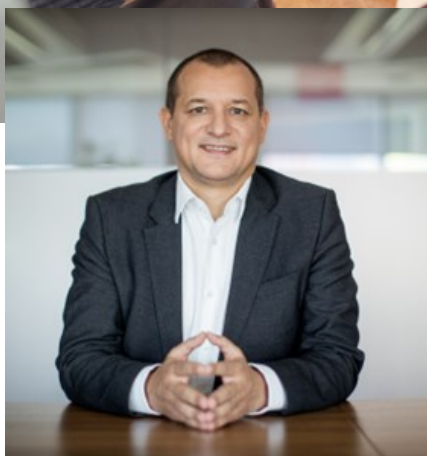


NEWSLETTER AAFBR NR.18



INVITAT ÎN ACEST NUMĂR

CRISTIAN MARIUS SPORIȘ

Executive Director Raiffeisen Bank

**IMPACTUL ECONOMIC ȘI FINANCIAR
GLOBAL AL SCHIMBĂRIILOR
CLIMATICE**

AAFBR este o asociație profesională fără scop lucrativ, fondată în luna ianuarie 2008.

Încă de la înființare, AAFBR și-a propus să prezinte un punct de vedere profesionist cu privire la perspectivele economiei românești prin intermediul conferințelor cu profil financiar, comunicatelor de presă și a unor sondaje interne în rândul membrilor și opiniilor exprimate în mass-media românească. AAFBR își dorește astfel să ofere instrumente utile tuturor companiilor interesate de evoluțiile macroeconomice în cadrul proceselor interne de administrare a activelor și pasivelor, analiștilor care doresc un punct de reper pentru propriile estimări, presei care identifică provocări economice, mediului universitar care se orientează asupra cercetării științifice.

O altă componentă a strategiei AAFBR este cea educațională, asociația noastră oferind în România trei certificări recunoscute la nivel internațional: Certified European Financial Analyst (CEFA), Certified ESG Analyst (CESGA) și Certified International Investment Analyst (CIIA). De aceste trei certificări pot beneficia toți cei interesați de o pregătire suplimentară temeinică în activitatea lor profesională.

CUPRINS

1	Invitat în acest număr	03
	CRISTIAN SPORIȘ, Vice-Președinte Raiffeisen Bank: Impactul economic și financiar global al schimbărilor climatice	
2	Prezentarea AAFBR	06
	Misiune, viziune, program board AAFBR	05
	Proiecte desfășurate de AAFBR	06
	Parteneriate AAFBR și membri noi	07
3	Mediul macroeconomic, sectorul financiar-bancar și mediul de afaceri	10
	Guvernanța și etica sunt elementele care pun bazele unei strategii eficiente de ESG	10
	Sectorul bancar în formă bună post-pandemie, există premise pentru continuarea consolidării	12
	Perspective economice și de piață la nivel global	14
4	Piața de capital	19
	BVB este întâi de toate rațională	19
	Evoluția Bursei de Valori București	24
	Evoluția mărfurilor	24
5	Echipa editorială și colaboratori ai newsletter-ului	27





INVITAT ÎN ACEST NUMĂR

CRISTIAN MARIUS SPORIȘ

VICE-PREȘEDINTE RAIFFEISEN BANK

IMPACTUL ECONOMIC ȘI FINANCIAR GLOBAL AL SCHIMBĂRILOR CLIMATICE

Impactul economic și financiar global al schimbărilor climatice afectează, direct sau indirect majoritatea oamenilor și companiilor, iar datorită acestui aspect tema sustenabilității nu mai este doar un subiect de nișă, “nice to have”. Tranziția către o economie verde este și un obiectiv asumat de România în 2015, în calitatea sa de membru ONU, prin adoptarea Agendei 2030 pentru Dezvoltare Sustenabilă, care include un set de 17 Obiective de Dezvoltare. În plus, prin Pactul Ecologic, Europa își dorește să devină primul continent neutru din punct de vedere climatic până în 2050.

Cel mai important aspect însă ține de noi toți și privește educația. A conștientiza schimbările climatice și impactul pe care îl avem fiecare dintre noi, dar și la nivelul companiilor, poate conduce la o schimbare reală în bine a felului în care trăim și muncim.

Acestea fiind spuse, avem nevoie de o transformare fără precedent, atât în mediul de business, instituțional, politic, dar și social, la nivel de individ.

O să vorbesc însă mai jos despre ce presupune această transformare ESG pentru o companie. Mă gândesc acum că e oarecum normal ca orice agent economic să își propună să facă tranziția, doar că lucrul acesta nu e deloc simplu și nici la îndemână. Gândiți-vă numai că o tranziție întârziată la o economie verde sau cu obiective greșite poate însemna pentru o companie limitarea drastică a accesului la finanțare bancară, dar și europeană etc.

Statul are un rol determinant în tranziția la economia verde

Aici trebuie spus că sunt câteva măsuri pe care le poate lua statul român și care pot să favorizeze tranziția către o economie verde cum sunt:

- ♦ oferirea de stimulente pentru favorizarea investițiilor “verzi”, atât publice, cât și private;
- ♦ abordarea segmentară a sectoarelor consumatoare de resurse;
- ♦ facilitarea accesului la finanțare a companiilor prin intermediul instrumentelor financiare dedicate “înziririi economiei”;
- ♦ creșterea gradului de predictibilitate a legislației, dar, totodată, și a transparenței accesului la diferite programe operaționale, inclusiv, dar fără a ne limita la, PNRR. Un exemplu elocvent pentru acest caz este recenta reglementare din Pilonul I. Tranziția verde – Componenta C6. Energie, Planul Național de Redresare și Reziliență pentru montarea panourilor fotovoltaice. În cazul montării acestor panouri pe o clădire ipotecată în favoarea unei bănci, se solicită o scrisoare din partea instituției creditoare (banca), conform căreia aceasta se angajează că nu va executa clădirea respectivă și investiția finanțată din PNRR pe o perioadă de cel puțin 5 ani de la punerea proiectului în exploatare. Ținem cont că această solicitare îngreunează accesul la aceste fonduri a actorilor din mediul privat.

Dacă vă întrebați cât de receptiv este mediul de business local față de îndeplinirea obiectivelor ESG (Environmental, Social and Governance), asumate de guvernele Uniunii Europene și al nostru implicit, sau cum tratează problematica schimbărilor climatice comunitatea bancară din România, răspunsul meu este că vad un rol fundamental aici pentru noi, băncile. Putem acționa (noi o facem deja) ca un catalizator important în reorientarea fluxurilor financiare către activități durabile, sprijinind industriile relevante și guvernele țărilor.

Când discutăm despre finanțarea sustenabilă, băncile își pot regândi rolul lor fundamental - acela de a aloca și de a ghida fluxurile de capital- rol indiscutabil esențial în orice economie, și pot deveni catalizator, formator și educator al pieței. Reglementările europene, cum sunt Taxonomia EU, sunt în curs de dezvoltare și pot părea greu de înțeles și transpus pentru unii dintre agenții economici. Primele care se aliniază acestui trend "verde" sunt, desigur, companiile mari și medii, care, în număr din ce în ce mai mare, au adăugat în strategiile lor componente ce susțin trecerea către o economie cu emisii scăzute de dioxid de carbon sau alte emisii. La nivelul IMM-urilor este nevoie de susținere și know how în acest demers, întrucât procesul poate fi unul care să presupună investiții importante, iar multe dintre companii nu dispun de resursele necesare. Avem însă vești bune. România a primit sume importante pentru tranziția către economia verde, respectiv 12 miliarde euro, 41% din total sume PNRR. În plus, 21% din fondurile PNRR sunt dedicate pentru tranziția către digitalizare. Ori tranziția spre economia verde are foarte multe puncte comune cu tranziția spre digitalizare, iar aici regăsim circa 62% din sumele alocate din PNRR.

Mediul economic românesc are nevoie de accesarea acestor sume, însă accesul facil la fondurile europene înseamnă, în primul rând, predictibilitate și setarea unui cadru de lucru: calendarul lansărilor de apeluri de proiecte, precum și punerea la punct a legislației. Avem

nevoie de implicarea tuturor factorilor de decizie pentru atragerea de fonduri europene, cu scopul de a ajunge la o mai bună absorbție a acestora față de anii anteriori. Având în vedere importanța implementării transformărilor și investițiilor, în termenul agreat cu Comisia Europeană, din perspectiva sistemului bancar suntem pregătiți să susținem demersurile și să ne implicăm aici.

Înțelegem rolul nostru ca bancă în succesul implementării PNRR

Raiffeisen Bank se pregătește pentru implementarea unor noi instrumente financiare ce vor fi lansate de către Instituțiile Financiare Internaționale prin Planul Național de Redresare și Reziliență, cu scopul de a îmbunătăți accesul la finanțare al companiilor și a le acorda sprijin în procesul de tranziție către modele de afaceri sustenabile.

Anul 2021 a marcat o premieră pentru Raiffeisen Bank, dar și pentru România. Am lansat două emisiuni de obligațiuni verzi, listate la BVB, primele din piața românească, ambele subscrise cu succes. Am continuat să ne concentrăm pe creșterea finanțărilor sustenabile, diversificând atât portofoliul de produse, cât și segmentele de finanțare abordate. Ne dorim să fim în continuare un lider în finanțarea sustenabilă. Finanțările imobiliare sustenabile și cele din sectorul energiei regenerabile cresc ca volum în portofoliul nostru de credite acordate companiilor. Trendul de creștere se vede din ce în ce mai mult și în alte arii precum: economie circulară, sectoarele cu tehnologie avansată (auto, echipamente industriale), agricultură, retail, ceea ce demonstrează interesul nostru mare pentru investiții sustenabile.

Implicarea puternică a Raiffeisen Bank în sprijinirea economiei românești a făcut ca finanțările pentru companii mari și medii să crească cu aproape 20%, iar cele pentru IMM-uri cu 11% în anul 2021.

Biografie Cristian SPORIȘ

Cu o carieră bancară de 25 de ani, Cristian Sporiș este membru în conducerea executivă a Raiffeisen Bank, vicepreședintele Diviziei Corporații la Raiffeisen Bank. Din 2002, Cristian face parte din echipa Raiffeisen Bank, ocupând poziții de conducere în zona de Trezorerie și Piețe de Capital și Divizia de Corporații. A fost Secretar de Stat la Ministerul de Finanțe al României în perioada februarie 2012 - iulie 2012.

I. Prezentarea AAFBR

1. Misiune, viziune, program board AAFBR

Asociația Analistilor Financiar-Bancari din România (AAFBR) a fost înființată în anul 2008 la inițiativa celor 4 membri fondatori: Lucian Anghel, Radu Crăciun, Ionuț Dumitru și Florian Libocor. De atunci, asociația noastră a progresat sub îndrumarea acestora, precum și datorită aportului membrilor care s-au implicat în proiectele asociației, ajungând să reunească în prezent peste 100 de membri - analiști și manageri din diverse ramuri ale spectrului financiar: macroeconomie, strategie, sector bancar, fonduri de pensii și de investiții, societăți de asigurări, piață de capital, comunicare financiară și relații cu investitorii etc.

AAFBR este membră a EFFAS (The European Federation of Financial Analysts Societies), o federație ce cuprinde 16 de societăți naționale din domeniul investițiilor din Europa și a ACIIA (Association of Certified International Investment Analysts), o organizație de tip umbrelă înființată în anul 2000 pentru asociațiile naționale și regionale de profesioniști în domeniul investițiilor.

Prin activitatea desfășurată de către membrii săi, AAFBR își propune următoarele obiective:

- să prezinte un punct de vedere obiectiv și profesionist cu privire la perspectivele economiei românești și pe plan internațional: prin intermediul conferințelor cu profil financiar, comunicatelor de presă publicate ca urmare a unor sondaje interne în rândul membrilor asociației și opiniilor exprimate în mass-media românească;
- să ofere instrumente și opinii utile către: companiile interesate de evoluțiile macroeconomice în cadrul proceselor interne de administrare a activelor și pasivelor, analiștilor care doresc un punct de reper pentru propriile estimări, presei care identifică provocări economice în prezent și propune soluții pentru viitor, mediului universitar care se orientează asupra cercetării științifice în domeniul financiar;

- să aibă un rol important în societate prin desfășurarea sau promovarea unor programe de perfecționare în domeniul financiar-bancar. Astfel, AAFBR oferă în România 3 certificări recunoscute pe plan internațional: CEFA- Certificatul European pentru Analist Financiar, CIIA- Certificatul Internațional pentru Analist de Investiții și CESGA – Certificatul pentru Analist ESG (En: *Environmental, Social, Governance*)

În vederea realizării obiectivelor sale, AAFBR a dezvoltat o serie de parteneriate strategice, respectiv cu Institutul Bancar Român (IBR), Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR), Academia de Studii Economice (ASE), ENVISIA Business School și Institutul de Studii Financiare (ISF). De asemenea, AAFBR a organizat diverse evenimente împreună cu Bursa de Valori București, Envisia, Asociația CFA România și Asociația Trezorerierilor din România (ATR).

Pentru a cunoaște mai multe detalii despre activitatea echipei noastre, va invit să parcurgeți proiectele prezentate în newsletter-ul nostru, dar și pe site-ul AAFBR.

Cu stimă,

Daniela ROPOTĂ, CIIA

Președinte AAFBR

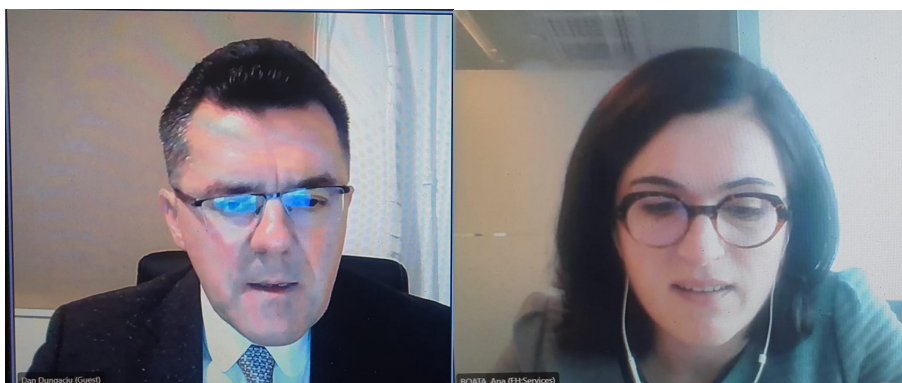
2. Proiecte recente desfășurate de AAFBR

Echipa AAFBR a rămas consecventă obiectivelor asumate: prezentarea într-un mod cât mai obiectiv și profesionist a perspectivelor economiei românești și pe plan internațional, precum și dezvoltarea programelor de perfecționare în domeniul financiar-bancar.

Eveniment online "Contextul actual din perspectiva evoluțiilor geostrategice"

AAFBR a organizat pe 9 martie 2022 un eveniment online pentru membrii săi pe tema "contextul actual din perspectiva evoluțiilor geostrategice" în urma declanșării războiului din Ucraina pentru o înțelegere cât mai bună a condițiilor de piață și a perspectivelor economice.

Invitații noștri au fost:



DI Dan Dungaci, analist de politica externă, Director Institutul de Științe Politice al Academiei Române

Dna Ana Boata, analist macroeconomic, Head of Macroeconomic and Sector Research Euler Hermes, Paris

Sondaj AAFBR: Impactul economic al conflictului din Ucraina în România

Asociația Analistilor Financiar Bancari din Romania (AAFBR) a pus la dispoziție publicului un nou sondaj de opinie care a conținut opinia specialiștilor din Asociație în perioada 22 martie – 8 aprilie 2022 cu privire la impactul conflictului din Ucraina asupra economiei țării noastre.

Rezultatele sondajului și câteva comentarii legate aferente au fost publicate ulterior pe site-ul AAFBR:

<https://www.aafb.ro/sondaj-aafb-impactul-economic-al-conflictului-din-ucraina-in-romania/>

Oportunitate de burse de studiu pentru titlul Certified European Financial Analyst (CEFA)

AAFBR a obținut 2 burse din partea EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) pentru două persoane din Romania pentru aderarea la certificarea CEFA (Certified European Financial Analyst) în urma unui concurs desfășurat în perioada 20 aprilie 2022 – 20 mai 2022 la nivel european.

Mai multe despre aceasta oportunitate se găsesc la acest link: <https://www.aafb.ro/oportunitate-de-burse-de-studiu-pentru-titlul-certified-european-financial-analyst-cefa/>

3. Parteneriate AAFBR

3.1. Program de pregătire CEFA în parteneriat cu IBR



Certified European Financial Analyst Diploma (CEFA) – standardul european de competență profesională pentru analiștii financiari

În baza parteneriatului dintre Asociația Analistilor Financiar-Bancari din România (AAFBR) și Institutul Bancar Român (IBR), în anul 2014 au fost lansate cursurile de pregătire pentru susținerea examenului în vederea obținerii CEFA Diploma – *Certified European Financial Analyst Diploma*, lansată în urmă cu 30 de ani pentru pregătire în domeniul financiar la nivel internațional.

Pe plan european, certificarea CEFA este oferită de *The European Federation of the Financial Analysts Societies (EFFAS)*. Federația europeană este reprezentată în România de către AAFBR, care pune la dispoziție structura de examinare și aloca lectorii pentru cursuri, aceștia fiind experți cu reputație și practică profesională în segmentele acoperite de cursuri.

În baza experienței în livrarea cu succes a cursurilor de pregătire pentru susținerea examenelor în vederea obținerii celor două certificări profesionale, IBR oferă cadrul de procedură și organizatoric necesar asigurării standardelor de calitate educațională cerute de EFFAS. Certificarea profesională a devenit o alternativă de pregătire preferată la programele MBA/EMBA, fiind **mai aplicată și conectată mai mult cu partea profesională**, oferind un

set de cunoștințe, abilități și competențe relevante pentru o anumită profesie, asigurând deținătorilor un avantaj profesional competitiv foarte apreciat de angajatori.

Diploma CEFA este recomandată în special pentru persoanele care activează în analiză financiară, trezorerie, corporate finance, private & investment banking, fonduri de investiții, fonduri de pensii, asigurări de viață, wealth management, private equity, reglementare și supraveghere a sectoarelor menționate și oricărui profesionist care dorește să exceleze în domeniul analizei și investițiilor și să-și certifice calificarea și experiența profesională conform standardelor internaționale.

Structura cursuri și examene:

Cursurile suport oferite prin intermediul IBR oferă avantajul **combinării tutoriatului din partea lectorilor cu studiu individual (blended learning)**. Cursurile se desfășoară vineri după – amiază și sâmbătă – în total 16 zile de cursuri, desfășurate online în prezent.

Programul CEFA cuprinde 3 examene internaționale și 1 examen național ce cuprinde noțiuni specifice cadrului economico-fiscal din România și noțiuni de etică, obiectivul acestor programe fiind acela de acoperi atât un standard ridicat de pregătire în domeniul financiar la nivel internațional, cât și cunoașterea reglementărilor la nivel local.

Examenele internaționale pot fi susținute de două ori pe an și acoperă următoarele materii: analiză financiară, finanțe corporative, evaluarea companiei, economie, management portofoliu, obligațiuni și derivate.

Analiză
financiară

Finanțe
Corporative

Evaluarea
companiei

Economie

Management
de portofoliu

Obligațiuni

Derivate

Avantajele participării la cursurile de pregătire pentru diploma CEFA organizate de AAFBR & IBR sunt următoarele:

- un pachet de training aplicat, livrat de lectori care fac parte din elita profesioniștilor în industria serviciilor financiare;
- orarul cursurilor adaptat programului de lucru al cursanților;
- curricula acoperă toate segmentele importante în domeniul financiar;
- un avantaj competitiv important la susținerea examenelor față de studiul individual integral și un excelent raport calitate – preț.

Diploma CEFA atestă **recunoașterea la nivel internațional a competențelor profesionale necesare în portofoliul unui analist financiar de top**. Competențele obținute prin finalizarea cu succes a programului de studiu pot fi fructificate în bănci, piața de capital, asigurări, corporații, autorități de reglementare etc.

Actualitatea tematicii programului de pregătire și utilitatea acestuia în practică profesională este demonstrată fie prin beneficiile aferente deținerii unei certificări profesionale de prestigiu pentru **cei care parcurg întreg programul, fie prin ultra-specializare într-un anumit domeniu, pentru cei care optează doar pentru participarea la unul sau la câteva module din cadrul programului.**

O nouă serie a programului de pregătire CEFA a fost lansată în iunie 2021, iar următoarea serie va începe la 1 octombrie 2022. Alătură-te elitei analiștilor financiar-bancari! În această perioadă cursurile se vor desfășura în format online, pe platforma ZOOM.

Cei interesați doar de o anumită tematică specializată din cadrul programului, dar și cei care doresc să cunoască mai în detaliu certificările și modul în care acestea se desfășoară, prin participarea efectivă și activă la o sesiune de curs, au **posibilitatea să se înscrie, exclusiv, doar la anumite module tematice.**

Mai multe informații despre certificările CEFA pot fi găsite pe site-urile IBR, AAFBR și EFFAS :

<https://www.ibr-rbi.ro/4733/certified-european-financial-analyst-cefa-diploma-program/>

<https://www.aafb.ro/certificari-si-cursuri/>

<https://effas.net/>

Date de contact pentru cei care doresc să urmeze cursurile aferente programelor CEFA în România: : Emilia Frunză – Training Coordinator, emilia.frunza@ibr-rbi.ro, telefon: +40748.886.834

Institutul Bancar Român

3.2. Testimonial CEFA

Adela Maria POPA, CEFA, BRD



"Deși lucrez în domeniul bancar de mult timp, am simțit nevoia de actualizare/reamintire/consolidare a conceptelor de bază și mai ales de o modalitate de a le studia prin prisma unor cazuri concrete, cu aplicație practică. Am început să caut unul dintre

programele de master al universităților, dar toate se concentrău doar pe o zonă specifică. Am aflat de programul CEFA și am decis îl urmez din 2019 pentru că l-am considerat un standard pentru zona de analiză financiară. Primul examen susținut a fost în aprilie 2019 și l-am considerat un test în contextul în care deși utilizăm conceptele zi de zi, timpul dedicat studiului pe modelul de examen a fost scurt (am învățat pe de rost toate formulele, abia ulterior am aflat că este permis cu lista de formule). Am trecut acest examen în sesiunea din toamnă. A urmat perioada pandemiei, cu concedii incluzând multe ore de învățat, caiete cu scheme și rezolvări de probleme, dar și cu satisfacția unor examene luate. Am convingerea că a meritat efortul făcut pentru obținerea acestei certificări și îmi va fi de folos pe viitor."



3.3. Webinar suport pentru certificarea internațională Certified ESG Analyst—CESGA

Factorii ESG (Environmental, Social and Governance) conduc la o modificare pe termen lung a lumii investițiilor, pornind de la conștientizarea importanței schimbărilor climatice și sociale și a necesității adaptării la acestea. Un rol major îl dețin pachetele legislative implementate în majoritatea jurisdicțiilor, remarcându-se coerența reglementărilor europene în domeniul clasificării unitare a activităților sustenabile și al transparenței informațiilor privind durabilitatea în serviciile financiare.



Programul **CESGA –Certified ESG Analyst**, oferit de către EFFAS (European Federation of Financial Analyst Societies), reprezintă o certificare flexibilă, utilă tuturor celor care activează în domeniul financiar, care doresc să se pregătească în privința cerințelor ESG la nivel internațional. În România, CESGA este organizat prin intermediul Asociației Analizatorilor Financiar-Bancari (AAFBR), membră EFFAS.

CONȚINUTUL WEBINARULUI

Temele abordate în cadrul webinarului vor fi:

- stadiul integrării factorilor ESG în adoptarea investițiilor
- clasele de active adecvate investițiilor sustenabile

- integrarea ESG în analiza și evaluarea investițiilor
- **studiu de caz** - componentă cu o pondere semnificativă în rezultatul final al examenului CESGA.

Programul CESGA, oferit de către AAFBR și IBR include **un webinar live de 4 ore**, care îi va sprijini pe candidați în pregătirea pentru examen, facilitând parcurgerea materialelor de studiu de pe platforma EFFAS, necesare obținerii certificării.

LECTOR: Cosmin PAUNESCU, care are o experiență de peste 20 de ani în piața de capital. Din iunie 2021 deține certificarea CESGA® (Certified ESG Analyst), fiind unul din top performerii la nivel internațional.

PROGRAM DE DESFĂȘURARE:

29 iul 2022 Lansarea seriei și transmiterea către candidați a datelor de acces la platforma de pregătire EFFAS

6 oct 2022 Webinar live, de la ora 9:00 la 13:00, pe platforma Zoom, cu Cosmin Păunescu

2 dec 2022 Susținerea examenului internațional CESGA, în format online

Materialele de studiu și examenul sunt în limba engleză. Pregătirea examenului presupune alocarea a aproximativ 120 - 150 de ore de studiu individual. EFFAS organizează examene CESGA de patru ori pe an (martie, iunie, septembrie, decembrie).

TARIF STANDARD 1.450 euro/participant (nu se aplică TVA)

TARIF SPECIAL EARLY-BIRD: 1.350 euro/participant pentru înscrierea până la **22 iulie 2022**

Tariful este final și include: 6 luni acces la platforma de materiale de pregătire EFFAS, participarea la webinar și înscrierea la examen (taxa de examen).

Pentru detalii și înscriere, vă rugăm să ne contactați:

Emilia Frunză, Training Manager, IBR

0748 886 834, emilia.frunza@ibr-rbi.ro

II. Mediul macroeconomic, sectorul financiar-bancar și mediul de afaceri

1. Guvernanța și etica sunt elementele care pun bazele unei strategii eficiente de ESG

Nu există ESG fără guvernanță eficientă și nu există guvernanță eficientă fără etică.

Fără a încerca să fac clasificări despre importanța vreunui sau altuia dintre factorii ESG, cred că este important de notat, în practică, faptul că implementarea unei strategii de ESG nu poate exista în afara unui angajament la nivelul managementului organizației și fără să existe sisteme de guvernanță solide.

O structură de guvernanță eficientă și orientată către viitorul companiei va tine cont în strategie de interesele stakeholderilor în privința ESG și de impactul acestor principii în evoluția companiei și în adaptarea ei la noua economie. O analiză incompletă sau care încearcă să evite subiectele sensibile poate întârzia procesele de transformare internă, care sunt necesare pentru a adapta organizația la cerințele clienților, ale finanțatorilor și/sau investitorilor. În mod natural, organizația va avea presiuni în implementarea principiilor ESG de la toate aceste categorii. Totodată, experiența recentă arată că etica joacă un rol primordial, iar încercarea de a prezenta în nuanțe mai favorabile decât sunt în realitate produsele sau serviciile definite ca sustenabile, așa numitul greenwashing, va avea ca efect nu doar evitarea sau întârzierea

schimbărilor structural, ci și materializarea unor riscuri reputaționale urmată de procese dureroase de recuperare a credibilității.

Din experiența unui investitor strategic cu un orizont de investiții pe termen lung, cum ar fi un fond de pensii, calitatea deciziilor într-o organizație este dată de calitatea guvernanței acesteia. Astfel, calitatea strategiilor pentru a atinge țintele de ESG va fi determinată de cât de bine este structurat consiliul de administrație/de supraveghere, dacă la nivelul comitetelor consultative există un comitet care să adreseze problematica ESG, astfel încât compania să aibă tracțiune și susținere de la nivelul top managementului pentru implementare și dacă în obiectivele managementului sunt trasate și obiective care țin de ESG (emisii de carbon, calitatea lanțurilor de aprovizionare etc). Totodată, guvernanța companiei și etica sunt iremediabil conectate și pot duce la implementarea cu succes a unei strategii de dezvoltare sau, din contra, la eșecul acesteia. Deși uneori este tratată ca atare, în mod evident integrarea ESG nu este doar despre raportări suplimentare, deși acestea sunt importante pentru investitori, ci despre a dezvolta afaceri care contribuie la îmbunătățirea sustenabilității mediului economic pe termen lung.

Ca să parafrazăm, o companie nu este o insulă, și ea trebuie să-și dezvolte afacerile într-un mediu în care interesele societății trebuie de asemenea adresate. Nu putem exploata resurse, inclusiv resurse umane, fără să ținem cont de impactul pe care organizația îl are pe termen lung asupra tuturor acestor elemente, cât și asupra comunităților. Aceste preocupări sunt necesare și pentru companiile care își doresc investitori care să le fie parteneri pe termen lung și care au de asemenea o obligație fiduciară față de clienții lor.

Interacțiunea dintre investitorii instituționali și companii este ținută, în principal, la nivelul structurilor de management ale acestora, care fac parte din sistemele de guvernanță. Astfel, interacțiunile sunt, cel mai frecvent, la nivelul membrilor de CA/CS, și a managementului executiv. În aceste foruri sunt discutate subiectele

importante pentru investitori care, în ultimii ani, au fost din ce în ce mai mult și din sfera ESG, fapt ce s-a suprapus cu interesul unora dintre companii de a prezenta raportări de sustenabilitate cu o complexitate mai crescută.



Totodată, este notabilă creșterea implicării investitorilor instituționali în viața societară a companiilor prin participarea la Adunările Generale ale Acționarilor, ba chiar în unele instanțe la completarea agendei Adunărilor cu subiecte de interes. În ceea ce privește companiile listate la BVB din portofoliul fondurilor de pensii, implicarea în viața societară este destul de activă. Astfel, pentru un portofoliu concentrat pe acțiuni din componența indicelui BET, un fond de pensii participă la aproximativ 70-80 de Adunări Generale ale Acționarilor anual. Diversitatea și complexitatea subiectelor este în creștere deși, deocamdată, propunerile concrete cu privire la schimbarea strategiei companiilor pentru a adresa tranziția verde au fost relativ puține.

În ceea ce privește implementarea principiilor ESG în cadrul companiilor românești listate la BVB, este evidentă preocuparea crescândă prin numărul din ce în ce mai mare de rapoarte de sustenabilitate (pentru anul 2020 au fost 10 companii care au publicat rapoarte de sustenabilitate separate, sau au menționat preocupări semnificative de sustenabilitate în rapoartele lor anuale).

Cel mai popular cadru de raportare pentru companiile listate la BVB este GRI (Global Reporting Initiative) în acest moment. Totodată, o serie de companii au început deja procese de a consulta stakeholderii în cadrul realizării matricilor de materialitate și stabilirea unor priorități ale

organizației în a adresa câteva din UN SDG (cele 17 Obiective de dezvoltare sustenabilă definite astfel de către Organizația Națiunilor Unite). Acestea ar fi exemplele de companii care au încercat să integreze cele mai multe elemente în rapoartele lor. Este de menționat faptul că Sustainalytics a realizat pentru BVB o serie de ESG Risk Scores, folosind metodologia CORE a companiei. Să nu uităm că eforturile referitoare la raportarea și îmbunătățirea de aspecte ESG înseamnă lucruri diferite pentru industrii diferite: pentru industria financiară poate reprezenta ponderea finanțărilor verzi în portofoliu, în timp ce pentru o companie de petrol și gaze reducerea emisiilor de carbon joacă un rol important.

Concluzionăm astfel că la nivel de guvernanta a companiilor există un interes în creștere pentru a se defini ca și companii sustenabile. Etica joacă un rol primordial în calitatea datelor prezentate și în implementarea metodologiilor de evaluare a alinierii la obiectivele de tip ESG. În mod evident, procesul nu e simplu și necesită resurse alocate din partea organizațiilor însă, dacă elementele din titlu sunt aliniate, premisele pentru a se dezvolta accelerat, a se finanța în condiții favorabile și de a atrage investitori pe termen lung cresc semnificativ.

Autor: Răzvan RUSU, CESGA,
membru AAFBR



2. Sectorul bancar în formă bună post-pandemie, există premise pentru continuarea consolidării

În ciuda perioadei dificile traversate în perioada pandemiei Covid, sectorul bancar românesc a reușit să depășească cu bine provocările perioadei 2020-2021.

Conform datelor publicate de BNR, indicatorii sectorului arată o creștere a activelor sectorului bancar cu 11.6% an/an la 31.03.2022, până la 641.8 mld. lei. Rentabilitatea capitalurilor (ROE) a crescut la 12,9% de la 12.1% la 31.03.2021.

Raportul credite/ depozite a crescut la 70,4% la 31.03.2022 fata de 66.4% cu un an înainte, însă rămâne puternic subunitar, deoarece depozitele atrase de la populație și companii au crescut mai rapid față de creșterea creditării.



Comparativ cu aceeași perioadă a anului 2021, creditul neguvernamental a crescut cu 15.7% la 31.03.2022, datorită creșterii cu 20% a creditării în lei și cu 5.6% a creditării în valută, cea din urmă accesată mai ales de către companii (creditele acordate companiilor +15.5% an/an). Creșterea aparent foarte mare se datorează și creșterii inflației la un nivel record anul acesta (10.15% în luna martie), astfel încât creșterea creditului neguvernamental în termeni reali a fost una moderată, de 5.0% an/an, sub nivelul creșterii economice anunțate de INS pentru trimestrul 1 2022 de 6.5% an/an.

În termeni nominali, creditele în lei acordate populației au crescut cu 15.3% an/an, iar cele acordate companiilor au crescut puternic cu 27%

an/an, și ca urmare a reluării treptate a activității economice post-pandemie. Soldul creditelor în valută acordate populației a continuat să scadă cu 12.7% an/an, consecință a limitelor impuse de BNR privind creditarea în valută a persoanelor fizice. Și creditul guvernamental a crescut cu 6.2% față de luna martie 2021 (-3.5% în termeni reali).

Depozitele rezidenților au crescut cu 11.1%, componenta în lei cu 6.6% (+1% depozitele populației, +13.6% depozitele companiilor), iar cea în valută cu 19.5% (+14% depozitele populației, +33% depozitele companiilor), reflectând aversiunea la risc și creșterea economisirii, mai ales a celei în valută, în perioade de incertitudine, cum este cea prezentă, accentuată de războiul dintre Rusia și Ucraina.

Profitul net al sectorului bancar a continuat să crească cu 3.7% an/an la 1.96 mld. lei la finalul lunii martie 2022, ca urmare a revenirii graduale a activității economice și creditării post-pandemie, dar și a reluării de către BNR a ciclului de înăspritare a politicii monetare începând cu T4 2021, ceea ce a dus la creșterea dobânzilor.

Cu o pondere de 45% în totalul activelor și creditelor bancare, cele mai mari trei bănci (Banca Transilvania, BCR și BRD) au realizat profituri cumulate de peste 1 mld. lei, reprezentând 50% din profitul sectorului.

Grupul BCR, pe locul 2 după active, cu o cotă de piață de aproximativ 14%, a realizat cel mai mare profit net, respectiv 477.5 mil. lei, în creștere cu 12.5% an/an. Grupul Banca Transilvania, pe locul 1 după active, cu o cotă de piață de aproximativ 20%, a realizat un profit net de 307.5 mil. lei, în scădere cu 47% an/an, din cauza reevaluării negative a portofoliului de titluri de stat deținute, ca urmare a creșterii semnificative în T1 2022 a randamentelor. BRD-Société Générale s-a situat pe locul 3, atât în funcție de active (aproximativ 11% cotă de piață) cât și de profitabilitate, cu un profit net de 246 mil. lei, în creștere cu 12.6% an/an. Următoarele trei bănci, cu capital privat străin, Raiffeisen Romania, ING Bank Romania, UniCredit Bank Romania, fiecare cu cotă de piață de aprox. 9%, au realizat profituri nete de peste 200 mil. lei, urmate de CEC Bank (capital de stat), cu o cotă de piață de aprox. 8%, care a realizat un profit net de 54.2 mil. lei.

Profitabilitatea sectorului a fost susținută în principal de îmbunătățirea activității operaționale,

ca urmare a creșterii cu două cifre a veniturilor din dobânzi, dar și creșterii semnificative a veniturilor din comisioane, cu excepția BRD, unde acestea au rămas aproape la același nivel ca anul trecut. Cele mai mari creșteri de venituri au fost realizate de BCR, BRD și Raiffeisen.

În cazul băncilor din top 3, raportul costuri-venituri (CIR) s-a îmbunătățit cu 1.6 pp la 40.8% la BCR, cu 1.4 pp la 50.7% la BRD, în timp ce al Băncii Transilvania s-a deteriorat cu 6.4 pp la 51.7% ca urmare a investițiilor susținute în automatizare și eforturilor de integrare a Idea Bank anul trecut.



De asemenea, băncile au redus alocările de provizioane pentru credite neperformante, ca urmare a îmbunătățirii calității portofoliilor. Rata creditelor neperformante la nivel de sector a continuat să scadă la 3.3% la 31.03.2022, față de aproape 4% la 31.03.2021.

Băncile din partea superioară a clasamentului (top 7), care dețin peste 80% din totalul activelor bancare, sunt și cele mai profitabile (peste 95% din profitul sectorului), datorită economiilor de scală, ele reușind în ultimii ani să realizeze investiții semnificative în automatizarea și eficientizarea proceselor și mai ales în vânzările prin intermediul canalelor digitale. Numai în ultimul an băncile din top 7 și-au redus numărul de sucursale cu 160, la circa 3000 în total.

Următoarele 3 bănci din clasament, OTP Bank România, Alpha Bank România și Garanti Bank România, care împreună cumulează o cota de piață în funcție de active de 8%, au un potențial bun de creștere organică și investesc în dezvoltarea pe piața locală. Cea mai dinamică este OTP Bank, care, prin implementarea strategiei de creștere Apollo, lansată în 2019, și-a majorat în

ultimii 2 ani activele cu circa 40%, reușind să-și majoreze cota de piață la 3%, nivel similar cu cota de piață deținută de Alpha Bank, ale cărei active au crescut în aceeași perioadă cu numai 5.6%.

Având în vedere creșterea cu două cifre a activelor băncilor mari din sector, acestea au continuat să câștige cotă de piață și există premise ca ele să crească atât organic, cât și prin achiziții ale unor bănci mai mici, din partea inferioară a clasamentului, unde 24 bănci (din totalul de 34), subsidiare sau sucursale ale unor bănci cu capital străin, dețin restul de 12% din activele sectorului, existând premisele ca sectorul bancar românesc să continue procesul de consolidare în anii care urmează.

Autor: Iulia CORLĂNESCU, membru AAFBR

3. Perspective economice și de piață la nivel global

Creșterea economică încetinește în acest an având în vedere că incertitudinea datorată riscurilor geopolitice rămâne ridicată. Ne așteptăm la o creștere a PIB-ului global de +2,9% în acest an și +2,5% în 2023, în scădere cu 0,4 pp și cu 0,3 pp față de ultima prognoză din martie. Revizuirea se datorează impactului direct și indirect mai mare al războiului din Ucraina și a blocajelor mai lungi decât așteptările în China, care duc la o producție în scădere cu 1,2 pp în 2022 și cu 0,6 pp în 2023. Cel mai probabil, comerțul global s-a contractat în T2 (-1,3% față de același trimestru 2021).

Estimări PIB la nivel global—scenariu de bază

	2020	2021	2022F	2023F
Global	-3,4%	5,7%	2,9%	2,5%
SUA	-3,5%	5,7%	2,0%	1,0%
America Latina	-6,9%	6,5%	2,1%	1,4%
Brazilia	-4,1%	5,0%	0,9%	0,6%
Marea Britanie	-9,9%	7,1%	3,2%	1,0%
Zona Euro	-6,5%	5,2%	2,8%	1,5%
Germania	-4,9%	2,9%	1,7%	1,4%
Franta	-8,0%	6,8%	2,5%	1,5%
Italia	-8,9%	6,5%	2,6%	1,5%
Spania	-10,8%	5,0%	3,9%	1,9%
Rusia	-2,7%	4,7%	-8,0%	-3,0%
Turcia	1,8%	11,0%	2,8%	3,0%
Asia Pacific	-0,9%	6,1%	4,0%	4,5%
China	2,3%	8,1%	4,1%	5,2%
Japonia	-4,7%	1,7%	1,6%	1,8%
India	-7,3%	8,7%	7,2%	6,6%
Orientul Mijlociu	-4,7%	3,5%	5,1%	3,1%
Arabia Saudita	-4,1%	3,2%	7,6%	3,3%
Africa	-2,6%	3,1%	3,1%	3,6%
Africa de Sud	-6,4%	5,0%	1,9%	1,8%

Sursă: Allianz Research

Redeschiderea Chinei va susține unele efecte de revenire a comerțului și, prin urmare, creșterea PIB-ului global în perioada de vară, dar ne așteptăm la o redresare destul de timidă. În prezent, estimăm o creștere a comerțului global de 3,5% în 2022 și de 3,6% în 2023 în termeni de volum, mult sub consens. În termeni valorici, puterea dolarului, coroborată cu inflația ridicată în 2022 vor împinge creșterea nominală la +10,4%, înainte de a încetini la 4,2% în 2023.

În timp ce o aterizare economică ușoară cu stagflație tranzitorie rămâne scenariul nostru de referință pentru 2022, riscurile de recesiune se acumulează rapid. De data aceasta, îngrijorarea nu se referă doar la amploarea recesiunii, ci și la efectele distribuției. Pe măsură ce inflația record (8,1% în 2022 la nivel global) deteriorează veniturile disponibile reale, este probabil ca gospodăriile și companiile să reducă consumul și, respectiv, investițiile. Spre deosebire de scăderea sentimentului consumatorilor, încrederea în afaceri continuă să se mențină. Cu toate acestea, investițiile mai mici planificate sugerează că companiile devin din ce în ce mai precaute. Pe măsură ce inflația rămâne ridicată (4,7% în 2023 la nivel global; peste 3% în SUA, zona euro, Marea Britanie), cresc riscurile unei bucle salarii-prețuri.

Estimări inflație la nivel global

	2021	2022F	2023F
Global	4,9%	8,1%	4,7%
SUA	4,7%	8,2%	3,2%
America Latina	12,8%	12,8%	8,3%
Brazilia	8,3%	9,1%	4,5%
Marea Britanie	2,6%	9,5%	3,5%
Zona Euro	2,6%	7,2%	3,2%
Germania	3,2%	6,8%	3,2%
Franta	2,0%	5,4%	3,1%
Italia	2,0%	6,8%	3,4%
Spania	3,1%	7,5%	3,5%
Rusia	6,7%	15,1%	12,0%
Turcia	19,4%	67,1%	19,0%
Asia Pacific	1,6%	3,4%	2,8%
China	0,9%	2,6%	2,2%
Japonia	-0,2%	1,9%	1,5%
India	5,5%	6,6%	5,2%
Orientul Mijlociu	11,8%	13,1%	9,6%
Arabia Saudita	3,1%	2,4%	2,4%
Africa	12,7%	13,9%	9,2%
Africa de Sud	4,6%	6,5%	4,6%

Sursă: Allianz Research

Spațiul de politică monetară pentru a limita riscurile negative se diminuează rapid. Băncile centrale din economiile avansate au abordat mai hotărât problema inflației, deoarece presiunile asupra prețurilor din partea ofertei rămân puternice. Ne așteptăm ca FED să crească ratele dobânzilor la cel puțin 3,5% până la sfârșitul anului 2022 și BCE la 0,75%.

Cu toate acestea, înăsprirea condițiilor de finanțare pentru a reduce cererea agregată poate declanșa cu ușurință o recesiune, în special în țările în care redresarea din criza Covid-19 nu este încă completă. Politica fiscală poate ajuta la limitarea efectelor adverse de distribuție, dar nu va fi suficientă pentru a împiedica încetinirea creșterii și ar putea perpetua o inflație ridicată. În scenariul nostru pesimist, ne așteptăm ca înăsprirea monetară centrată pe inflație să provoace o contracție considerabilă a cererii, care să ducă la o recesiune globală la începutul lui 2023, amplificată de prețurile scăzute ale activelor. În această situație, ne așteptăm la un impact pe creșterea PIB-ului global de -2,6 puncte procentuale în 2023 la o recesiune de -0,1% (după încetinirea cu -0,3 puncte procentuale la +2,6% în acest an).

Volatilitate ridicată pe piața de capital. Schimbarea brutală a principalelor bănci centrale (cu excepția Chinei și a Japoniei) a perturbat atât piețele cu venit fix, cât și piețele de acțiuni. Așteptările privind creșterea ratelor a dus la o revizuire semnificativă în sus a ratelor pe termen lung. Ne așteptăm ca randamentul obligațiunilor de referință pe 10 ani să fie 1,5% până la sfârșitul anului 2022 și randamentul titlurilor de stat pe 10 ani la 3,2%. Piețele de acțiuni s-au corectat cu mai mult de -20% deja de la începutul anului și mai există loc de scădere în continuare.

Volatilitatea rămâne ridicată în comparație cu episoadele de stres din trecut. Ne așteptăm ca acțiunile să rămână sub presiune pentru restul anului, pe fondul presiunilor continue asupra marjelor de profit. Marjele de credit au avut un model similar cu cel al acțiunilor, dar au rămas relativ rezistente. Pentru piețele emergente, riscurile continuă să crească din cauza atât a înăsprii politicii monetare de către FED, cât și a încetinerii cererii externe, care va continua să intensifice ieșirile nete de capital. Vedem un potențial de creștere limitat pentru exportatorii de mărfuri pe termen scurt. În plus, riscurile geopolitice au stârnit îngrijorări cu privire la investițiile în China.

Ce înseamnă toate acestea pentru corporații? Presiunile ridicate ale costurilor atenuează unele perspective de investiții, dar unele efecte de

recuperare ar putea fi probabile în al doilea trimestru, în baza reducerii deficitului de mărfuri și a normalizării ofertei, având în vedere încetinirea cererii. Cu toate acestea, prețurile mai ridicate la energie (petrolul având o medie estimate la 105 USD/bbl în restul anului 2022 și peste 90 USD/bbl anul viitor), împreună cu ratele dobânzilor în creștere și accelerarea salariilor ar putea continua să exercite în continuare presiuni asupra marjelor de profit. Simulând impactul unei creșteri de 200 pp a ratelor de dobândă corporative, estimăm că riscul cel mai mare de deteriorare a profitabilității este în construcții, energie, transporturi, computere și telecomunicații, impactul după un an variind, în funcție de sector, de la -5,7 pp. la -2 pp reducere a marjelor EBITDA în SUA și mai mult de -7 pp la -3 pp în zona euro. După doi ani de scăderi, ne așteptăm ca insolvența afacerilor globale să se atenueze cu +10% în 2022 și cu +14% în 2023, apropiindu-se de nivelul lor dinaintea pandemiei. Una din trei țări va reveni la nivelurile pre-pandemie în 2022 și una din două țări în 2023.

Autor: Ana BOATA, colaborator AAFBR și Head of Macroeconomic Research Euler Hermes

III. Piața de capital

1. Evoluția Bursei de Valori București

Evoluția indicilor de la BVB

De la începutul anului 2022 și până în prezent (ședința din 23.02.2022), piața locală a înregistrat o scădere de aprox. 6% în rândul indicelui principal al Bursei de Valori București, în timp ce indicele BET-TR, care reflectă atât evoluția celor mai lichide 20 acțiuni listate la BVB, cât și dividendele distribuite de acestea, înregistrează o ușoară creștere, de 0.5% YTD. Pentru aceeași perioadă de timp, indicele BETAeRO, care urmărește evoluția celor mai lichide companii de pe AeRO a marcat o scădere de peste 8%.

La finalul primului trimestru din anul curent, influențat negativ de izbucnirea și accelerarea conflictului ruso-ucrainean, indicele BET a înregistrat o scădere de 2.7%, iar BETAeRO de peste 5%. Indicele ce reflectă evoluția companiilor din sectorul financiar, BET-FI, a marcat o scădere de 3% în T1 2022, în timp ce BET-NG, care urmărește evoluția companiilor din domeniul de energie a înregistrat o scădere de peste 4%.

Începând cu 21 martie 2022, indicele BET a ajuns pentru prima dată la o compoziție de 20 de companii prin includerea acțiunilor Aquila (AQ), companie listată la BVB în noiembrie 2021. Din 20 iunie, Aquila a fost inclusă în indicii FTSE Russell dedicați Pietelor Emergente, astfel România ajunge la un număr de 12 companii incluse în compoziția acestor indici (6 în FTSE Global All Cap și 6 în FTSE Micro Cap). Tot de la data de 20 iunie, acțiunile ONE au fost incluse în compoziția indicelui FTSE EPRA Nareit EMEA Emerging, compania deja inclusă în alți indici FTSE Russell.

Din rândul celor 20 companii incluse în indicele BET, cel mai mare avans a fost marcat de acțiunile SNG, de +30% YTD (închiderea de pe 23.06.2022). Următoarele evoluții pozitive au fost ale societăților BVB cu aproape +7%, respectiv FP cu 0.5%. La polul opus se află acțiunile WINE, înregistrând o scădere de 39%, urmată de TRP cu -31%, respectiv BRD, cu -28%.

Indici interni	2020	T1 2021	2021	T1 2021	YTD
BET	-1,7%	14,1%	33,2%	-2,7%	-6,2%
BET-TR	3,4%	14,2%	40,0%	-0,7%	0,5%
BET-XT	-4,7%	13,7%	31,1%	-3,4%	-6,6%
BET-XT-TR	0,0%	13,7%	37,1%	-1,6%	-0,6%
BET-FI	-9,4%	12,9%	21,1%	-3,0%	-5,4%
BET-NG	-11,8%	15,9%	29,4%	-4,3%	3,2%
BETPlus	-1,7%	14,1%	33,0%	-2,5%	-6,1%
BET-BK	-1,3%	14,7%	34,7%	-4,9%	-10,8%
ROTX	-1,5%	14,2%	36,2%	0,4%	-2,4%
Valoare acțiuni principal (mil. RON)	12.226,99	2.451,79	11.032,91	5.035,04	6.733,47
Valoare acțiuni SMT (mil. RON)	339,03	259,08	1.222,46	297,47	398,91

Sursă: BVB, Infront Professional Terminal, calcule proprii

Evoluția față de piețele externe

De la începutul anului și până în prezent, majoritatea burselor de pe principalele piețe externe au înregistrat o dinamică negativă, marcate de o incertitudine care s-a simțit și pe piața locală. Cea mai mare scădere de la începutul anului a fost înregistrată de bursa de la Moscova, de -36.5% (23.06.2022). Singura evoluție pozitivă, dintre indicii analizați, este înregistrată de indicele BET-TR, în timp scăderile de sub 5% sunt marcate de indicele Sofix din Bulgaria cu -4.6%, respectiv de indicele FTSE 100 din Marea Britanie cu -4.9%. La finalul primului trimestru din 2022, majoritatea burselor urmărite au înregistrat scăderi față de începutul anului, singura creștere, dintre indicii analizați, fiind marcată de indicele FTSE 100 cu +1.8%.

Indici	2020	T1 2021	2021	T1 2022	YTD
BET (RO)	-1,7%	14,1%	33,2%	-2,7%	-6,2%
BET-TR (RO)	3,4%	14,2%	40,0%	-0,7%	0,5%
SOFIX (BG)	-21,2%	12,2%	42,0%	-1,4%	-4,6%
BUX (HU)	-8,6%	5,3%	20,5%	-11,8%	-21,9%
WIG20 (PL)	-7,7%	-2,3%	14,3%	-5,9%	-27,0%
ATX (AT)	-12,8%	13,6%	38,9%	-14,2%	-24,5%
PX (CZ)	-7,9%	6,2%	38,8%	-4,1%	-10,3%
DAX (DE)	3,5%	9,4%	15,8%	-9,3%	-18,7%
FTSE 100 (UK)	-14,3%	3,9%	14,3%	1,8%	-4,9%
ASE (GR)	-11,7%	6,9%	10,4%	-1,6%	-6,4%
MOEX (RU)	8,0%	7,7%	15,1%	-28,6%	-36,5%
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	-5,1%	10,3%	21,2%	-9,4%	-20,2%
CAC 40 (FR)	-7,1%	9,3%	28,9%	-6,9%	-17,8%
FTSE MIB (IT)	-5,4%	10,9%	23,0%	-8,5%	-21,0%
AEX (NL)	3,3%	12,0%	27,7%	-9,2%	-20,3%
SMI (SW)	0,8%	3,2%	20,3%	-14,2%	-18,8%
SP500 (SUA)	16,3%	5,8%	26,9%	-4,9%	-20,4%
Nikkei 225 (JP)	16,0%	6,3%	4,9%	-3,4%	-9,1%
Hang Seng (Hong Kong)	-3,4%	4,2%	-12,4%	-7,5%	-10,8%
Shanghai SE (CH)	14,2%	-0,9%	4,8%	-10,6%	-8,8%

Sursă: BVB, Infront Professional Terminal, calcule proprii

Capitalizare și lichiditate

În primele cinci luni din anul curent, pe segmentul principal se observă o creștere de 61% a valorii totale tranzacționate, raportat la aceeași perioadă a anului precedent, ajungând la o valoare medie tranzacționată lunar de 1.25 mld. RON. Pe segmentul

SMT, la nivelul valorii tranzacționate s-a înregistrat o scădere de 19% a valorii totale tranzacționate față de primele cinci luni din 2021, înregistrând o valoare medie tranzacționată lunar de 75.9 mil. RON.

Emisiuni de obligațiuni

În primele 6 luni din 2022 (până la data de 24.06.2022), au fost listate 9 emisiuni de obligațiuni corporative, dintre care 7 denumite în RON, restul denumite în EUR. Dintre aceste emisiuni de obligațiuni, trei au fost admise la tranzacționare pe segmentul Principal, restul pe SMT, în timp ce cupoanele sunt de până la 10% (RON), în cazul Stanleybet, iar ambele emisiuni în EUR plătesc un cupon de 8%. Două dintre emisiunile de titluri cu venit fix sunt de obligațiuni verzi (*green bonds*), una emisă de BCR, alta de Raiffeisen Bank, ambele din luna iunie 2022. Pentru BCR este cea de-a doua emisiune de obligațiuni verzi listată la BVB, prima fiind din octombrie 2021, în timp ce pentru Raiffeisen Bank este cea de-a treia.

În prima jumătate a anului curent, Ministerul de Finanțe Publice a derulat două oferte publice de vânzare de titluri de stat în RON și EUR, una în

Emisiuni de obligațiuni listate în 2022

Companie	Simbol	Valoare emisiune	Cupon	Scadenta	Segment
BANCA COMERCIALA ROMANA	BCR27	351.5 mil. RON	6.67%, anual	31/3/2027	Principal
BANCA COMERCIALA ROMANA	BCR27A	702 mil. RON	9.079%, anual	14/6/2027	Principal
CRAMA LA SALINA	ISSA26E	2 mil. EUR	8%, trimestriala	10/12/2026	SMT
ELEFANT ONLINE	ELF26	17.47 mil. RON	9%, semestrial	26/11/2026	SMT
INOX	INOX24E	1 mil. EUR	8%, trimestrial	8/9/2024	SMT
LIFE IS HARD	LIH25	4.51 mil. RON	8%, trimestrial	23/12/2025	SMT
OMRO IFN	OMRO26	10 mil. RON	9.5%, semestrial	1/2/2027	SMT
RAIFFEISEN BANK	RBRO27	525 mil. RON	8.92%, anual	15/6/2027	Principal
STANLEYBET CAPITAL	SBET24	20 mil. RON	10%, semestrial	10/8/2024	SMT

Titluri de stat listate în 2022

Companie	Simbol	Valoare emisiune	Cupon	Scadenta
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2304A	921.95 mil. RON	4.75%, anual	06/04/2023
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2504A	198.23 mil. RON	5.50%, anual	06/04/2025
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2304AE	111.58 mil. EUR	1.20%, anual	06/04/2023
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2404AE	60.95 mil. EUR	1.60%, anual	06/04/2024
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2306A	748.55 mil. RON	7.2%, anual	24/06/2023
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2506A	179.12 mil. RON	7.8%, anual	24/06/2025
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2306AE	38.58 mil. EUR	1.40%, anual	24/06/2023
MINISTERUL FINANTELOR PUBLICE	R2406AE	65.52 mil. EUR	2.3%, anual	24/06/2024

Sursă: BVB, calcule proprii

primăvară (martie – aprilie) și alta în iunie. Spre deosebire de anii precedenți, când lansau 2 emisiuni denumite în RON și una în EUR, acum au lansat câte două în ambele denominări. Cupoanele oferite au crescut semnificativ în cadrul ofertei derulate în luna iunie, de până la 7.8% în RON pentru emisiunea cu scadența în 3 ani, comparativ cu maximum de 5.5% din cea încheiată în aprilie, respectiv de până la 2.3% în EUR pentru scadența în 2 ani peste maximum de 1.6% din primăvară. La nivel cumulat, prin cele două oferte derulate, MFP a strâns aprox. 2.05 mld. RON, respectiv circa 276 mil. EUR.

Listări la Bursa de Valori București

În prima jumătate a anului 2022, au fost admise la tranzacționare 8 companii la Bursa de Valori București, toate pe piața AeRO. Trei dintre acestea activează în domeniul agricol: DN Agrar Group, Grup Șerban Holding și Chromosome Dynamics (specializată în soluțiile IT pentru domeniul agricol), una în domeniul IT - 2B Intelligent Soft (BENTO), iar două au activități preponderente în zona de construcții (HOLDINGROCK1 și Sipex). Restul, activează în domenii diverse, precum Dr. Fischer Dental - specializat în tehnica dentară, sau imobiliare – STK Properties (parte a grupului STK Emergent listat la BVB încă din anul 2008). O altă companie din domeniul imobiliar care și-a anunțat interesul de a se lista în viitorul apropiat la BVB este Meta Estate Trust.

Companii listate în anul 2022				
Companie	Simbol	Data listare	Capitalizare în prima zi de tranzacționare (mil. RON)	Capitalizare în prezent (mil. RON)
HOLDINGROCK1	ROC1	27.01.2022	180,5	173,4
DN Agrar Group	DN	02.02.2022	111,4	105,0
Dr. Fischer Dental	DENT	22.02.2022	33,4	30,0
Grup Șerban Holding	GSH	28.02.2022	355,9	335,6
2B Intelligent Soft	BENTO	16.03.2022	54,1	45,9
Chromosome Dynamics	CHRD	05.05.2022	18,9	18,4
STK Properties	STKP	18.05.2022	21,0	19,7
Sipex Company	SPX	03.06.2022	170,6	157,3

Sursă: BVB, calcule proprii

Autor: Anca PĂLTINEANU, Coordinator finanțe corporative Tradeville

2. BVB este întâi de toate rațională

Companiile de pe piața reglementată a BVB sunt tranzacționate la un nivel de aproximativ 15 ori profiturile lor nete din 2021 (multiplul P/E), față de companiile de pe segmentul AERO, care ar depăși nivelul de 23. Prima de evaluare pentru piața reglementată este, astfel, de peste 50% și reflectă deopotrivă așteptări de creștere a profitabilității sensibil superioare pentru companiile de pe AERO, dar și o profitabilitate (încă) suboptimală pe acest segment. Dincolo de vânătoria permanentă a zonelor de sub/supraevaluare de pe burse, potrivit studiului realizat în rândul celor mai reprezentative companii de la BVB, se poate consemna existența unei corelații econometrice puternice între nivelul marjei EBITDA și cel al multiplilor de evaluare construiți în baza veniturilor operaționale. Acest fapt indică o raționalitate ridicată a evaluării companiilor de la BVB, conectată astfel semnificativ la fundamente, ceea ce la prima vedere ar putea fi socotit drept surprinzător în cazul unei piețe emergente de acțiuni cu lichiditate redusă și considerată drept mai puțin eficientă.

Multiplii bursieri agregați sunt disponibili pentru piețele bursiere dezvoltate și monitorizarea lor are semnificații importante pentru comunitatea investitorilor, dar, cu excepția unui studiu anual al PwC, astfel de calcule lipsesc cu desăvârșire în cazul BVB". Astfel de multipli agregați sunt o măsură a evaluării celor mai relevante companii românești, iar utilitatea unor astfel de calcule este extinsă, inclusiv din perspectiva tranzacțiilor de pe piața de fuziuni și achiziții (M&A).

În acest context, demersul utilitarist s-a concretizat în calculul multiplilor agregați atât pentru piața reglementată a BVB, cât și pentru segmentul companiilor antreprenoriale listate pe piața AERO, în special începând din 2021. Astfel, în baza prețurilor de închidere ale acțiunilor în data de 17 mai 2022 și a situațiilor financiare pentru 2021, am calculat multiplii de piață utilizați în mod uzual de toate categoriile de observatori ai unei piețe bursiere: EV/Venituri operaționale, Capitalizare/Venituri operaționale, P/E (Capitalizare/Profit net), EV/EBITDA, P/BV (Capitalizare/Capitaluri proprii).

Cum s-au calculat multiplii agregați pentru BVB

Relevanța multiplilor de evaluare agregați este în mod evident foarte sensibilă la anumite asumptii avute în vedere în cadrul metodologiei de calcul. Iată mai jos pe cele mai importante dintre acestea, astfel încât să putem obține valori cât mai reprezentative pentru bursa de la București: free-float-ului companiilor listate pe cele două piețe, reglementată și respectiv AERO, astfel încât să fie reflectată în calcule importanța companiilor pentru lichiditatea efectivă de la BVB.

Multiplii agregați sunt ponderați cu capitalizarea free-float-ului raportat la capitalizarea cumulată a

Multiplii agregați pentru piața reglementată a BVB includ toate companiile listate (inclusiv SIF-urile și Fondul Proprietatea în cazul multiplului P/BV, pentru care a fost considerat efectiv raportul P/VUAN).

În cazul companiilor listate pe piața reglementată, cu excepția P/BV, pentru ceilalți multipli au fost eliminate companiile cu valori de piață ridicate precum OMV Petrom și Romgaz, pentru a evita o influență foarte ridicată a acestora asupra multiplilor agregați.

În cazul companiilor antreprenoriale listate pe segmentul AERO, în urma unor plasamente private, a fost eliminată compania Arobs Transilvania Software, datorită nivelului foarte ridicat al capitalizării raportat la ceilalți emitenți selectați.

Companiile care au raportat în 2021 pierdere operațională EBITDA și/sau pierdere netă nu au fost luate în calculul multiplilor agregați EV/EBITDA și P/E, atât pe piața reglementată, cât și pe segmentul AERO.

“Interpretarea” multiplilor face partitura reușită sau îndoielnică

Astfel, în urma agregării, pentru piața reglementată am ajuns la un multiplu P/E de 15, EV/EBITDA de 8.5 și P/BV de 1.3, față de valori corespunzătoare ale acestor multipli de 23.4, 13.8 și, respectiv, 5 în cazul companiilor listate pe AERO în urma unor plasamente private. Dacă avem astfel în vedere

multipli de profitabilitate, adică P/E și EV/EBITDA, observăm că societățile listate pe piața reglementată se tranzacționau la o primă de peste 55% față de cele de pe AERO. Cu alte cuvinte, companiile mici antreprenoriale erau evaluate pe un palier substanțial mai ridicat, cu toate că prețurile acțiunilor multora dintre emitenți s-au ajustat sensibil față de maximele lor. Și mai mult decât atât, capitalizările unor companii de pe AERO sunt deja semnificativ mai reduse față de capitalizările calculate la prețurile la care s-au executat plasamentele private.

Multiplu	Valoare agregată multiplu piața reglementată a BVB	Valoare agregată multiplu pentru segmentul companiilor antreprenoriale listate prin plasament privat de piața AERO a BVB
EV/Venituri operaționale	2,1	2,5
Capitalizare/Venituri operaționale (P/Venituri operaționale)	2,0	2,5
EV/EBITDA	8,5	13,8
Capitalizare/Profit net (P/E)	15,0	23,4
Capitalizare/Capital propriu (P/BV)	1,3	5,0

Sursa: Prezentarea "Provocări actuale în evaluarea companiilor listate", realizată de autor la conferința națională "Evaluarea pentru piața de capital din România", ANEVAR, 19 mai 2022; Nota 1): Au fost considerate prețurile acțiunilor de la data de 17.05.2022; Nota 2): Multiplii sunt calculați în baza datelor financiare aferente exercițiului financiar 2021; Nota 3) EV (Valoarea întreprinderii)=Capitalizare bursieră + Datorii financiare – Numerar și echivalente de numerar

Interpretarea valorilor multiplilor reclamă atenție la nuanțe, deoarece întotdeauna este nefericită o analiză care ignoră înțelegerea profilului de profitabilitate al companiei subiect. Dacă valoarea unui multiplu este ridicată, nu înseamnă că respectiva acțiune este scumpă. Si reciproc, dacă valoarea unui multiplu este redusă nu înseamnă că respectiva acțiune este ieftină și merită achiziționată. Dacă o acțiune este ieftină sau scumpă trebuie să fie judecată strict prin raportarea valorii multiplilor la capacitatea companiei analizate de a-și crește profitabilitatea în viitor. Neapărat, în această cheie trebuie interpretate valorile multiplilor, altfel cu ușurință concluziile pot deveni contestabile.

Însă, în prea puține cazuri profiturile viitoare ce ar putea fi raportate de companii sunt vizibile pentru investitori, mai ales pentru o piață bursieră mai puțin sofisticată precum BVB. Și atunci, cu atât mai mult analizarea dinamicii profiturilor din trecut se constituie concret într-un detaliu valoros care desigur nu trebuie să fie neglijat. Să luăm un

exemplu de la BVB. La data realizării studiului, MedLife se tranzacționa la un multiplu P/E 2021 de 22, față de Conpet, care se tranzacționa la 12.6. Dar, în timp ce MedLife și-a majorat profitul net cu peste 50% anualizat în ultimii cinci ani, în cazul Conpet acesta a stagnat. Ca atare acțiunea MedLife nu ar fi îndreptățită să fie pur și simplu considerată scumpă raportată la acțiunea Conpet. Ba chiar dimpotrivă, MedLife chiar poate fi considerată de unii analiști și investitori drept subevaluată prin comparație cu Conpet, dată fiind capacitatea dovedită a operatorului de servicii medicale de a-și crește profitabilitatea în ritm alert după listarea la BVB în 2017.

Cât de scumpă este AERO?

Într-o astfel de logică trebuie să fie realizată desigur și analiza comparativă a valorilor agregate ale multiplilor pentru piața reglementată și segmentul antreprenorial AERO de pe BVB. Astfel, dacă companiile selectate pe piața reglementată și-ar crește profitabilitatea în 2022 și 2023 în medie cu 15-20%, putem să spunem orientativ că principalele companii de la BVB nu ar trebui considerate scumpe la un P/E 2021 de 15. În schimb, în cazul companiilor de pe AERO, la un P/E în jur de 23, tot orientativ desigur, așteptările pieței ar fi probabil să se înregistreze creșteri medii anuale ale profitului net cu cel puțin 25-30% în următorii ani astfel încât să fie justificat un nivel sensibil mai ridicat al evaluării.

Valoarea mai ridicată a multiplilor pentru companiile de pe AERO nu este deloc surprinzătoare tocmai pentru că reflectă un profil de acțiuni de creștere, respectiv companii mici tinere în legătura cu care așteptările investitorilor sunt ridicate în ceea ce privește profiturile pe care ar urma să le "livreze" în viitor. În acest context, dacă dinamica profitabilității companiilor pe AERO nu va fi una atractivă, piața va ajusta probabil prețul acțiunilor unor emitenți, așa cum s-a mai întâmplat, de altfel, în trecutul recent.

Pe de altă parte, trebuie spus că acțiunile cu profil de creștere cu capitalizare redusă s-au dovedit mai vulnerabile pe piețele de acțiuni în perioadele de incertitudine, precum în prezent când se manifestă de mai mult de șase luni o creștere rapidă a inflației care presează băncile centrale să

mărească substanțial dobânzile. Și pe piața americană, inclusiv statisticile acestui an dovedesc ca piețele în scădere încep prin scăderea acțiunilor de creștere cu capitalizare mică, mai vulnerabile într-un mediu inflaționist, deoarece evaluarea acestora mizează într-o măsură semnificativă pe profituri viitoare substanțiale, comparativ cu companiile mai mature și cu profitabilitate stabilă. De altfel, pe lângă riscurile mai mari asumate investind în acțiuni ale companiilor de dimensiune redusă, tot statisticile pieței americane, inclusiv după criza financiară din 2008 și după corecția bursieră din martie 2020, la debutul pandemiei COVID-19, pun în evidență că acțiunile companiilor mari de creștere avansează într-un ritm mai ridicat prin comparație cu acțiunile companiilor cu capitalizare redusă atunci când piețele recuperează după atingerea unui minim bursier. Inclusiv într-un astfel de context, comparația dintre MedLife, de departe cea mai reprezentativă companie de creștere de pe piața reglementată a BVB și companiile de creștere de pe AERO, face sens din perspectiva monitorizării raportului rentabilitate potențială-risc pe termen lung.

Una peste alta, deciziile de management de portofoliu ale oricărui investitor, indiferent de nivelul său de sofisticare și de instrumentele de analiză utilizate, trebuie să țină seama că nici măcar parcurgerea ciclurilor economice și bursiere nu schimbă realitatea incontestabilă că pe termen lung prețurile acțiunilor urmează profiturile companiilor.

Dovada matematică că BVB este condusă de fundamente

Dincolo de utilitatea evidentă a disponibilității calculului unor multiplii agregați, un alt obiectiv important al studiului cu privire la evaluarea companiilor listate la BVB a constat în testarea existenței unei corelații între rate financiare specifice și evaluarea companiilor măsurată prin intermediul unor multiplii bursieri.

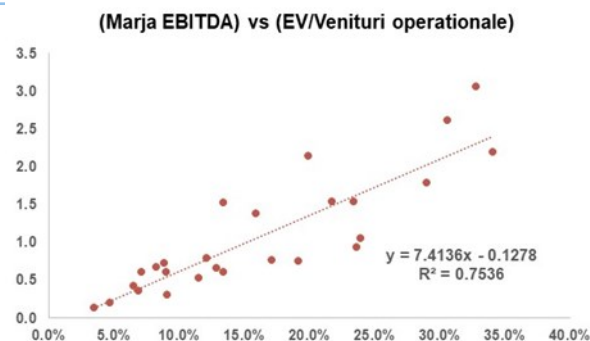
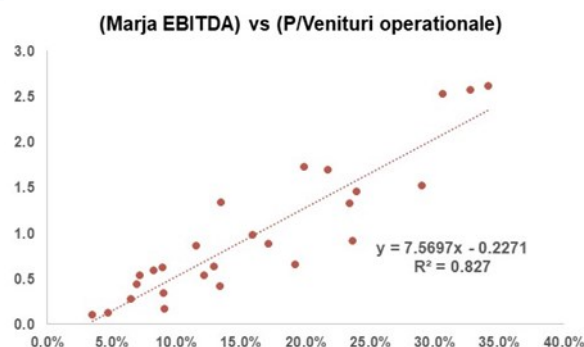
Astfel, am analizat în rândul companiilor de la BVB nivelul de interdependență între valorile multiplilor bursieri și marja EBITDA, marja EBIT și marja netă. Verdictul este clar și constă în confirmarea manifestării unei corelații puternice între marja EBITDA și multiplii de vânzări ai companiilor, respectiv EV/Venituri operaționale și Capitalizare bursieră/Venituri operaționale. De altfel, pentru orice observator al piețelor de acțiuni este oarecum

natural faptul că dimensiunea marjelor operaționale influențează valoarea multiplilor de vânzări la care sunt evaluați emitenții. Una este ca o companie să aibă o marjă EBITDA în jur de 5%, precum în sectorul de distribuție, și atunci aceasta este evaluată la un procent mai mic de 40% din vânzări și cu totul altceva în cazul unei companii cu o marjă EBITDA în jur de 30%, și atunci respectiva companie este evaluată la cel puțin două ori valoarea veniturilor sale operaționale.

De altfel, marja EBITDA este cea mai puțin volatilă dintre măsurile performanței operaționale, fapt firesc pentru că EBITDA "suprimă" efectele practicilor de amortizare și depreciere, precum și impactul tratamentului fiscal care poate să difere de la o companie la alta. Marja EBITDA poate fi socotită drept un determinant fundamental al modelului de afaceri al unei companii și această marjă a fost considerată variabilă independentă în ecuațiile de regresie liniară construite cu multiplii EV/Venituri Operaționale și Capitalizare bursieră/Venituri operaționale, cu rol de variabile dependente.

Senzitivitatea ridicată a multiplilor de evaluare în baza veniturilor operaționale la dimensiunea marjei EBITDA, este demonstrată prin valoarea foarte ridicată a coeficienților de determinare R^2 de peste 0.75 asociați ecuațiilor de regresie liniară construite în baza universului companiilor selectate de pe piața reglementată a BVB. Practic, cu excepția MedLife, au fost eliminate companiile cu capitalizare a free-float-ului de peste 100 milioane euro și companiile cu profitabilitate volatilă, precum producătorii de țigări și gaze, electricitate și companiile de utilități reglementate, și evident cele cu EBITDA negativ. De asemenea, fapt important pentru obținerea unui coeficient de determinare R^2 foarte ridicat, au fost eliminate și câteva companii care introduceau elemente de distorsiune, în sensul că în cazul lor nu se manifestă o corelație între marja lor EBITDA și nivelul multiplilor de venituri operaționale, fapt de natură să diminueze artificial intensitatea corelației.

Astfel, cele două ecuații de regresie liniară prezentate pe pagina următoare, cu marjă EBITDA drept variabilă independentă și multiplii EV/Venituri operaționale și respectiv Capitalizare bursieră/Venituri operaționale, au fost construite în baza unui număr de 26 companii listate pe piața reglementată a bursei din București.



Sursa: Prezentarea "Provocări actuale în evaluarea companiilor listate", realizată de autor la conferința națională "Evaluarea pentru piața de capital din România", ANEVAR, 19 mai 2022; Nota 1): Au fost considerate prețurile acțiunilor de la data de 17.05.2022; Nota 2): Multiplii sunt calculați în baza datelor financiare aferente exercițiului financiar 2021; Nota 3) EV = Capitalizare bursiera + Datorii financiare – Numerar și echivalente de numerar

Simbol	Companie	Free float	Capitalizare bursiera (mil EUR)	Capitalizare free-float (mil EUR)	EV/Venituri Operationale	P/ Venituri Operationale	EV/ EBITDA	P/E	P/BV	Marja EBITDA	Marja netă	ROE
M	MedLife	47,1%	502,2	236,6	2,1	1,7	10,7	22,0	7,3	19,9%	7,8%	33,0%
TTS	TTS	74,7%	110,2	82,4	0,9	0,9	3,9	8,2	1,0	23,6%	11,1%	11,9%
CRC	Chimcomplex	5,7%	1146,2	65,2	2,6	2,5	8,5	11,7	6,5	30,6%	21,6%	55,8%
WINE	Purcari Wineries PLC	80,0%	75,0	60,0	1,8	1,5	6,2	9,0	1,5	29,0%	16,8%	16,4%
AQ	Aquila	33,3%	171,2	57,1	0,4	0,4	5,1	12,5	1,8	6,9%	3,5%	14,1%
COTE	Conpet	41,3%	136,5	56,3	1,0	1,5	4,3	12,6	1,0	24,0%	11,5%	8,1%
SFG	Sphera Franchise Group	34,5%	107,4	37,1	0,6	0,5	8,3	19,4	4,0	7,2%	2,7%	20,8%
ATB	Antibiotice	20,6%	72,5	14,9	1,4	1,0	8,6	12,0	0,6	15,9%	8,2%	4,9%
BIO	Biofarm	11,7%	127,1	14,8	2,2	2,6	6,4	10,5	1,9	34,1%	25,0%	18,0%
CMP	Compa	62,2%	23,8	14,8	0,3	0,2	3,3	7,8	0,2	9,1%	2,1%	3,0%
IARV	IAR Brasov	35,1%	39,1	13,7	0,7	0,6	8,1	8,2	0,9	8,3%	7,1%	10,7%
SOCP	Socep	31,9%	42,0	13,4	3,0	2,6	9,3	18,2	1,1	32,8%	14,1%	5,8%
TBM	Turbomecanica	58,9%	17,4	10,3	0,7	0,7	3,9	7,3	0,7	19,2%	8,9%	9,7%
RPH	Ropharma	36,9%	21,5	7,9	0,2	0,1	4,1	9,2	0,5	4,7%	1,3%	5,4%
ROCE	Romcarbon	35,0%	14,9	5,2	0,4	0,3	6,4	-51,1	0,6	6,5%	-0,5%	-1,1%
OIL	Oil Terminal	23,6%	17,6	4,2	0,6	0,4	4,5	15,1	0,2	13,4%	2,8%	1,3%
BRM	Bermas	34,7%	9,6	3,3	1,5	1,3	11,3	28,4	2,0	13,4%	4,7%	6,9%
VNC	Vrancart Adjud	7,5%	42,4	3,2	0,8	0,5	6,5	21,3	0,8	12,1%	2,5%	4,0%
ELGS	Electroarges	50,3%	6,2	3,1	0,1	0,1	3,7	-14,6	0,5	3,5%	-0,7%	-3,7%
AAG	AAGES	45,0%	6,4	2,9	0,8	0,9	4,5	7,3	1,1	17,1%	12,0%	14,9%
ALU	Alumil	20,1%	11,6	2,3	0,7	0,6	5,1	9,5	1,0	12,9%	6,6%	10,5%
TUFE	Turism Felix	7,0%	29,6	2,1	1,5	1,7	7,0	14,1	0,7	21,7%	12,0%	5,0%
PREH	Prefab	4,0%	26,5	1,1	1,5	1,3	6,5	12,0	0,6	23,4%	11,0%	5,0%
STZ	Sinteza Oradea	17,0%	5,5	0,9	0,7	0,6	8,1	-55,1	0,7	8,9%	-1,1%	-1,3%
MECF	Mecanica Ceahlau	6,5%	6,3	0,4	0,5	0,9	4,5	18,0	0,6	11,5%	4,7%	3,4%
UZT	Uztel	16,2%	2,4	0,4	0,6	0,3	6,6	36,4	0,2	9,0%	0,9%	0,7%

Sursa: Prezentarea "Provocări actuale în evaluarea companiilor listate", realizată de autor la conferința națională "Evaluarea pentru piața de capital din România", ANEVAR, 19 mai 2022; Nota 1) Multiplii sunt calculați în baza datelor financiare aferente anului 2021 și cu prețurile de închidere din ședința din 17.05.2021; Nota 2) Companiile sunt ordonate în ordinea descrescătoare a capitalizării free-float-ului la data calculului, acestea fiind cele luate în considerare în construcția celor două ecuații de regresie liniară prezentate în cadrul studiului

Utilitatea ecuațiilor de regresie pentru evaluarea unor companii necotate

În practică, cele două ecuații de regresie liniară construite pentru companiile de pe piața reglementată a BVB pot fi utilizate drept instrumente “neconvenționale” de aplicare a metodei comparației în cadrul unui exercițiu de evaluare al unei companii necotate. Un element ce atrage evident atenția constă în ușurința cu care se ajunge la valoarea de piață a capitalului propriu pentru o companie pentru care se cunosc veniturile operaționale, profitul operațional EBITDA, profitul net, datoriile financiare și numerarul din bilanț. O observație utilă ar fi ca, în măsura în care compania utilizează un nivel ridicat al finanțării prin datorie bancară și obligatară, ecuația de regresie EV/Venituri operaționale ar fi de așteptat să furnizeze evaluări mai realiste comparativ cu ecuația Capitalizare bursiera/Venituri operaționale.

Principalul avantaj al evaluării “rapide” prin intermediul ecuațiilor econometrice se referă la generarea unor valori de piață ce sunt direct conectate la modalitatea în care companiile listate sunt evaluate la BVB în funcție de fundamentele lor (exprimate prin marja EBITDA, în cazul de față). Desigur însă că în cazul acestor relații econometrice construite pentru BVB nu se poate avea în niciun fel pretenția de a fi utilizat drept vreun glob de cristal pentru descoperirea pe “scurtătură” și fără necesitatea testării ulterioare, a valorii de piață a unor companii necotate. Astfel, rezultatele obținute prin aplicarea relațiilor econometrice este recomandat să fie testate cu rezultatele furnizate de metoda clasică a comparației care constă în descoperirea unei valori de piață a capitalului propriu (sau a unui interval de valori) având referință multipli la care se tranzacționează companiile selectate ca fiind comparabile cu cea evaluată. Pe de altă parte, utilitatea ecuațiilor de regresie liniară se poate dovedi chiar mai mare în cazul în care analistul sau evaluatorul nu poate identifica un grup de companii listate cu adevărat comparabile cu cea necotată, astfel încât metoda comparației să poată fi aplicată într-un mod rezonabil.

Precum orice demers complex, calitatea rezultatelor obținute “stă” în gestiunea detaliilor. În primul rând, apare o preocupare legată de “perisabilitatea” relațiilor econometrice. Aceasta se referă la faptul că relațiile matematice sunt calculate cu datele financiare pentru 2021, iar pe măsura ce devin disponibile datele financiare trimestriale pentru 2022, reprezentativitatea unor evaluări în baza datelor financiare pentru exercițiul financiar anterior își reduce din relevanța. Pe de altă parte, un alt inconvenient este firesc legat de faptul că prețurile acțiunilor pot să ajungă să difere semnificativ de cele

din 17 mai 2022, care au fost luate ca referință la construcția relațiilor econometrice. Din acest punct de vedere se ridică provocarea actualizării periodice acestor ecuații de regresie liniară pentru a capta măcar rezultatele financiare la șase luni, precum și sentimentul pieței reflectat de evoluția prețurilor acțiunilor. O soluție pentru utilizarea mai îndelungată a relațiilor econometrice poate fi eventual aplicarea unui discount la valoarea de piață obținută pentru compania necotată în situația în care la BVB ar interveni eventual o scădere semnificativă a cotațiilor față de cele valabile pe 17 mai 2022, când au fost construite respectivele ecuații de regresie. Un alt detaliu important se referă la măsura în care marja EBITDA considerată în calcul este una oarecum normalizată, utilizarea relațiilor econometrice prezentate fiind potrivită în mod special pentru evaluarea companiilor cu un grad semnificativ de stabilitate al profitabilității.

În concluzie, ecuațiile de regresie liniară se pot dovedi mai mult sau mai puțin potrivite pentru utilizarea în vederea evaluării unor companii necotate. Personal, am testat versiunea 2021 a acestor ecuații de regresie (construite cu date financiare aferente exercițiului financiar 2020 și prețuri ale acțiunilor din luna mai 2021) și am obținut rezultate satisfăcătoare în circa două treimi din cazuri. Ceea ce nu este puțin lucru, mai ales în condițiile suportului oferit pentru construcția rapidă a unei opinii inițiale care urmează să fie testată și rafinată ulterior. Dar dincolo de utilizarea efectivă sau nu a ecuațiilor de regresie liniară în practica evaluării, nu este de neglijat tocmai confirmarea unei determinări directe între marjele de profitabilitate și evaluarea companiilor pe bursa de la București. Ceea ce dovedește raționalitatea evoluției prețurilor acțiunilor în funcție de fundamente chiar și pentru o piață mică de acțiuni precum cea de la București, mai puțin eficientă informațional comparativ cu piețele de acțiuni dezvoltate. Cu alte cuvinte, prin mecanismele sale miraculoase, se arată că piața are întotdeauna dreptate, indiferent de circumstanțe și tot felul de detalii, care ridică provocări de interpretare pentru analiști, brokeri și investitori.

Autor: Mihai CĂRUNTU, membru AAFBR

Notă: Opiniile exprimate în prezentul material sunt strict personale, nu reflectă poziția oficială a angajatorului și nu implică sau angajează în niciun fel această instituție. Acest material este o părere personală a autorului în calitate de membru AAFBR cu rol strict informativ și nu constituie o recomandare pentru a realiza investiții în instrumente financiare la care se face referire în text.

3. Evoluție mărfuri

ENERGIE

Țitei brut Brent (USD/baril)



Gaz natural (Dutch TTF, euro/MWh)



Certificate emisii de carbon (euro/certificat)



AGRICULTURĂ

Porumb (USD/bushel)



Grâu (USD/bushel)



Soia (USD/bushel)



METALE

Cupru (USD/lbs)



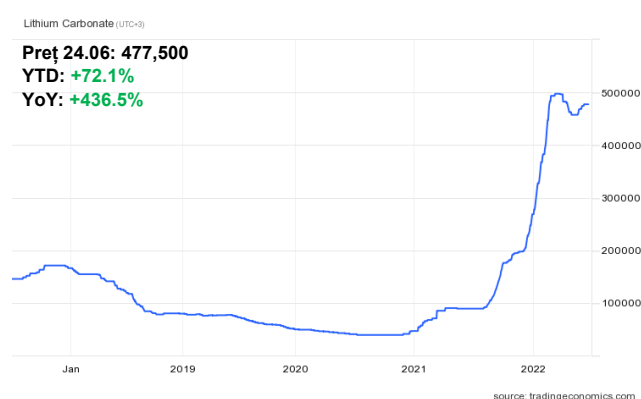
Aluminiu (USD/tonă)



Oțel (CNY/tonă)



Carbonat de litiu (CNY/tonă)



PROIECȚII MĂRFURI

Marfa	Unitate de măsură	2022f	2023f	2024f
Țiței brut Brent	USD/baril	100	92	80
Gaz natural	USD/mmbtu	34	25	22
Soia	USD/mt	700	600	596
Porumb	USD/mt	310	280	278
Grâu	USD/mt	450	380	370
Aluminiu	USD/mt	3,400	3,100	3,000
Cupru	USD/mt	10,100	9,700	9,000

Sursa: Banca Mondială, *Commodities Markets Outlook*, Aprilie 2022

Sursă grafice: tradingeconomics.com

Autori:

Andreea Mihaela PALICI, membru AAFBR

Eugen Ludovic DARADICS, membru AAFBR

Site-uri utile

Banca Nationala a Romaniei <http://www.bnro.ro/Home.aspx>

Institutul National de Statistica <http://www.insse.ro/cms/>

Bursa de Valori Bucuresti <http://www.bvb.ro/>

Autoritatea de Supraveghere Financiara <http://asfromania.ro/>

Institutul de Studii Financiare: <https://www.isf.ro/ro>

ANEVAR: <http://site2.anevar.ro/>

Asociatia Romana a Bancilor <http://www.arb.ro/>

Consiliul Patronatelor Bancare din Romania <https://www.cpbr.ro/>

Asociatia Administratorilor de Fonduri din Romania <http://www.aaf.ro/>

Asociatia Societatilor Financiare - ALB Romania <http://www.alb-leasing.ro/>

Consiliul Fiscal <http://www.consiliulfiscal.ro/>

Invest Romania <http://investromania.gov.ro/web/>

ENVISIA: <https://envisia.eu/>

IBR: <https://www.ibr-rbi.ro/>

Echipa editorială și colaboratori ai newsletterului

Prezentare echipa editorială



Andreea PALICI

Andreea are experiență în piața de capital, predare și cercetare macroeconomică. În prezent deține o poziție de macroeconomist în cadrul unei bănci comerciale. În 2016 a promovat CFA Level 2, al doilea nivel al programului CFA. În 2014 a predat un semestru *Securities Analysis and Portfolio Management* studenților programului de MBA din cadrul Universității GNA din Phagwara (India). Este absolventă a programului de Master în Finanțe a Universității Aarhus (Danemarca).



Daniela ROPOTĂ, CIIA

Daniela desfășoară în prezent activități de analiză, evaluare și modelare financiară în cadrul PwC Romania. De asemenea, din anul 2019 este lector asociat IBR pe specialitatea *Corporate Finance* în cadrul programului *Certified European Financial Analyst (CEFA)* și începând cu anul 2021 este lector asociat ENVISIA– Boards of Elite pe specialitatea *Business Valuation*. Daniela are peste 15 ani experiență în analiză de companii listate și nelistate și a realizat numeroase analize de piețe financiare și de companii în diverse sectoare de activitate, incluzând previziuni financiare și evaluări prin abordarea prin piață și abordarea prin venit. A absolvit masterul Management financiar și Piețe de Capital și Facultatea FABIZ în cadrul ASE, a participat la școala de vară organizată de EFFAS la Madrid și a obținut certificarea internațională *Certified International Investment Analyst (CIIA)* în anul 2017. Este membră a AAFBR din anul 2014, a fost aleasă Vicepreședinte în perioada 2018-2020 și Președinte pentru perioada 2020-2022.



Iulia CORLĂNESCU, MBA

Iulia lucrează începând din anul 2022 ca Macroeconomist în cadrul UniCredit Bank Romania. Iulia a activat mai mulți ani ca Manager de relații cu investitorii în cadrul Departamentului Agenției de rating și relații cu investitorii, Banca Comercială Română, participând la elaborarea materialelor suport pentru întâlnirile conducerii băncii cu investitorii instituționali (bănci și firme de investiții străine și locale) și cu principalele agenții internaționale de rating. Expertiza sa în cadrul echipei a cuprins în principal la prezentarea sintetică a strategiei de afaceri, de finanțare și lichiditate a băncii, a evoluției liniilor de afaceri, precum și a influenței mediului macroeconomic și a sectorului bancar local asupra activității și rezultatelor financiare ale băncii. Are o experiență de peste 20 de ani în domeniul bancar contribuind la construirea unor activități noi în cadrul BCR precum cea de factoring în 1998 sau relații cu investitorii în 2007, dar și la dezvoltarea activităților de finanțare externă, relații cu băncile corespondente și cu agențiile de rating. În anul 2007 a absolvit programul MBA Româno-Canadian, specializarea Finanțe. Este membru al AAFBR din anul 2014.



Florin MORARU

Florin este absolvent al masterului de Analiză Financiară și Evaluare și student ACCA, are experiență în audit financiar, în prezent este consultant în departamentul de *Transactional Services* în cadrul PwC și are circa 4 ani experiență în domeniul financiar. Dorește să urmeze o carieră în domeniul analizei și evaluării și să relaționeze cu profesioniștii din domeniu. Este membru AAFBR din august 2021.



Larissa BATRANCEA

Larissa este conferențiar universitar la Facultatea de Business, Universitatea Babeș-Bolyai. A obținut titlurile de doctor, master și licențiat în economie (șefă de promoție, media 10,00), master și licențiat în matematică la Universitatea Babeș-Bolyai, master în neuroștiințe cognitive la University of York, Marea Britanie. A absolvit un program post-doctoral în economie coordonat de Academia Română, clasându-se prima din totalul celor 134 de post-doctoranzi. A fost visiting professor, cercetător invitat și s-a specializat la universități din Austria, Brazilia, Danemarca, Germania, Italia, Marea Britanie, Mexic, Olanda, Pakistan, Rusia, Slovacia, Spania, Suedia, SUA, Turcia. A publicat 33 de cărți și capitole în cărți ca autor, editor și traducător și peste 108 de articole științifice în reviste academice de prestigiu. Interesele de cercetare vizează analiza financiară, comportamentul fiscal, economia experimentală, neuroștiințele cognitive, neuroeconomia. Este director și membru în 23 granturi de cercetare și a obținut 15 premii naționale pentru activitatea didactică și de cercetare. Este membru AAFBR din august 2021.



Alexandru DUNĂ, PhD

Alexandru este Vice-Presedinte AAFBR, economist și bancher de profesie, cu experiență cumulată în ultimul deceniu în zona de analiza economico-financiară, recuperare-restructurare, creditare și vanzări din segmentul corporate. În prezent Head of Corporate Credit Support în cadrul Diviziei Corporate OTP Bank Romania. Absolvent licență și master ASE București, iar începând cu anul 2019 doctor în Finanțe (specializarea temei de cercetare doctorală: "Lichiditatea bancară și gestiunea riscului de lichiditate"). De asemenea, a coordonat zona de educație financiară din cadrul Ministerului Educației și Cercetării Științifice, în calitate de consilier ministru, pe perioada guvernului tehnocrat (2016-2017). Din punct de vedere academic, a publicat articole de specialitate în reviste prestigioase atât la nivel național cât și internațional, a urmat cursuri dedicate segmentului bancar și a participat la congrese importante pe teme conexe zonei de analiză financiară sau cele ale modelelor și politicilor la nivel micro/macro-economic.

AUTORI ARTICOLE ÎN NUMĂRUL CURENT AL NEWSLETTERULUI



Ana BOATĂ

Ana - Alumna of Paris 1 Panthéon-Sorbonne și Paris 2 Panthéon-Assas, s-a alăturat echipei Euler Hermes în noiembrie 2012 ca economist specializat pe piețele europene și este în prezent Head of Macroeconomic and Sector Research. Euler Hermes este liderul global în asigurarea de credit comercial și un recunoscut specialist în domeniul garanțiilor și al colectării creanțelor. Ana a primit premiul „Best Forecaster 2019” pentru zona euro, acordat de Consensus Forecast. Ea acordă interviuri regulate care acoperă întrebări actuale despre Brexit, Europa și subiecte globale pentru mass-media internațională precum BFM, Le Monde, Les Echos, CNBC, Channel IV, Times și Milano Finanza. În paralel, Ana predă cursuri macroeconomice la Dauphine, precum și cursuri de risc de țară la Science Po Paris. S-a alăturat poziției sale actuale după doi ani ca economist la Exane BNP Paribas.



Răzvan RUSU, CESGA

Răzvan este Manager de Portofoliu la Allianz Tiriac Pensii Private. Are o experiență de 18 ani în administrare de active atât în piața de asset management cât și în piața de pensii private. Este implicat în stabilirea și implementarea strategiei de investiții a fondurilor private de pensii precum și în procesul de engagement al fondurilor cu structurile de guvernanta ale companiilor din portofoliu. A absolvit Relații Economice Internaționale la ASE, un Master DAFI la FABBV, studii aprofundate de Geopolitică și Geostrategie la REI precum și un EMBA la Universitatea din Geneva. Din 2022 este detinatorul certificării CESGA.



Anca PĂLTINEANU

Anca Paltineanu se ocupa cu coordonarea proiectelor de intermediere și finanțare derulate de Tradeville, având experiența în elaborarea documentației necesare în vederea realizării unei oferte publice, unui plasament privat sau listare tehnică pe piața locală de capital. Înainte de a se concentra pe activitatea de corporate finance, a acumulat experiența în întocmirea rapoartelor de tip equity research. În 2019, a trecut de Level I, reprezentând primul nivel din cadrul programului de certificare al CFA Institute. Este absolventa a programului de master Managementul Riscului Financiar International, din cadrul Academiei de Studii Economice din București.



Mihai CĂRUNTU

Mihai își desfășoară în prezent activitatea ca senior analist în cadrul Direcției Corporate Finance din cadrul BRD-Groupe Societe Generale, principalele sale responsabilități fiind de a acorda suport de analiză în cadrul unor tranzacții M&A, dar mai ales în vederea realizării unor tranzacții pe piețele de capital, respectiv oferte publice de acțiuni și finanțări prin emisiuni de obligațiuni. În perioada 2006-2018, Mihai a deținut poziția de șef al Departamentului Cercetare Piață de Capital din cadrul BCR, fiind coordonatorul unei echipe specializate de analiști a căror activitate principală a constat în monitorizarea principalelor companii listate la Bursa de Valori București (BVB). Mihai Caruntu are peste 20 ani de experiență în domeniul pieței de capital și al analizei companiilor, fiind absolvent al Facultății de Cibernetică, Statistică și Informatică Economică. De asemenea, el a absolvit cursul de consultant de investiții autorizat de Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF).

Newsletter-ul AAFBR reprezintă un serviciu de informare furnizat de către Asociația Analizatorilor Financiarilor Bancari din România (www.aafb.ro). Articolele și analizele din cadrul newsletter-ului AAFBR prezintă puncte de vedere ale autorilor cu privire la subiecte și evenimente considerate de interes pentru comunitatea AAFBR și publicul larg la un anumit moment. Acestea utilizează surse de informare considerate a fi de încredere, fără a garanta în niciun fel că informațiile publicate în acest material sunt adevărate, corecte și complete. Prezentarea și analiză datelor sunt oferite cu bună credință și doar în scop informativ. Este recomandabil ca cititorul să colecteze informații legate de o anumită temă din mai multe surse, alături de cele găsite în acest newsletter. Autorii și colaboratorii newsletter-ului AAFBR pot deține valori mobiliare prezentate în acest raport și/sau avea raporturi contractuale cu diverse companii analizate. Autorii și AAFBR nu își asumă nicio răspundere pentru pierderile rezultate din utilizarea sau fundamentarea deciziilor pe bază datelor furnizate în acest newsletter. Preluarea informațiilor și materialelor din acest buletin este permisă cu condiția obligatorie a menționării drept sursă "Autor articol, sursă newsletter AAFBR". Articolele semnate în calitate de membri, conducători și colaboratori AAFBR reflectă integral analizele și opiniile autorilor, fără a fi implicate în niciun fel companiile unde își exercită funcția în prezent sau și-au desfășurat activitatea în trecut.

