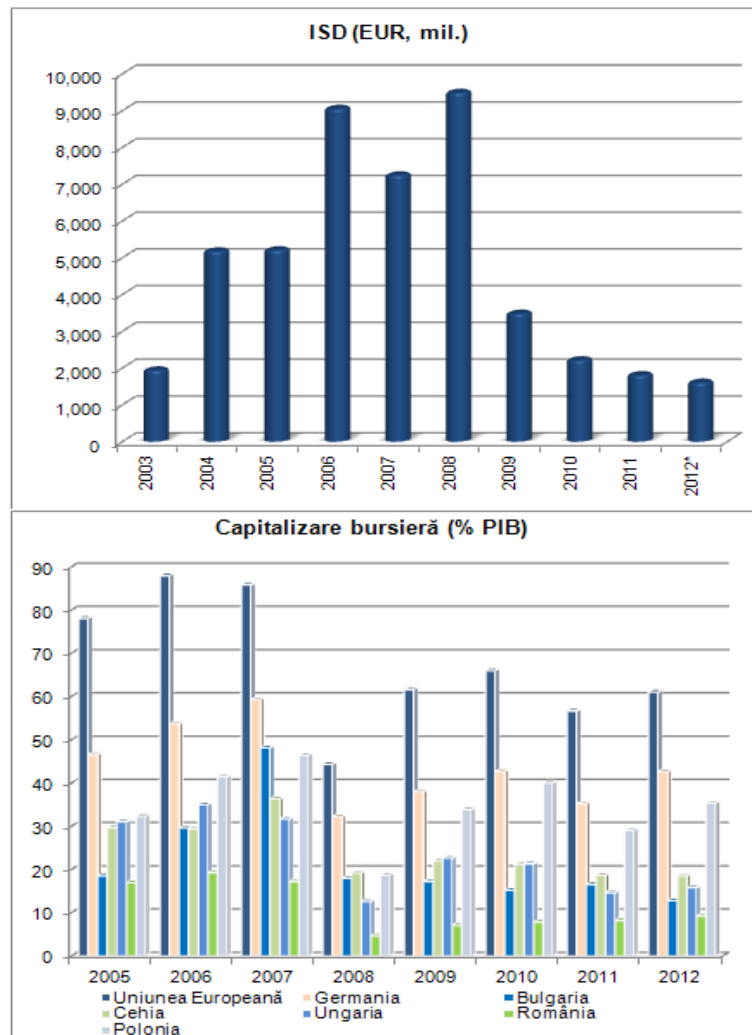


Producția industrială (% an/an, MA12)



ROMÂNIA V

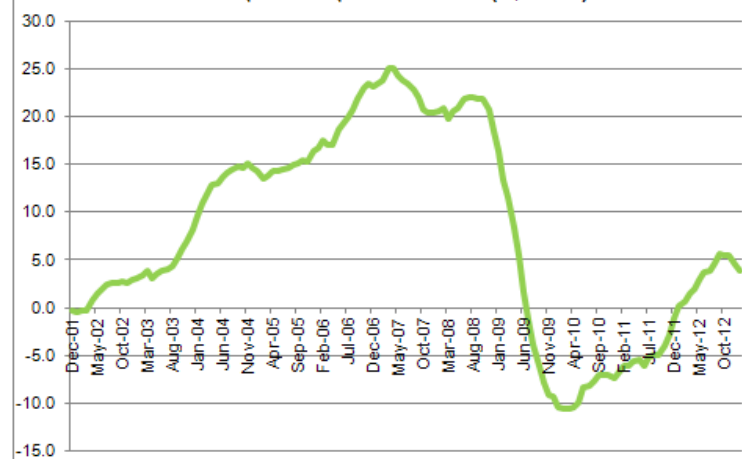
- Redresarea temporară a economiei Zonei Euro în urma primului val de criză ...
- Impact pozitiv asupra exporturilor ...
- Cu efecte de spill-over pentru producția industrială ...
- Însă economia a continuat să fie ocolită de fluxurile străine de capital, prin prisma conflictelor politice, dar și a deteriorării potențialului economic ...
- Iar capitalul autohton nu dispune de forța și know-how-ul necesare pentru a substitui capitalul străin.



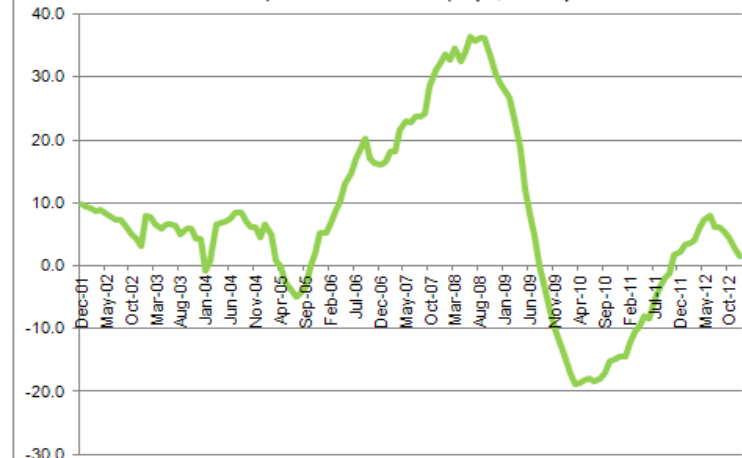
ROMÂNIA VI

- Leșire din a doua recesiune în T2 2012 (creștere cu 0,5% q/q) ...
- Consumul privat – semnale de relansare graduală (după 3 ani de declin) ...
- Evoluție determinată și de scoaterea la suprafață din economia gri;
- Se remarcă însă dinamica sectorului de construcții ...
- La care a contribuit componenta construcții publice, în contextul anului electoral ...

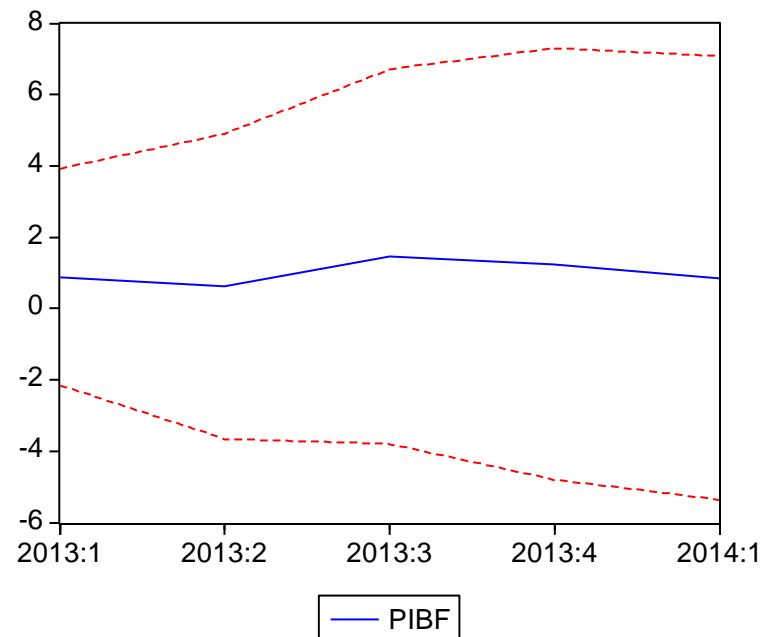
Evoluție comerț cu amănuntul (% an/an)



Evoluție sector construcții (% an/an)

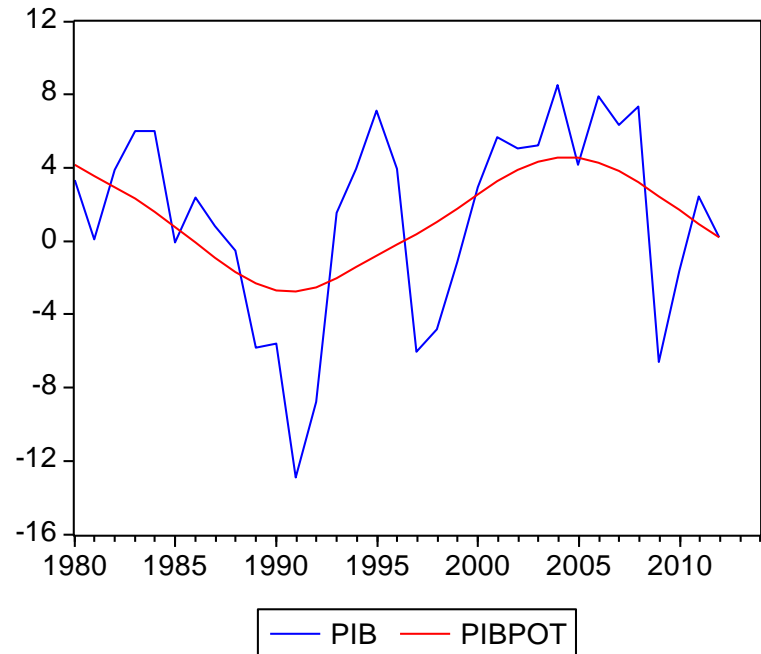


- Semnale de persistență a stagflației ... creștere anemică și presiuni inflaționiste ridicate ...
- Aplicând modelarea econometrică ... PIB ar putea crește cu aproximativ 1% an/an în 2013 ...
- Evoluție determinată de cererea internă ...
- Condiționat de neintensificarea factorilor de risc, FBCF ar putea accelera în 2013 (5% an/an).



ROMÂNIA – PROVOCĂRI I

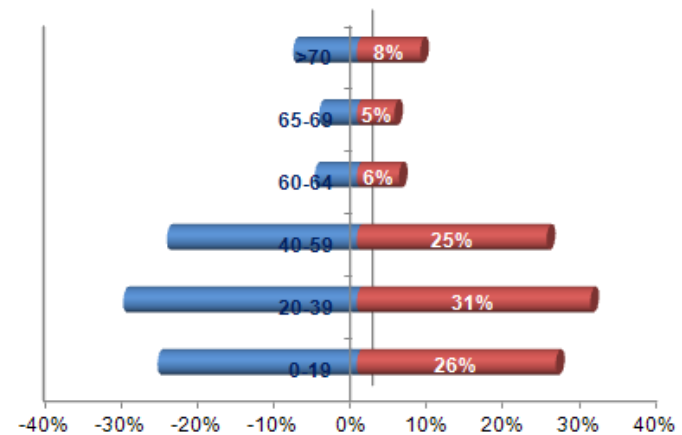
- Deteriorarea potențialului economic ...
- Pe fondul declinului investițiilor de capital ...
- Dar și a deprecierii capitalului uman.
- Refacerea potențialului economic – provocare pe termen mediu/lung.



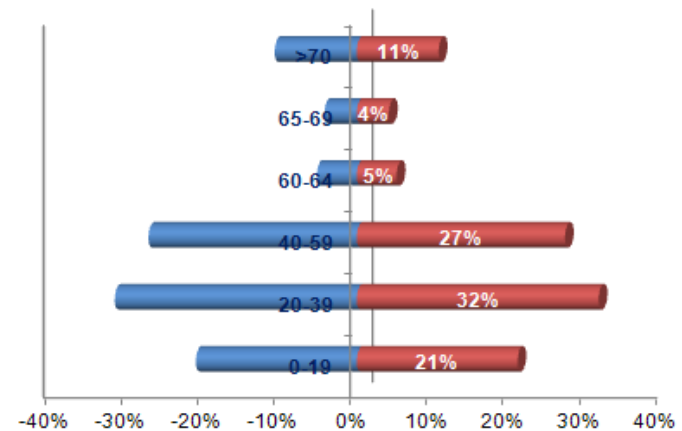
ROMÂNIA – PROVOCĂRI II

- Refacerea potențialului economic presupune și tratarea aspectelor fundamentale referitoare la structura populației.

Structura etară a populației (2000)

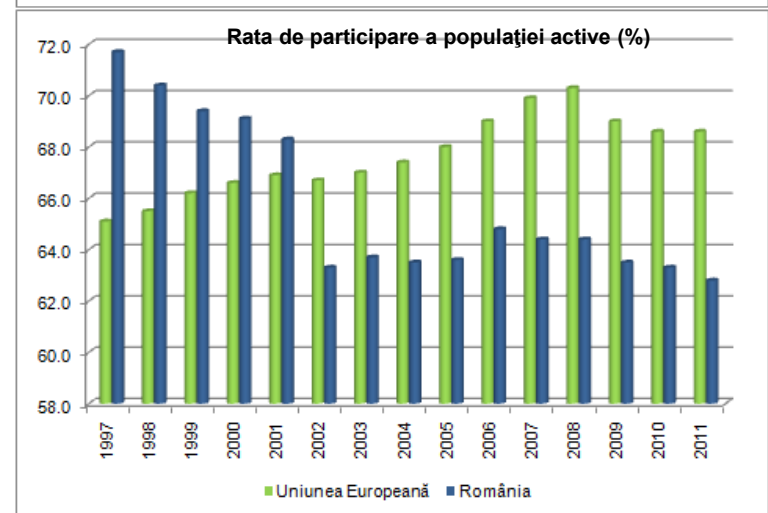
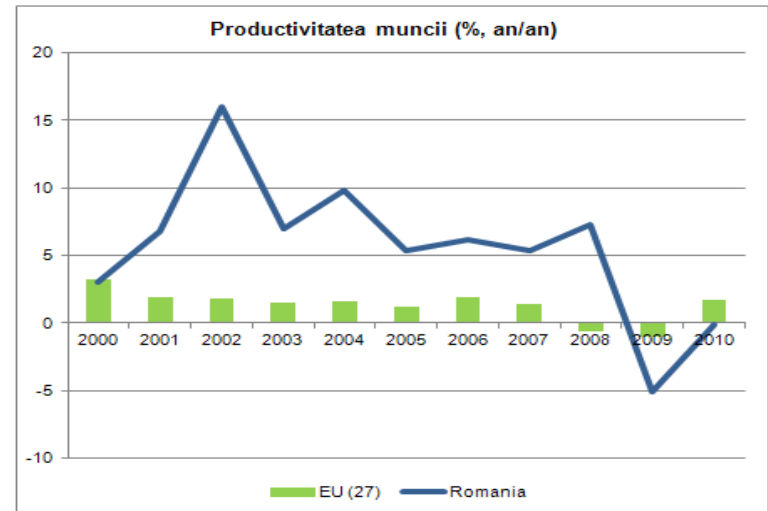


Structura etară a populației (2010)



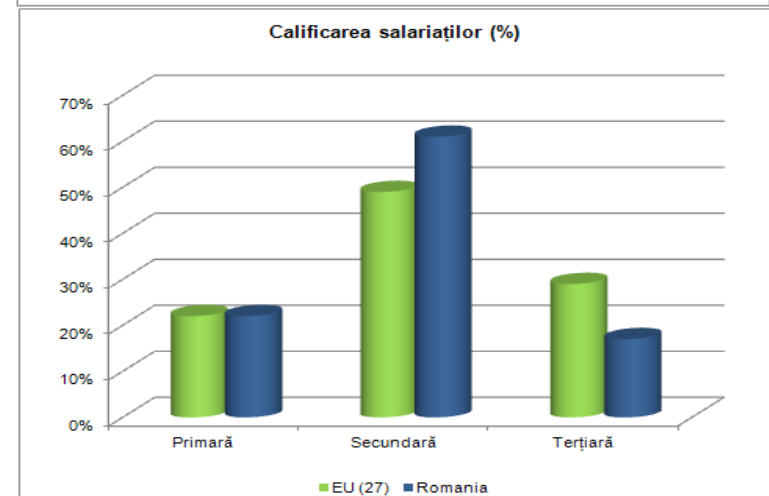
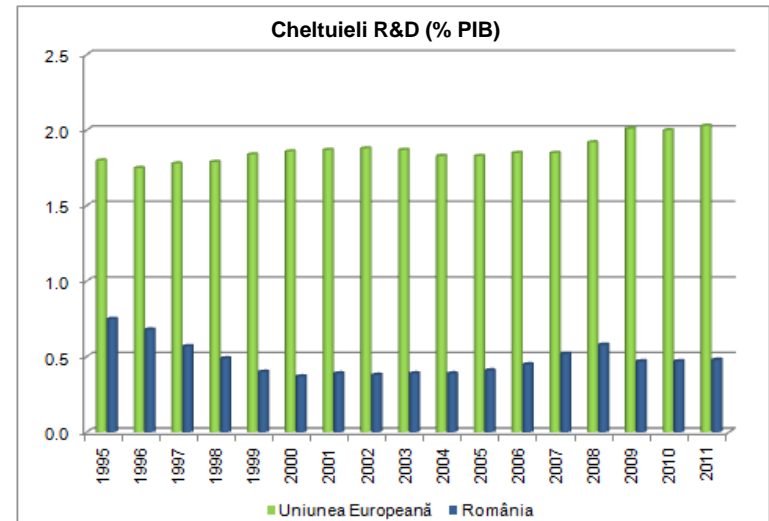
ROMÂNIA – PROVOCĂRI III

- Dar și tratarea problemelor structurale din piața forței de muncă ...
- Productivitatea muncii ...
- Rata de participare a populației active (evoluție divergentă raportat la UE după măsurile de austeritate din 2010) ...



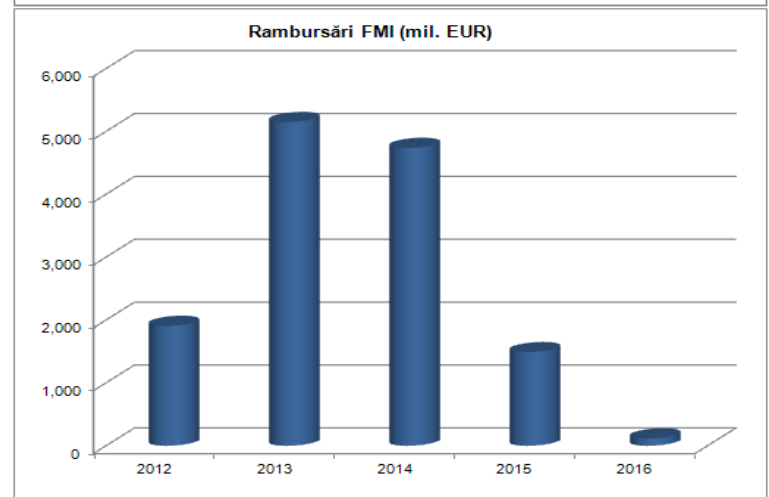
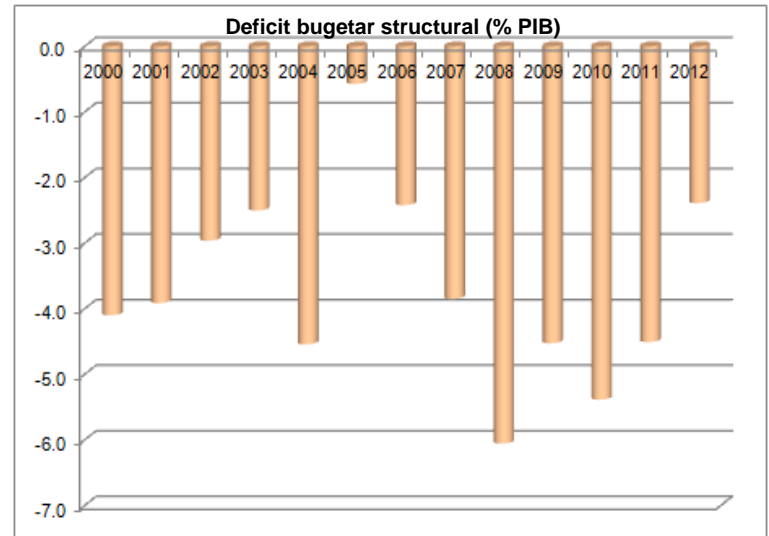
ROMÂNIA – PROVOCĂRI IV

- Investiția în capitalul uman ...
- Factor fundamental pentru creșterea valorii adăugate.



ROMÂNIA – PROVOCĂRI V

- Consolidarea bugetară ...
- Și rambursarea împrumuturilor internaționale contractate în 2009 – provocări pe termen scurt/mediu.

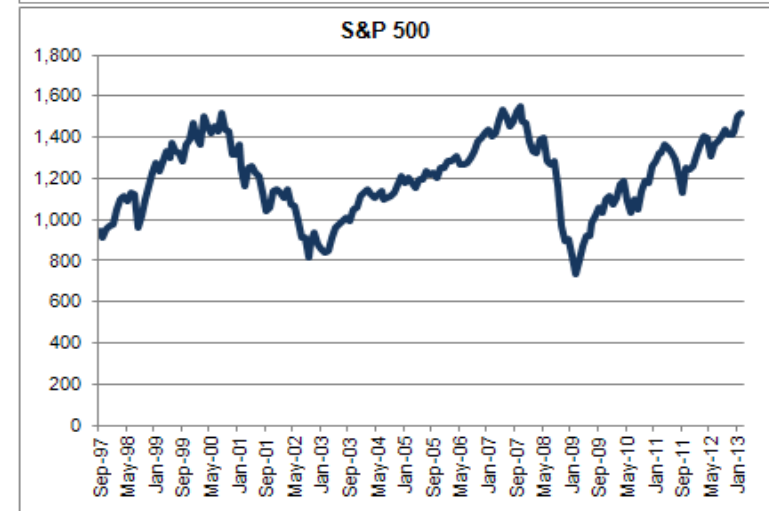
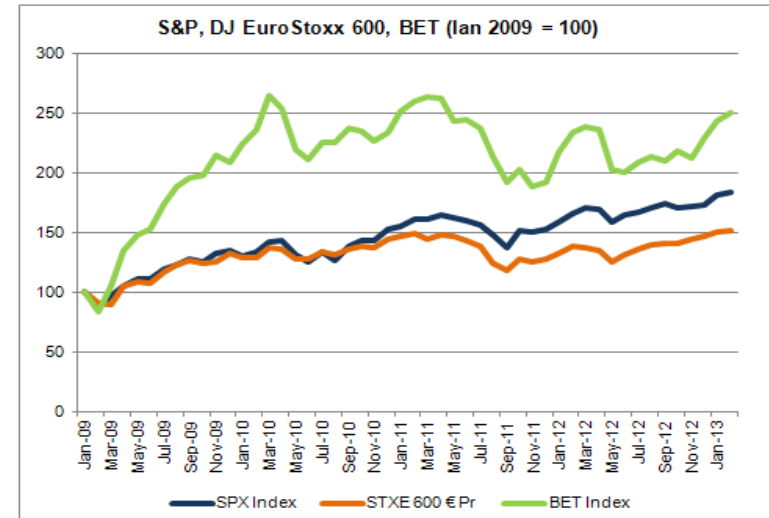


ROMÂNIA – PROVOCĂRI VI

- **Provocarea fundamentală – reluarea convergenței economice (către Europa) și pregătirea aderării la Zona Euro.**

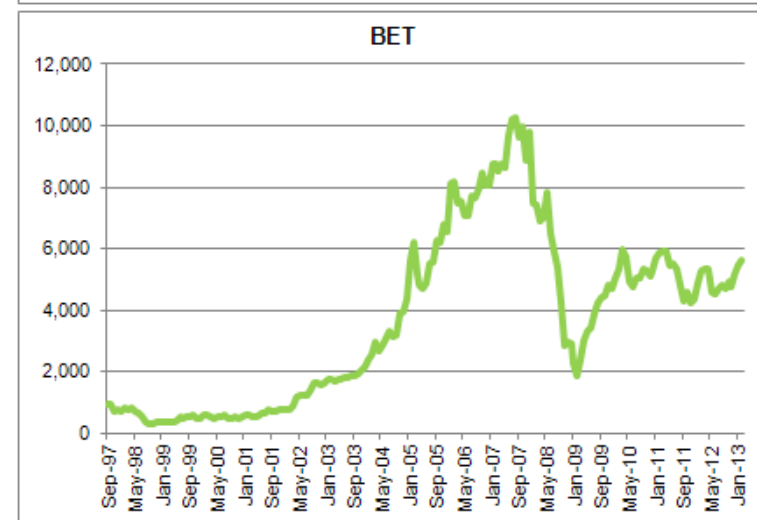
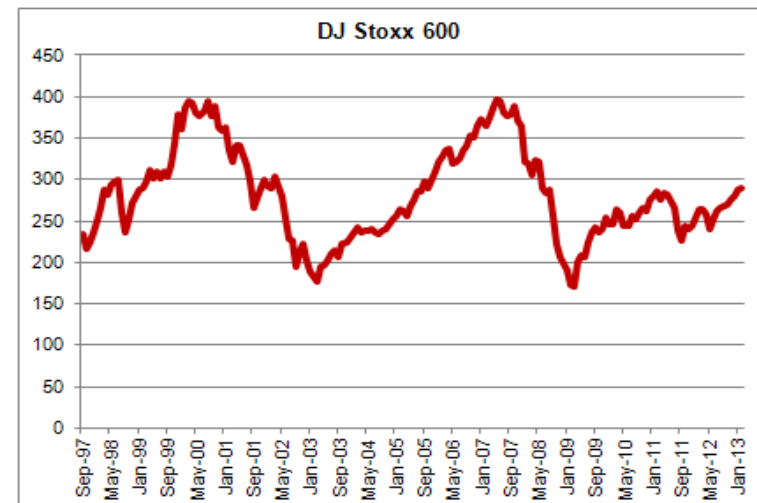
PIEȚELE FINANCIARE I

- Indicii americani ... în apropiere de maxime istorice ...
- Rally monetar (politicile FED), dar și rezistența economiei la problemele fiscal-bugetare ...



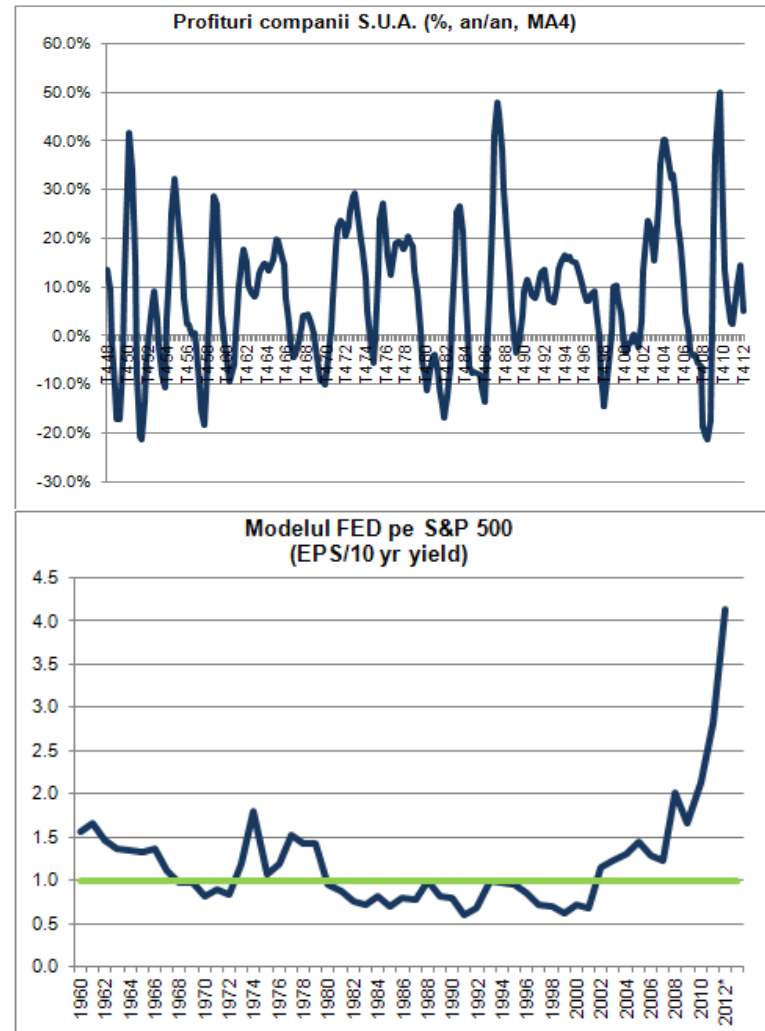
PIEȚELE FINANCIARE II

- Indicele european Dow Jones Stoxx 600 se situează la aproximativ 25% sub maximele istorice ...
- Indicele intern BET se situează la aproximativ 50% sub maximele istorice ...



PIEȚELE FINANCIARE III

- Din perspectiva fundamentală există în continuare potențial de creștere pe burse, însă concretizarea acestuia depinde de relansarea investițiilor de către companii ...
- Pe de altă parte, intensificarea factorilor de risc sau demararea procesului de normalizare a politicii monetare în SUA ar putea determina corecții importante în trimestrele următoare ...



ANALIZA FUNDAMENTALĂ

- **MODEL DE ANALIZĂ FUNDAMENTALĂ**

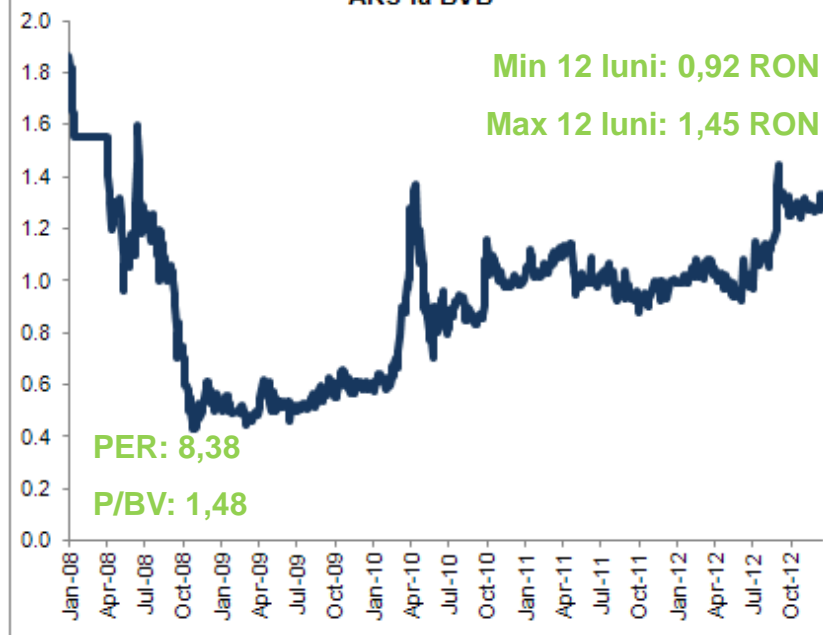
OVERVIEW

ARS

- Preț piață: 1,33 RON
- Preț țintă (12 luni): 1,553 RON
- Recomandare: CUMPĂRARE**
- Capitalizare: 155 791 585 RON

- **** ATENȚIE LA FACTORII DE RISC MACRO-FINANCIARI (ECONOMIA MONDIALĂ, ECONOMIA EUROPEANĂ, ROMÂNIA)!**

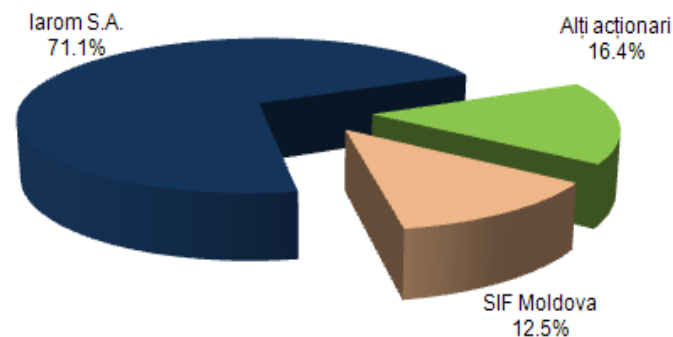
ARS la BVB



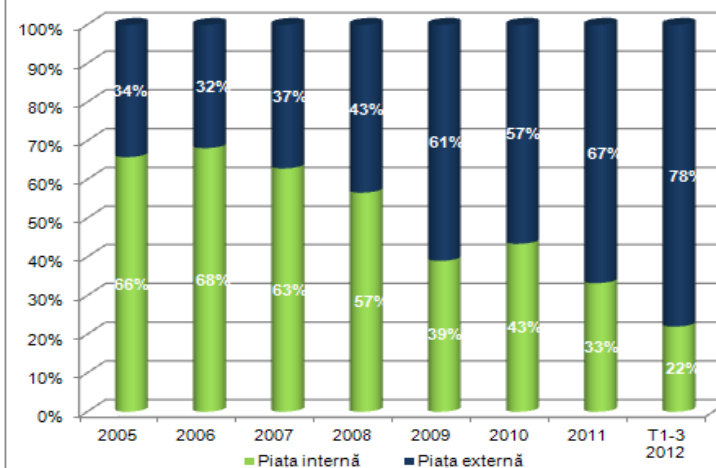
PREZENTARE EMITENT

- ARS activează în industria aeronautică: producție de componente pentru aviația militară și civilă; producție și servicii în domeniul sistemelor defensive; servicii de mentinere și reparații avioane (Boeing, Airbus);
- Compania a rezistat la valurile Marii Recesiuni printr-o politică ambițioasă de internaționalizare (începând cu 2009 exporturile au avut cea mai importantă contribuție la formarea cifrei de afaceri – 78% în T1-3 2012);
- Adunarea Generală a Acționarilor a aprobat (în decembrie) Bugetul de Venituri și Cheltuieli pe 2013: cifra de afaceri de 210 mil. RON; un profit brut de 19 mil. RON; investiții de 25,7 mil. RON.

Structura acționariatului
(decembrie 2012)

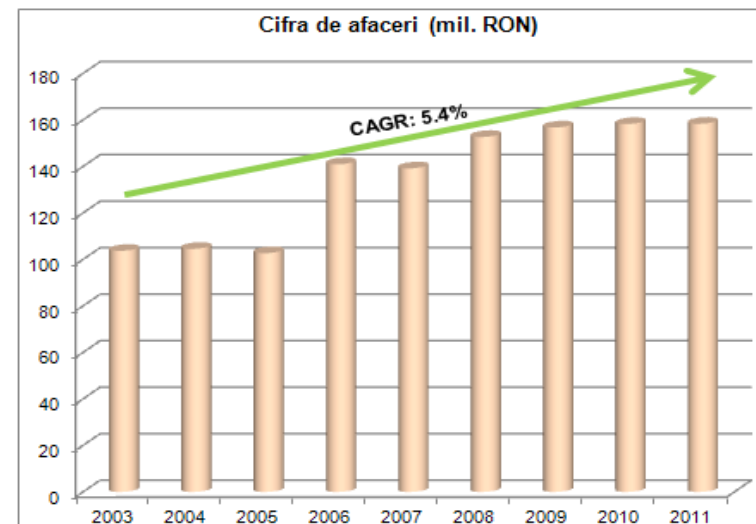


Structura cifrei de afaceri (%)



REZULTATE FINANCIARE I

- În 2011 cifra de afaceri a stagnat la aproximativ 158 mil. RON;
- Veniturile din exploatare s-au contractat cu 1% an/an, în timp ce cheltuielile de exploatare au scăzut cu 2% an/an (pe fondul declinului cheltuielilor materiale cu 25% an/an);
- Prin urmare, rezultatul din exploatare a crescut cu 5% an/an, la 14,5 mil. RON;
- Din operațiuni financiare ARS a înregistrat un rezultat pozitiv în 2011, aproximativ 2,5 mil. RON (creștere cu 64% an/an);
- Profitul net a consemnat un avans de 3% an/an, la 11,6 mil. RON.



Indicator / an	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cifra de afaceri	104	105	103	141	139	153	157	158	158
Venituri din vânzarea mărfurilor	2	3	3	3	4	4	3	2	2
Alte venituri din exploatare	2	2	0	0	0	1	0	1	0
Total venituri din exploatare	108	98	105	144	140	160	160	164	162
Cheltuieli cu mărfurile	2	2	2	2	3	4	2	2	2
Cheltuieli materiale	36	27	31	39	49	57	55	57	43
Cheltuieli cu energia și apa	4	4	5	5	6	6	6	6	7
Alte cheltuieli de exploatare	19	19	18	33	16	26	22	26	37
Cheltuieli cu personal	36	37	39	43	49	55	53	51	51
Cheltuieli cu amortizare	4	3	3	4	8	6	10	8	8
Total cheltuieli de exploatare	100	92	98	127	130	153	149	150	147
Rezultat din exploatare	8	6	7	17	10	7	11	14	15
Venituri financiare	1	3	2	3	3	8	6	8	8
Cheltuieli financiare	2	1	1	2	2	4	4	6	5
din care cheltuieli cu dobânzi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezultat operațiuni financiare	0	2	1	0	1	4	2	1,5	2,5
Rezultat brut	8	8	8	17	11	11	13	15	17
Impozit pe profit	1	2	1	4	1	2	3	4	5
Rezultat net	6	6	7	13	10	10	10	11	12

Sursă: Raportări Financiare Aerostar

REZULTATE FINANCIARE II

- La 9 luni din 2012 cifra de afaceri a crescut cu 33,4% an/an, la 134 mil. RON, pe fondul evoluției exporturilor (avans cu 49% an/an);
- Veniturile din exploatare s-au majorat cu 38,8% an/an, în timp ce cheltuielile de exploatare au crescut cu 33,6% an/an (cheltuielile cu personal, materiale și utilități au consemnat ritmuri de evoluție de 24,5% an/an, 54,6% an/an, respectiv 59,2% an/an);
- Prin urmare, rezultatul din exploatare a crescut cu 122,4% an/an, la 14,1 mil. RON:
- Din operațiuni financiare ARS a înregistrat un rezultat pozitiv (aproximativ 2,1 mil. RON);
- Compania a încheiat primele 9 luni ale anului cu un profit net de 11,2 mil. RON (creștere cu 162,8% an/an);

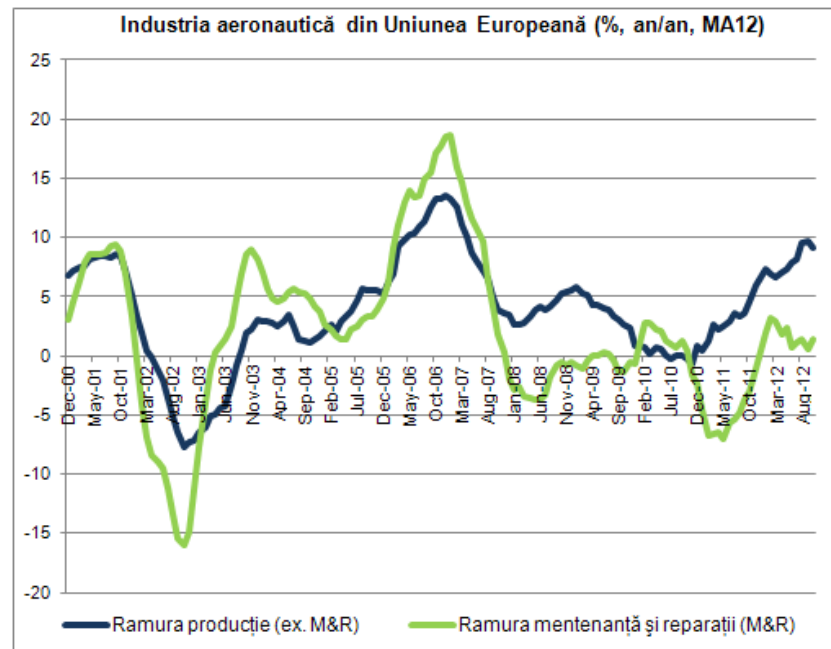
Contul de Profit și Pierdere (mil. RON)												
Indicator / an	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11	T1 12	T2 12	T3 12	
Cifra de afaceri	31	39	33	54	31	33	37	58	37	51	46	
Venituri din vânzarea mărfurilor	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	0	
Alte venituri din exploatare	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total venituri din exploatare	34	46	32	51	34	38	37	52	50	52	49	
Cheltuieli cu mărfurile	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	
Cheltuieli materiale	11	21	14	11	9	11	9	13	19	14	13	
Cheltuieli cu energia și apa	2	1	1	2	2	1	1	3	4	2	1	
Alte cheltuieli de exploatare	3	6	1	17	3	7	14	13	4	14	7	
Cheltuieli cu personal	12	12	13	14	12	13	13	13	14	16	16	
Cheltuieli cu amortizare	2	7	2	-3	3	1	2	2	3	3	5	
Total cheltuieli de exploatare	31	47	30	42	29	35	39	44	45	50	43	
Rezultat din exploatare	3	-1	2	10	4	3	-1	8	5	3	7	
Venituri financiare	1	3	2	2	1	2	2	2	2	3	6	
Cheltuieli financiare	1	1	3	1	2	1	1	1	1	1	5	
din care cheltuieli cu dobâ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Rezultat operațiuni financiare	0	2	-1	0	-0.4	1	1	1	0	1	0	
Rezultat brut	3	1	2	10	4	4	0	9	5	4	7	
Impozit pe profit	1	1	0	2	1	1	1	2	1	2	2	
Rezultat net	3	-1	2	8	3	3	-2	7	4	2	5	

Sursă: Raportări Financiare Aerostar

- ARS a investit în perioada T1-3 2012 14,4 mil. RON (creștere cu 42% an/an), majoritatea investițiilor fiind direcționate spre ramura aviație civilă (pe acest segment vânzările au crescut cu 51% an/an, la 95 mil. RON).

PERSPECTIVE SECTORIALE

- Industria aeronautică este o ramură ciclică a economiei, cu o evoluție dependentă de climatul macroeconomic;
- În România industria aeronautică a traversat un amplu proces de restructurare în ultimele două decenii, în prezent fiind dependentă de comenzile de la companiile de profil din Uniunea Europeană;
- Această dependență poate fi pozitivă în momentele de criză economică (când asistăm la intensificarea proceselor de reducere a costurilor și externalizare); în ultimii ani industria aeronautică internă a beneficiat și de deprecierea RON; din perspectiva termenului lung dependența de *outsourcing* nu este favorabilă pentru generarea de valoare adăugată;
- Ramura producție a industriei aeronautice europene a fost rezistentă la criza datoriilor suverane din Zona Euro



- (creștere cu 8% an/an în primele 10 luni din 2012); pe de altă parte, ramura reparații și mentenanță a industriei aeronautice europene a fost influențată nefavorabil de criza economico-financiară, pe fondul proceselor de consolidare bugetară (creștere cu doar 1,8% an/an la 10 luni).

ANALIZA COMPARATIVĂ

- Pentru analiza comparativă am selectat companii din industria aeronautică listate la bursele de valori (din Statele Unite și Germania);
- În ceea ce privește indicatorul PER, compania românească este subevaluată (nivel de 8,4 – inferior mediei companiilor analizate);
- ARS este subevaluată și din punct de vedere al indicatorului P/BV (nivel de 1,5 – inferior mediei companiilor incluse în analiza comparativă);
- De asemenea, ARS este subevaluată și din punct de vedere al indicatorului P/Sales (nivel de 0,8 – inferior mediei companiilor analizate);
- Concluzionând, analiza comparativă exprimă faptul că ARS este subevaluată.

Analiza Comparativă			
Companie / indicator	PER	P/BV	P/Sales
Heico Corp. (U.S.A.)	27.2	3.2	2.1
Triumph Group (U.S.A.)	10.5	1.7	0.9
Ducommun Inc (U.S.A.)		0.8	0.2
Transdigm (U.S.A.)	22.4	5.7	4.1
Spirit Aerosystems (U.S.A.)	67.1	1.2	0.5
CPI Aerostructures (U.S.A.)	7.5	1.1	1.0
MTU Aero Engines (De)	17.5	3.1	1.1
Medie	25.4	2.4	1.4
Aerostar (Ro)	8.4	1.5	0.8
Industrie (Reuters)	16.8	2.2	1.7
Sector (Reuters)	24.2	1.4	1.9

Sursă: Reuters, Raportări Financiare, decembrie 2012

EVALUARE DCF

- Tabelul alăturat prezintă scenariul central de previziune financiară pentru perioada 2013-2017;
- Comparativ cu analiza fundamentală anterioară (începutul lunii noiembrie) am extins orizontul de previziune cu 1 an, dat fiind că 2012 se apropie de final;
- Principalele ipoteze ale acestui nou scenariu central sunt:
- Cifra de afaceri crește cu 14% an/an în 2013 și cu un ritm mediu anual de 2,8% ulterior;
- Un nivel mediu anual al marjei EBIT de 9,9%;
- Un factor de discount (medie anuală) de 15,4%;

Evaluare DCF (mil. RON)						
Indicator / an	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cifra de afaceri	198	225	232	232	243	252
EBIT	24	25	24	23	24	20
EBIT (1-t)	20	21	20	19	20	17
CAPEX - amortizare	1	-3	-4	-3	-2	1
Δ Capitalului de lucru	7	3	-1	-2	0	1
FCFF	13	21	26	25	23	15

- Conform analizei DCF un posibil preț țintă pentru următoarele 12 luni pentru titlurile ARS este 1,522 RON.

CONCLUZII

- ARS este subevaluată din punct de vedere al analizei fundamentale; din perspectiva termenului mediu, potențialul de evoluție este determinat de politica de investiții a companiei; de asemenea, din perspectiva termenului scurt, titlurile ARS ar putea fi impulsionate de așteptările cu privire la politica de dividende pentru exercițiul financiar 2012.
- Prețul țintă pentru următoarele 12 luni pentru titlurile ARS este 1,553 RON; prețul țintă a fost determinat prin ponderarea rezultatelor din evaluarea DCF și din analiza comparativă;
- Cu toate acestea, investitorii trebuie să fie atenți în continuare la evoluția factorilor de risc macro-financiar (economia mondială, economia europeană, economia României).

VĂ MULTUMESC!