

Studiu de caz

Analiza fundamentala: Cat de scumpa este actiunea BRD?

Pe data de 15 septembrie actiunile BRD au avut o evolutie spectaculoasa, inchizand la un pret de 19,5 lei/actiune, cu 11% mai mult decat in ziua precedenta. Asemenea cresteri sunt neobisnuite pentru o actiune precum BRD: variatia medie zilnica a pretului actiunilor bancii a fost de numai 0,14% in ultimii patru ani.

Desigur, intrebarea care se pune este: cine s-a pacalit? Cei care au vandut sau cei care au cumparat? Sau, cu alte cuvinte, la acest pret, actiunea este scumpa, sau o investitie buna?

La prima vedere, raspunsul este clar: cu profiturile pe anul 2005, sau chiar si cu cele pe ultimele patru trimestre, la 19,5 lei/actiune BRD are un P/E in jur de 24. Pentru referinta, BRD a inchis anul 2005 cu un nivel mult mai rezonabil, de 17. Tot pentru referinta, media P/E pentru bancile din SUA este in jur de 15. Ratele de crestere si profitabilitate ale afacerilor in Romania (inclusiv, sau mai ales, ale celor bancare) justifica valori P/E mai mari decat cele de pe piete dezvoltate. 17 pare o valoare buna fata de 15, dar la 24 diferenta este cam mare. Cu alte cuvinte, la 19,5 lei/actiune BRD incepe sa devina cam scumpa.

Insa analizele la prima vedere nu sunt intotdeauna satisfacatoare. O discutie recenta a cazului BRD m-a determinat sa intru in mai multe amanunte.

Indicii P/E calculati cu valori viitoare ale profiturilor sunt mult mai relevanti decat cei calculati cu valori istorice. Si atunci trebuie sa estimam profiturile BRD pe 2006 pentru o imagine mai corecta (emitentul nu ne ajuta prea mult in aceasta directie : in ultimii doi ani a estimat in BVC profituri in crestere cu 5%-10%, cand cresterea s-a dovedit de fapt de 45% ; pentru 2006 cresterea estimata este tot de 5-10%, dar ne putem astepta, din nou, la cresteri mai bune).

O prima estimare pleaca de la activele bancare. In perioada 2001-2005 activele bancare totale la nivelul Romaniei au crescut cu o rata medie anuala de 40,9%. In mod foarte interesant, activele BRD au crescut in aceeasi perioada cu o rata medie anuala foarte apropiata, de 39,4% (In plus, volatilitatea ratelor de crestere nu a fost foarte mare in nici unul din cazuri: abaterea medie patratica a ratelor de crestere ale activului bancar total a fost de 9,8% in perioada mentionata, iar cea a ratelor de crestere a activului BRD de 17,8%).

Cu mai putine cuvinte, putem aproxima o rata de crestere a activului bancar total de 40% si in 2006, rezultand o rata de crestere similara si pentru activul BRD. Mai exact, fata de activul bancii din 2005 de 19,2 miliarde RON, activul estimat pentru 2006 ar fi de 26,9 miliarde RON (banca a strabatut deja o parte din drum – activul la iunie 2006 era de 22,3 miliarde). Mai departe, rata medie de profitabilitate a activelor BRD pe aceeasi perioada a fost de 3,23% (cu o abatere medie patratica de numai 0,40%). Aplicata la activele estimate pe 2006, aceasta rata duce la un nivel estimat al profiturilor la sfarsitul anului de 868 mil RON.

Desigur, nici o metoda nu este perfecta. O analiza corecta foloseste mai multe metode de estimare, care, in cazul ideal, ar trebui sa conduca la rezultate similare. Deci, sa mergem mai departe.

Istoricul anilor trecuti a aratat ca distributia profitului BRD pe trimestre este relativ echilibrata. Mai exact, 21,8% din profit se obtine in Trim I, 27,0% din profit in Trim II, 25,7% din profit in Trim III si 25,5% in Trim IV (valori medii in perioada 2002-2005). Daca banca a obtinut un profit de 315 milioane RON in primele doua trimestre ale anului 2006, iar acesta reprezinta 48,8% din profitul pe intreg anul conform mediilor de mai sus, atunci profitul anual pe 2006 ar trebui sa fie de 645 milioane RON.

In fine, o a treia metoda pleaca de la ratele anuale de crestere a profitului. Valoarea medie a acestei rate pentru perioada 2001-2005 a fost de 35% in cazul BRD. Tinand cont de profitul anului trecut, de 553 mil RON, aceasta rata ne conduce la un profit estimat de 747 mil RON pentru 2006.

In final, sa facem o medie a celor trei estimari: 868 mil RON pe baza metodei rentabilitatii activelor, 645 mil RON pe baza metodei structurii trimestriale a profiturilor si 747 mil RON pe baza ratei de crestere anuale a profiturilor. Rezulta o valoare estimata a profitului BRD pe 2006 de 753 mil RON, sau 1,1 RON/actiune.

Cu o astfel de valoare, indicele P/E al bancii la un pret de 19,5 lei/actiune coboara de la 24 la 18 – aceasta din urma fiind o valoare mult mai rezonabila pentru un investitor pe termen lung.

Mai concret, pentru un investitor pe termen scurt o crestere a BRD cu 11% intr-o zi nu este, desigur, un semn bun, intrucat actiunea s-a scumpit brusc: daca investitorul respectiv a avut-o in portofoliu, atunci se poate felicita; daca nu, atunci sansele de a mai inregistra o asemenea crestere pe termen scurt au scazut.

Dar investitorul care a cumparat la 19,5 lei/actiune, (investitor care putem presupune ca este unul institutional, ce actioneaza pe termen lung) a facut un *deal* bun, intrucat a cumparat o actiune cu un P/E estimat de 17 la sfarsit de an, si, daca tabloul prezentat aici se pastreaza in linii mari, cu un nivel de P/E de 13-14 la sfarsit de 2007.

Concluzia? La prima vedere, si intr-o abordare pe termen scurt, BRD s-a cam scumpit. La o analiza mai atenta, insa, avem de-a face cu o investitie buna pentru cei care au rabdare sa astepte.

Razvan Pasol
Septembrie 2006
www.kmarket.ro