



SIF-uri la jumătate de pret

De ce cumparam SIF-uri la jumătate din valoarea activului lor net? V-ati pus vreodata intrebarea asta? De regula, un discount de 50% fata de activul net se justifica prin valori modeste ale celui alt multiplicator de pret atent urmarit, P/E. Cu alte cuvinte, o companie cu profit mic sau chiar cu pierdere este depunctata in piata de catre investitori, cursul scade atat de mult incat se mareste decalajul fata de activul net. Dar la SIF-uri nu e cazul, ele au un P/E mediu de 4,75 in conditiile in care valoarea media pentru toata bursa este de 10,9 la finalul lunii august.

SIF-urile sunt fonduri de investitii, caz in care, la fel ca la banci, multiplicatorul P/B este mai relevant. Dar, ele sunt in acelasi timp si societati comerciale, deci platesc dividende, deci conteaza si P/E. Sunt fonduri inchise de investitii, reglementate ca societati comerciale, supuse in plus unei serii de restrictii. Un fel de strutocamile. Dar sa lasam asta la o parte si sa incercam un exercitiu de imaginatie: sa vedem SIF-urile exclusiv ca niste fonduri de investitii. Practic, ele asta sunt, niste fonduri care au participatii la o serie de societati, plus depozite bancare, iar veniturile lor au ca sursa vanzarile de actiuni, dividendele incasate si dobanzile din depozite. Exact ca un fond.

Insa aici exista o diferenta mare: fondul rascumpara unitatile de fond de la detinatori la ACTIVUL NET. E adevarat, cumparatorii tot la activul net achizitioneaza unitatile de fond. Dar cu toate acestea, sa incercam sa privim SIF-urile mai mult ca fonduri, niste fonduri inchise, evident, dar fonduri. Si atunci sa ne intrebam de ce platim atat de putin pe ele. Beneficiem de discounturi care merg pana la 57% in cazul SIF Muntenia si nu coboara sub 47%, pentru SIF Moldova.

Sa fie o problema cu valoarea activelor nete? Modul de calcul al activului net este unul rezonabil, poate nu este calculatia ideala, care reflecta perfect realitatea, dar este unul transparent si relevant: pretul mediu ponderat din ultimele 90 de zile pentru societatile listate pe bursa, din portofoliile SIF-urilor si cota parte din capitalurile proprii (ponderata dupa o grila a detinerilor), in cazul societatilor necotate. Si e o valoare echilibrata, daca ne gandim ca valoarea totala a companiilor necotate (deci cele a caror valoare nu a fost alterata de scaderile panice din ultimul an) are o pondere semnificativa in portofolii. Iar pentru cele listate, media ponderata din ultimele 90 de zile reflecta suficient realitatea bursiera, valoarea pe care o da piata.

Asadar, nu e de vina modul de calcul al activului net (cred ca investitorii sunt constienti ca acelea sunt valorile cat de cat reale ale patrimoniilor SIF-urilor). Nu sunt de vina, asa cum am aratat la inceput, valori nefavorabile ale altor indicatori de evaluare (dimpotriva, P/E arata foarte bine). Atunci nu ramane decat o cauza: criza. Oricat de bun ar fi un activ, nu se vinde, nu are succes, cumparatorii potentiali fiind prea "gripati" ca sa ia atitudine. Se asteapta preturi mai mici sau pur si simplu exista un blocaj la nivel decizional?

Dar un blocaj decizional ar duce la blocarea pietei, context in care ar trebui sa vedem variatii extrem de mici ale indicilor bursieri si stim prea bine ca nu e asa. La fel, stim prea bine si care sunt factorii care misca piata. Fie ca se numesc "unemployment rate", "manufacturing PMI", "consumer confidence", "retail sales", "personal income", "personal spending", "crude oil inventories" sau "new home sales", ei arata unul si acelasi lucru: in ce stare se mai afla economia americana, cum o vad investitorii, analistii, managerii de fonduri sau managerii de companii. Fiecare depasire a estimarilor (care sunt extrem de discutabile) sau neindeplinirea lor provoaca miscari pe indicii americani, care la randul lor influenteaza restul lumii.

Nu sustin aici ca e anormal sa fie asa, ar fi absurd sa nu intelegem corelarea pietelor financiare, insa e posibil sa se exagereze putin, e posibil ca reactiile la surprize sa fie uneori prea ample, sa se escaladeze prea mult tonusul acesta pe care il arata pietele emergente la orice fluctuatie a unui indice "vedeta", ca Dow Jones, de exemplu. Si daca in viitor se va dovedi exagerat de mare aceasta corelatie, atunci investitorii vor incepe sa se uite si spre alte repere, moment in care multiplicatorii de evaluare isi vor reintra in drepturi. Nu spun aici ca trebuie ignorat totul si urmarite doar activele nete. Spun doar ca nu ar fi rau ca din cand in cand sa privim si spre datele fundamentale.

Paul Bredea
Analist financiar
SSIF Prime Transaction
4 septembrie 2009