



### **Cum folosim multiplicatorii de pret - scurt ghid de analiza individuala, partea III –**

Una dintre cele 3 metode foarte populare de evaluare a unei societati este metoda multiplilor de pret. Usor de calculat si de gasit pe toate portalurile financiare, multiplii de pret sunt preferatii investitorilor la bursa, deoarece aparent nu necesita cunostinte sofisticate de calcul si interpretare. Spun aparent, fiindca de fapt nimic nu e chiar atat de simplu.

Multiplicatorii de pret sunt de fapt pretul unitar al unei actiuni impartit la ceva, iar acel ceva poate fi profitul net pe actiune (de unde rezulta P/E – price to earnings), activul net unitar (P/B – price to book value), cifra de afaceri unitara (P/S - price to sales) sau numerarul operational pe actiune (P/CF – price to cash flow). Acestia sunt cei mai folositi 4 multiplicatori, dar lor li se pot adauga si altii, precum dividendul unitar. Ce ne spune un multiplicator, de exemplu P/B? Simplu, ne spune cat platim pe unitatea monetara de activ net. Un P/B de 1,3 ne transmite ca noi platim la bursa 1,3 lei (dolari, euro etc.) pe un leu (dolar, euro etc.) de activ net.

Cum se interpreteaza multiplicatorii? Sunt doua mari metode de utilizare a lor. Una este metoda rezultatelor estimate, care presupune estimarea unui multiplicator de regula prin transformarea functiei de calcul DDM (dividend-discount-model) cu rata constanta de crestere si aplicarea valorii acestui indicator la cursul actual din piata. De exemplu, actiunile ABC se tranzactioneaza in prezent la 15 lei, iar cifra de afaceri pe ultimele 12 luni raportata la numarul de actiuni este de 12,5 lei, deci avem un P/S de 1,2. Daca transformam functia DDM cu rata constanta de crestere astfel incat sa ajungem la formula P/S obtinem o valoare de 0,9 pentru acest multiplicator, numita valoarea justa a P/S. Din prima ne dam seama ca actiunea ABC este supraevaluata, avand un P/S mai mare decat P/S-ul just (in prezent platim mai mult pentru unitatea de vanzari decat ar trebui). Ajungem la aceeaasi concluzie daca inmultim P/S just de 0,9 cu cifra de afaceri unitara de 12,5 si rezulta un pret de 11,25 lei, considerat pretul just si care este cu 25% mai mic decat actualul pret din piata.

O alta metoda de utilizare a multiplicatorilor este metoda comparativa, care presupune comparatia multiplicatorilor unei companii cu media sectorului, media industriei sau a intregii burse. Media aritmetica este cea mai raspandita, insa o relevanta mai mare are mediana (valoarea de la mijlocul unei serii aranjate in ordine crescatoare), deoarece media aritmetica poate fi distorsionata de valorile extreme. De exemplu, constructorul de nave XYZ are un P/E (price-to-earnings-ratio) de 5,3 in conditiile in care mediana sectorului de constructii navale este de 8,9. In linii mari, asta inseamna ca XYZ este subvaluata fata de sector, atentie, cu conditia ca celelalte companii din sector sa fie evaluate corect. Si aici e o intreaga teorie. Pe langa simpla comparatie a valorilor multiplicatorului respectiv, trebuie sa ne uitam si la gradul de risc aferent fiecarei actiuni (indicele beta) si la rata de crestere estimata pentru valoarea de la numitor, deoarece anumite diferente poti fi explicate prin diferentele de risc si de rate de crestere.

Nu trebuie sa ne miram daca vedem in surse diferite de informare valori diferite ale unui multiplicator pentru aceeasi societate la aceeasi perioada de raportare a rezultatelor. Diferentele sunt motivate de: (1) numarul de actiuni folosit in calculul valorilor unitare (in mod normal numarul de actiuni se ajusteaza in cazul in care exista optiuni de cumparare acordate salariatilor, obligatiuni convertibile in actiuni sau actiuni preferentiale, dar nu toti fac aceste ajustari) si (2) de ajustarile aplicate numitorului; de exemplu profitul net se poate ajusta pentru eliminarea elementelor non-recurente, a efectelor ciclicitatii economice sau pentru diferentele de standarde contabile. Tocmai de aceea e foarte important ca pentru comparatii sa se foloseasca aceeaasi sursa de date, fiindca de regula cate surse, atatea valori.

In final, enumer principalele atuuri\* ale celor 4 multiplicatori de pret mai utilizati:

P/E – price to earnings:

- capacitatea unei companii de a face profit este baza tuturor metodelor de evaluare
- este cel mai raspandit multiplicator in sursele de informare financiara si preferatul tuturor
- studiile empirice arata ca diferentele de P/E intre societati sunt strans legate de evolutiile preturilor la bursa

P/B – price to book value:

- activul net este de regula pozitiv, in timp ce rezultatul net este de multe ori negativ
- activul net este mai stabil decat profitul, mai ales daca acesta din urma este alterat de elemente non-recurente
- este mult mai relevant la evaluarea companiilor cu o pondere mare a activelor lichide, gen fonduri de investitii sau banci
- este frecvent folosit la evaluarea societatilor care vor sa ies din business

P/S – price to sales:

- cifra de afaceri este intotdeauna pozitiva si este mult mai greu de manipulat contabil
- este un multiplicator mai putin volatil in timp decat P/S sau P/B
- este un multiplicator potrivit pentru societatile la care nu avem istoric

P/CF – price to cash flow:

- fluxul de numerar este de asemenea mai greu de manipulat decat profitul
- este un multiplicator mai stabil decat P/E
- in general, P/CF este preferat deoarece elimina problema calitatii raportarilor financiare, care da batai de cap analistilor.

\* Sursa: CFA Program Curriculum

Paul Brendera  
Analist financiar Prime Transaction  
5 februarie 2010