

# Vânzarea BCR de către SIF-uri pare un pariu inspirat după un an: Erste a revenit pe profit, în timp ce BCR acumulează pierderi

ieri, 20:05 Autori: Andrei Chirileasa , Adrian Cojocar



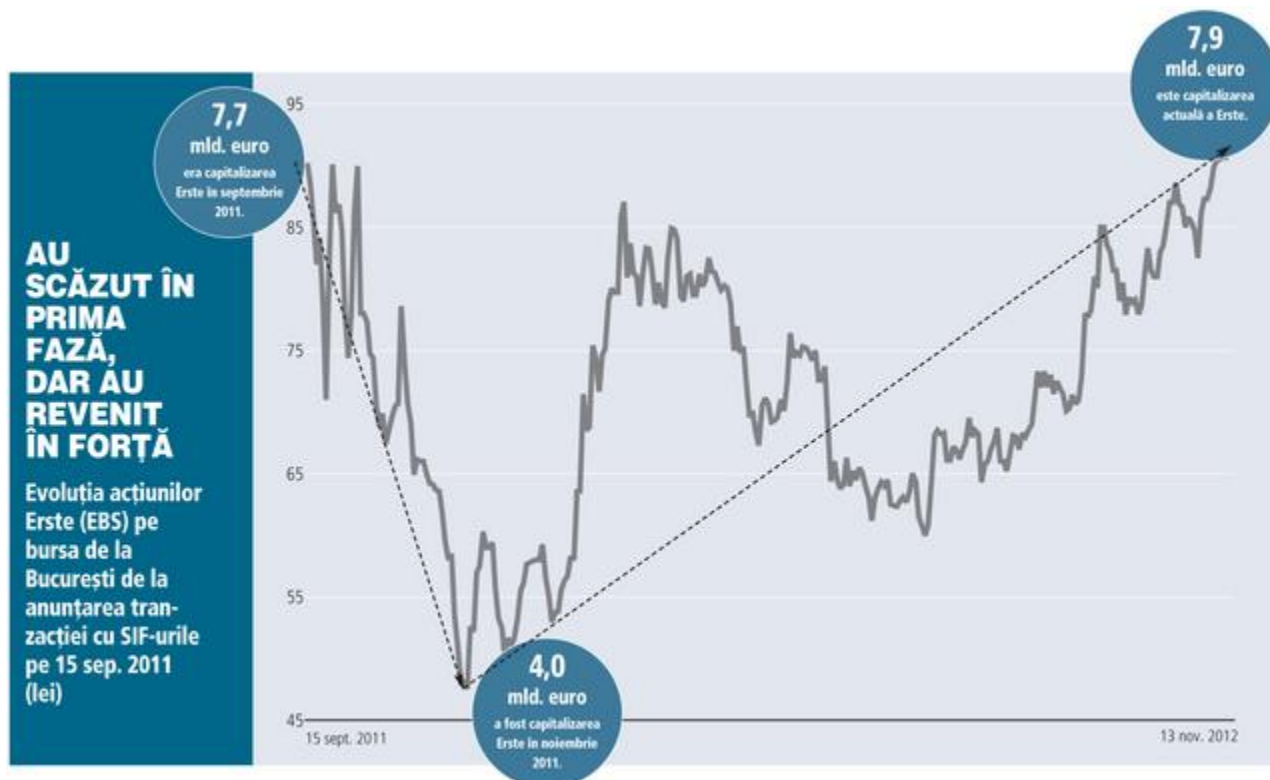
Prețul acțiunilor Erste pe bursă a revenit la nivelul din septembrie 2011, când SIF-urile au vândut BCR primind în schimb acțiuni la grupul austriac. În schimb, valoarea celei mai mari bănci din România a scăzut cu circa 40%, din cauza pierderilor raportate.

Imediat după ce SIF-urile au acceptat oferta austrieșilor ca să schimbe acțiunile deținute la BCR - cea mai mare bancă locală - pe acțiuni Erste, pe 15 septembrie, grupul austriac raporta pierderi, iar acțiunile sale se prăbușeau cu peste 50% pe bursă, ridicând semne de întrebare asupra tranzacției.

După creșterea de 80% din ultimul an a acțiunilor Erste, lucrurile se văd însă mult mai bine pentru SIF-uri. Spre deosebire de Erste care și-a marcat preventiv pierderile în urmă cu un an, într-o perioadă extrem de dificilă pe piețele europene, dar a reușit să revină pe profit anul acesta, BCR a trecut de pe profit pe pierdere, iar situația celei mai mari bănci românești nu este deloc roz din cauza ponderii tot mai mari a creditelor neperformante.

BCR a raportat la nouă luni pierderi de 762 mil. lei (172 mil. euro), iar nivelul creditelor neperformante a ajuns la 26% din portofoliul total la finalul lunii septembrie. În aceste condiții, valoarea BCR a scăzut de la circa 1,8 mld. euro, la cât fusese stabilită în septembrie 2011 în tranzacția dintre Erste și SIF-uri, la circa 1,1 mld. euro, conform Topului celor mai valoroase 100 de companii din România realizat de ZF în colaborare cu casa de investiții Capital Partners, care apare săptămâna viitoare. În plus, BCR urmează să deruleze o nouă majorare de capital după cea din urmă cu un an.

Patru SIF-uri și-au vândut anul trecut pachetele de câte 6% din acțiuni deținute la BCR, încasând câte 28 mil. euro cash și câte 1% din acțiunile Erste evaluate la circa 82,5 mil. lei în momentul anunțării tranzacției (15 septembrie 2011). SIF Oltenia este singura care nu a vândut acțiunile BCR, deși semnase protocolul inițial cu Erste. SIF Oltenia a participat în schimb la majorarea de capital a BCR de anul trecut și și-a majorat participația la 6,59%.



Analiștii cred că SIF-urile au făcut o afacere bună schimbând acțiuni Erste cu titluri ale băncii austriece Erste Bank în cea mai mare tranzacție de anul trecut, care s-a ridicat la circa 480 mil. euro, însă consideră că SIF-urile puteau să negocieze un preț și mai bun dacă s-ar fi folosit de clauza de supermajoritate de care dispuneau la acea dată.

De la momentul anunțării tranzacției în septembrie 2011, acțiunile SIF au marcat câștiguri situate între 40% și 75%, în condițiile în care unele dintre ele au distribuit dividende record din profiturile obținute în urma tranzacției.

SIF-urile controlau împreună 30% din acțiunile BCR și beneficiau de un drept de veto în cadrul deciziilor AGA de la banca românească, drept pe care analiștii cred că ar fi putut să-l exploateze mai bine în interesul acționarilor, mai ales că Erste nu dorea să listeze BCR, așa cum se angajase față de SIF-uri.

Pe de altă parte, primele rezultate raportate de Erste și BCR după schimbul efectiv realizat de SIF-uri, care au primit titluri la banca austriacă și cash pentru acțiunile lor la BCR, indică faptul că SIF-urile au schimbat o bancă cu pierderi semnificative pentru o alta profitabilă.

## Câștiguri de la 40% în sus

	Preț la (lei)		Evoluție preț	Dividend brut (lei)	Randament dividend	Câștig total
	12.11.2012	15.09.2011				
SIF Moldova (SIF2)	1,36	0,90	51%	0,22	24%	76%
SIF Muntenia (SIF4)	0,69	0,56	23%	0,20	36%	60%
SIF Transilvania (SIF3)	0,60	0,49	22%	0,17	35%	57%
SIF Oltenia (SIF5)	1,36	1,06	28%	0,13	12%	40%
SIF Banat-Crisana (SIF1)	1,13	0,88	29%	0,10	11%	40%

Sursa: EYE

"Dacă ne uităm cum a performat BCR în ultimele trimestre, acum tranzacția SIF-urilor cu Erste pare a fi una bună. Cu toate acestea, dacă SIF-urile își jucau cărțile la acea dată și erau un grup unit, ar fi putut obține mult mai mult pentru că beneficiau de o clauză de supermajoritate de 75% (care se activa dacă BCR nu era listată). Era evident că Erste nu dorea să listeze BCR, dar poziția SIF-urilor a început să fie slăbită din momentul încheierii în

2009 a unui acord pentru amânarea listării. Din documentele publicate de SIF-uri și Erste reiese că austriecii erau dispuși să plătească acționarilor minoritari, alții decât SIF-urile, un multiplu al valorii contabile mult mai mare (de aproximativ 1,5 - și anume multiplul BRD, atunci de peste 1,1, plus o primă de 50%). La momentul încheierii tranzacției SIF-urile au primit un multiplu al valorii contabile de 1,05", spune Alexandru Combei, analist la firma de brokeraj Raiffeisen Capital & Investment.

SIF-urile au ieșit din acționariatul BCR chiar înainte ca banca să raporteze rezultate dezastruoase în acest an, pierderile din primele nouă luni ale anului cifrându-se la 172 mil. euro. Cea mai mare bancă locală a fost zdruncinată de insolvențe și de ponderea tot mai mare de credite neperformante, care a continuat să atingă noi niveluri record în acest an.

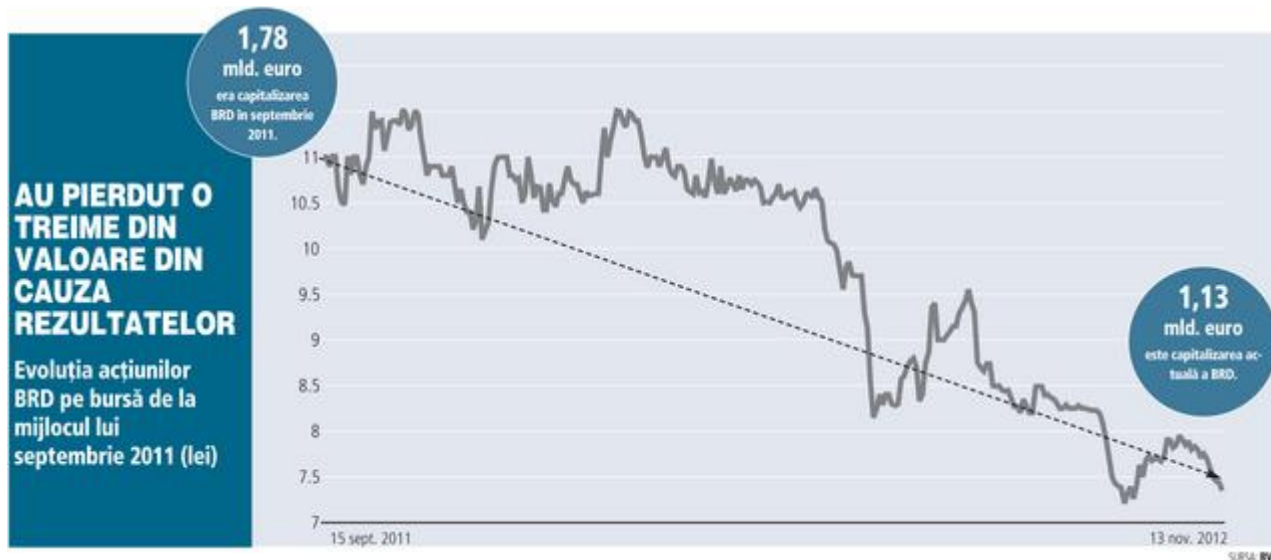
De cealaltă parte, Erste a obținut în primele nouă luni din 2012 un profit net de 597,3 mil. euro, față de pierderi de 973 mil. euro în perioada similară a anului trecut, care au fost cauzate de mai multe elemente cu caracter excepțional, cum ar fi ajustările contabile de valoare ale subsidiarelor din România și Ungaria. Încurajați de rezultatele în creștere raportate de Erste, investitorii au dus cotația titlurilor băncii în sus cu 57% pe parcursul acestui an, reprezentând una dintre cele mai bune evoluții de pe bursa de la București. "Evoluția acțiunilor Erste din acest an se poate explica prin faptul că Erste și-a îndeplinit condițiile de capital minim și investitorii iau în calcul acum o posibilitate mai redusă pentru o majorare de capital pe termen scurt (care le-ar dilua participațiile). O altă explicație este că investitorii în acțiuni Erste cer un cost al capitalului mai scăzut acum. Acesta din urmă se datorează faptului că dobânzile pe care statul austriac le plătește au scăzut, iar prima de risc atașată sectorului bancar s-a diminuat și ea", explică Combei.

Cele patru SIF-uri care au acceptat oferta propusă de Erste au câștigat în acest an circa 113 mil. euro de pe urma aprecierii titlurilor băncii austriece, sumă similară cu dividendele pe care acestea le-au distribuit în 2012 acționarilor și care au fost unele record.

Erste este în prezent cea mai valoroasă participație a SIF-urilor, ponderea valorică a participației la Erste în capitalizarea SIF-urilor variind de la 46,3% în cazul SIF Moldova (SIF2), care și-a redus în ultimele trimestre expunerea, la 65,8% în cazul SIF Muntenia (SIF4). Din această cauză creșterea puternică a acțiunilor Erste a fost unul dintre motivele pentru performanța bună pe care au înregistrat titlurile SIF în acest an.

SIF Oltenia (SIF5) este singura dintre cele cinci SIF-uri care nu a ajuns la un acord cu grupul Erste privind vânzarea pachetului la BCR. Mai mult, SIF Oltenia este și singura dintre SIF-uri

care a participat cu 37,1 mil. lei (8,6 mil.euro) la majorarea de capital de 138 mil. euro derulată recent de BCR, operațiune prin care a ajuns să dețină 6,5% din acțiunile băncii românești.



În prezent Erste intenționează să deruleze o nouă majorare de capital în valoare de 110 mil. euro, iar SIF Oltenia ar trebui să vină cu 7,15 mil. euro pentru a-și putea păstra participația.

"În cazul SIF Oltenia unii investitori mai speră că ar putea obține condiții mai bune decât restul celorlalte SIF-uri însă este greu de crezut pentru că acordul prevede aceleași condiții pentru toate cele cinci SIF-uri. SIF Oltenia mai are la dispoziție un an ca să accepte oferta Erste. Ar exista o posibilitate ca după expirarea ofertei să negocieze alte condiții, dar puterea sa de negociere este acum mult slăbită. Din punctul meu de vedere SIF Oltenia nu ar trebui să subscrie la noua majorare de capital a BCR pentru că prețul la care se face majorarea este de 0,65 lei/acțiune ceea ce se traduce printr-un P/B de 1,5, extrem de mare pentru o bancă cu pierderi ca BCR. Dacă nu subscrie efectul ar fi neutru pentru că pentru acțiunile pe care deja le deține condițiile sunt stabilite", consideră Alexandru Combei.

Dacă ar accepta oferta Erste în aceleași condiții ca și celelalte SIF-uri, SIF Oltenia ar obține circa 28,4 mil. euro cash și acțiuni Erste în valoare de 79,4 mil. euro, într-o tranzacție evaluată la 107,8 mil. euro pentru un pachet de 5% din BCR. SIF Oltenia mai deține 1,5% din capitalul BCR participație pentru care ar putea negocia separat cu Erste.

# 1,8 mld. euro

era valoarea de piață a BCR în septembrie 2011, când a fost anunțată tranzacția dintre Erste și SIF-uri, banca fiind evaluată la un multiplu de circa 1,05 față de capitalurile proprii (1,7 mld. euro)

**VALOAREA DE PIAȚĂ A BCR A SCĂZUT CU 40% ÎN ULTIMUL AN**

În primele nouă luni din 2011, BCR raporta un profit net de 69 mil. lei, în condițiile în care profitul operațional se ridică la 1,89 mld. lei, iar cheltuielile cu provizioanele erau de circa 1,61 mld. lei.

Scăderea a fost determinată de evoluția negativă a capitalurilor proprii, ca urmare a pierderilor înregistrate de bancă, dar s-au redus și multiplii la care

se tranzacționează titlurile bancare. Multiplul P/B al BRD s-a redus de la 1,4 la 0,88, iar BCR a fost evaluată în ultimii ani la discount față de BRD.

Pe primele nouă luni din 2012, BCR a avut pierderi de 762 mil. lei. Profitul operațional a scăzut cu 3,5%, la 1,89 mld. lei. Cheltuielile cu provizioanele au urcat însă cu 64%, la 2,635 mld. lei.

# 1,1 mld. euro

este valoarea actuală a BCR, conform Top 100 cele mai valoroase companii din România realizat de ZF și Capital Partners, valoarea fiind de 0,73 din capitalurile proprii (1,5 mld. euro).