

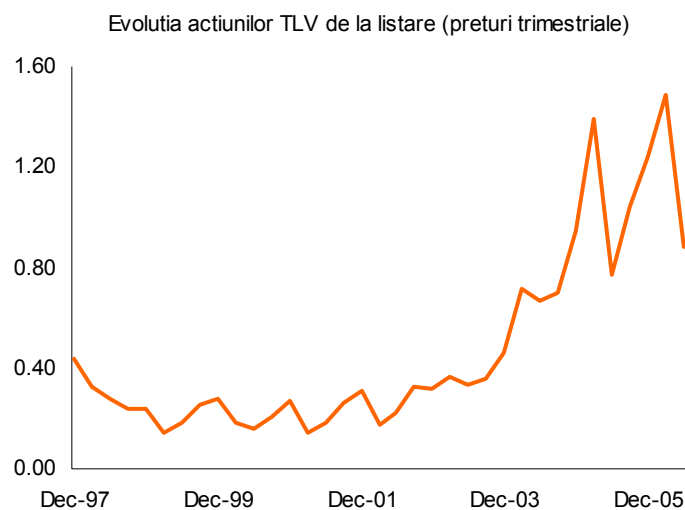
Elemente de analiza a actiunilor Bancii Transilvania

Am studiat putin evolutia actiunilor Bancii Transilvania de la listare pana in prezent. Graficul este cel cunoscut:



La prima vedere graficul nu pare prea interesant – o evolutie anosta in primii 5-6 ani de tranzactionare, descendenta la inceput si apoi relativ stabila, urmata de cresteri spectaculoase si volatilitate inspaimantatoare in ultimii ani. Stim insa ca graficul in sine nu ne spune foarte multe lucruri despre performantele investitiei in actiuni TLV, intrucat banca a operat numeroase majorari de capital din fonduri proprii (plus cateva cu numerar), care distorsioneaza graficul.

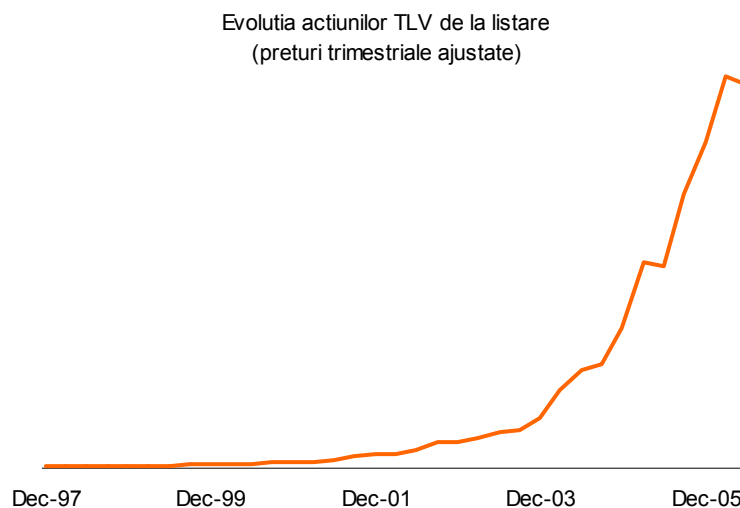
Tinand cont de perioada indelungata de tranzactionare, am vrut sa vad cum arata un grafic trasat cu preturi trimestriale (am luat pretul din ultima zi de tranzactionare a fiecarui trimestru) pentru a incerca sa depistez mai bine tendintele pe termen lung:



Am scapat de o parte din “zgomotul” graficului precedent, inasa si acest grafic arata destul de bizar. Fara a avea toate informatiile, nu s-ar spune doar din graficul de mai sus ca actiunile TLV au adus, de fapt, un randament mediu anual de 96% in perioada 1998-2005 printr-o strategie *buy & hold* (am luat in calcul majorarile de capital social in calculele de mai jos):

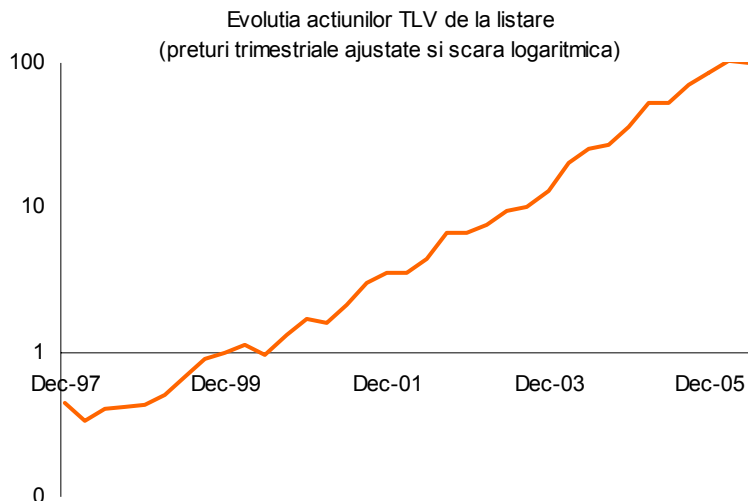
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Castig total (%)	+13%	+136%	+67%	+105%	+86%	+90%	+163%	+104%

Tinand cont de aceste evolutii am vrut sa vad cum arata, de fapt, graficul TLV daca il ajustez pentru toate majorarile de capital social prin care a trecut Banca Transilvania de la listarea la bursa pana in prezent. Rezultatul este mai mult decat interesant:



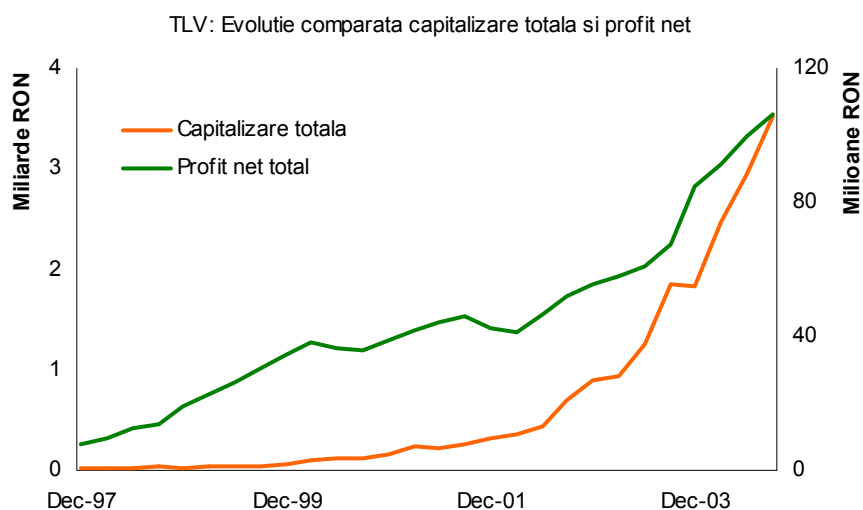
Iata o schimbare majora. Graficul astfel preclucrat arata o tendinta crescatoare continua mai mult decat clara, tendinta ce se coreleaza, de fapt, cu castigurile efective ale investitorilor conform tabelului de mai sus. (cum am calculat datele pentru acest grafic? am introdus castigurile obtinute din actiunile gratuite sau cu numerar direct in pret, astfel incat graficul nu a mai “cazut” dupa diversele date de referinta/inregistrare; astfel, am trasat graficul ca si cum pretul la bursa ar fi crescut la fiecare majorare de capital social aducand un castig echivalent majorarii, iar numarul de actiuni s-ar fi pastrat nemodificat).

Pentru o imagine si mai corecta am trasat graficul de mai sus pe scara logaritmica (in acest grafic distantele egale pe verticala corespund unor cresteri procentuale egale, si nu unor cresteri in lei egale, asa cum se intampla pe un grafic pe scara normala):



Rezultatul mi se pare mai mult decat semnificativ: iata cum arata, de fapt, evolutia actiunilor TLV la bursa, dupa ce am scapat de toate distorsiunile introduse de majorarile de capital. Dupa cum investitorii care au cumparat si pastrat actiuni TLV de-a lungul anilor pot verifica in mod empiric consultandu-si evolutia valorii portofoliului, castigurile continue aduse de TLV se pot transcrie si in forma grafica printr-o curba crescatoare fara variatii majore.

Dupa cum am procedat si cu actiunile BRD intr-un articol anterior, m-am gandit sa studiez si pentru TLV evolutia comparativa a capitalizarii totale (practic a valorii de piata a bancii) si a profitului net total (calculat in fiecare trimestru ca profit pe ultimele patru trimestre precedente trimestrului luat in calcul, inclusiv; grafic trasat pe scara normala):



La fel ca in cazul BRD, evolutia celor doi indicatori este foarte similara pe grafic. Desigur, cele doua curbe au pante diferite, ritmul de crestere al valorii de piata (de la 18,7 milioane lei in iunie 1999 la 3,5 miliarde lei in martie 2006) fiind cu mult mai mare decat ritmul de crestere al profitului net (de la 7,9 milioane lei in perioada Iunie 1998 – Iunie

1999 la 106,2 milioane in perioada Martie 2005 – Martie 2006). Explicatia este simpla: in iunie 1999 actiunile TLV aveau un indice P/E de numai 2,38, o valoare extraordinar de mica pentru un emitent cu o rata de profitabilitate de 20% si activand in sectorul bancar; o crestere a P/E (si implicit a pretului) era absolut normala.

Concluzia? Prin acest grafic am verificat din nou ipoteza corelarii foarte stranse dintre evolutia valorii de piata si a profitului net. Coeficientul de corelatie intre cele doua serii de date este de 0,932 – din nou o valoare extraordinar de ridicata si apropiata de cea calculata pentru BRD (0,976). Inca o concluzie interesanta: in ultimul grafic de mai sus am folosit capitalizarea reala, fara nici un fel de ajustare pe preturi; astfel, reiese ca numarul de actiuni in circulatie devine pur si simplu irelevant atata timp cat pretul unei actiuni se ajusteaza automat de catre piata, iar capitalizarea totala urmeaza aceeasi tendinta cu profitul net.

In final, o observatie: cu un indice P/E peste 30, actiunile TLV nu mai sunt in aceeasi pozitie favorabila ca in trecut. Pentru ca panta de crestere a pretului sa se mentina aceeasi pe graficul cu pretul ajustat si scara logaritmica (sau, in cuvinte mai simple, pentru ca randamentul investitorilor sa ramana in aceiasi parametri ca pana acum) este nevoie ca banca sa isi pastreze aceleasi rate anuale de crestere a profitului ca pana acum. In 2005 profitul net a crescut cu 63,91%, un procent aproape identic cu rata medie de crestere anuala a profitului in perioada 1998-2005 (63,77%), insa este clar ca aceste rate de crestere nu pot fi mentinute la nesfarsit.

Pentru 2006 banca si-a propus un profit cu numai 11% mai mare decat cel din 2005; chiar daca TLV ne-a obisnuit cu o rata de indeplinire a profitului net bugetat in jur de 120% (media perioadei 2003-2005) si prin urmare profitul efectiv pe 2006 ar fi mai mare cu 20% decat cel bugetat, cresterea profitului in 2006 fata de 2005 ar fi totusi de numai 33%. Ce inseamna aceasta? Faptul ca o crestere a profitului net de 11%-33% in 2006 permite un castig posibil pentru investitorii in TLV situat la un nivel similar, conform ideilor prezentate in acest articol.

Este clar ca ratele de crestere a profitului anual sunt in scadere, pe masura ce dimensiunea bancii creste; totul este ca aceste rate sa nu scada sub nivelul de randament asteptat de investitori. Daca asteptarile vor fi realiste, capacitatea de dezvoltare si de generare de profit a bancii vor evolua in continuare, iar cele doua rate de crestere (a profitului total si a valorii bancii) vor evolua in aceeasi directie, atunci toata lumea va fi fericita – castigul investitorilor va fi determinat de valoarea adaugata creata de banca.

Dupa cum am spus, insa, asteptarile trebuie sa fie realiste: ritmul de crestere a valorii de piata (si, de fapt, castigul investitorilor in TLV) nu mai poate fi cu mult mai mare decat ritmul de dezvoltare a bancii (ritmul de crestere al profitului generat de banca), asa cum se intampla in trecut; mai simplu spus, dupa cum nu vom mai gasi prea curand la cota bursei un emitent de valoarea TLV cu un P/E in jur de doi, nici castigurile apreciabile si continuate generate de o asemenea situatie nu se vor mai repeta prea curand in aceiasi parametri.

(Nota: Ideile prezentate in acest articol reprezinta doar o metoda de analiza posibila, dintre multe altele. Investitorii trebuie sa studieze cat mai multe opinii si analize inainte de a trage o concluzie despre o anumita actiune).

Razvan Pasol

Iunie 2006

www.kmarket.ro