

ADEPLAST

- IPO -

- aspecte fundamentale -

dr. Andrei RĂDULESCU
Senior Investment Analyst

2 Octombrie 2013

ADE

- Preț IPO: (3,52 – 4,06) RON
- Număr de acțiuni înainte de IPO: 33 000 000
- Valoare nominală: 0,1 RON
- Număr de acțiuni după IPO: 49 500 000
- Capitalizare (preț minim IPO): 174 240 000 RON
- Capitalizare (preț maxim IPO): 200 970 000 RON
- Perioada de subscriere: 2 – 15 octombrie 2013
- Valoare tranzacție (preț minim IPO): 58 080 000 RON
- Valoare tranzacție (preț maxim IPO): 66 990 000 RON
- Recomandare: non-subscriere

*Indice bursier sector construcții și materiale de construcții
London Stock Exchange*



Sursă: Shareprices.com

| Politica de dividend | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|
| Dividend brut (RON/acțiune) | 0.057 | 0.072 | 0.006 |
| Rata de distribuire dividende (%) | 15.6% | 39.1% | 1.2% |

Sursă: Prospect IPO Adeplast

- Adeplast activează de aproximativ 17 ani în sectorul materialelor de construcții din România; printre principalele produse ale companiei se numără: adezivi și mortare uscate (capacitate instalată de 1,15 mil. tone/an) (cotă de piață de 19,2% în volum), polistiren expandat și grafitat (capacitate instalată de 2,25 mil. mc/an) (cotă de piață de 9,3% pe polistiren expandat, în volum), vopsele și tencuieli decorative (40 mii tone/an capacitate instalată) (cote de piață foarte reduse);
- În prezent dl. Marcel Bărbuț deține 99,9% din capitalul companiei; prin IPO se urmărește majorarea capitalului social cu 50%, prin emisiunea a 16 500 000 acțiuni noi (cu valoarea nominală de 0,1 RON);
- În cazul în care se va realiza IPO-ul, participația acționarului majoritar se va reduce la 67%;
- Conform Adeplast, suma rezultată din IPO va fi utilizată pentru a investi într-o fabrică nouă de vată bazaltică;

Structura acționariatului după IPO



- Compania a derulat ample programe investiționale în ultimele trimestre, finanțate prin împrumuturi bancare (volumul împrumuturilor bancare pe termen lung a crescut de la 48,7 mil. RON în 2010 la 95,1 mil. RON în S1 2013);
- Adeplast a investit pentru extinderea capacităților de producție, deși rata de utilizare a fost redusă în anii anteriori.

REZULTATE FINANCIARE S1 I

- La 6 luni cifra de afaceri s-a majorat cu 33% an/an, la 99,1 mil. RON, în timp ce veniturile din exploatare au crescut cu 31% an/an, la 103 mil. RON;
- Cheltuielile din exploatare au consemnat un avans de 31% an/an (la 90,7 mil. RON), evoluție determinată, în principal, de dinamica cheltuielilor cu materii prime și materiale (avans de 53% an/an, la 56 mil. RON);
- Prin urmare, rezultatul din exploatare s-a ameliorat cu 34% an/an, la 12,3 mil. RON;
- Din operațiuni financiare societatea a consemnat pierderi de 3,7 mil. RON, evoluție determinată de majorarea cheltuielilor financiare (cu 74% an/an, la 8,6 mil. RON);
- Compania a încheiat semestrul I cu un profit net de 7,2 mil. RON, în creștere cu 65% an/an.

| Contul de Profit și Pierdere (mil. RON) | | |
|--|-------------|-------------|
| Indicator / perioadă | S1 2012 | S1 2013 |
| Cifra de afaceri | 74.5 | 99.1 |
| Alte venituri din exploatare | 4.0 | 4.0 |
| Total venituri din exploatare | 78.5 | 103.0 |
| Cheltuieli cu mărfuri | 11.6 | 9.2 |
| Cheltuieli cu materii prime și materiale | 36.5 | 56.0 |
| Cheltuieli cu utilități | 1.3 | 2.4 |
| Cheltuieli de personal | 2.9 | 4.5 |
| Cheltuieli de amortizare | 6.4 | 6.8 |
| Servicii prestate de terți | 9.3 | 10.7 |
| Alte cheltuieli de exploatare | 1.3 | 1.1 |
| Total cheltuieli de exploatare | 69.3 | 90.7 |
| Rezultat din exploatare | 9.2 | 12.3 |
| Venituri financiare | 0.9 | 4.9 |
| Cheltuieli financiare | 5.0 | 8.6 |
| Rezultat financiar | -4.0 | -3.7 |
| Profit brut | 5.2 | 8.6 |
| Impozit pe profit | 0.8 | 1.4 |
| Profit net | 4.3 | 7.2 |

Sursă: Prospect IPO Adeplast

REZULTATE FINANCIARE S1 II

- În S1, activele circulante au crescut cu 72% ytd, la 102,5 mil. RON, evoluție determinată, în principal, de dinamica creanțelor (avans de 67% ytd, la 64,7 mil. RON), expresie a deteriorării climatului de afaceri din construcții;
- Datoriile pe termen scurt au urcat cu 76% ytd, la 121,6 mil. RON, compania fiind nevoită să recurgă din ce în ce mai mult la credite (+56% ytd, la 71,4 mil. RON);
- Activele imobilizate s-au majorat cu 27% ytd, la 200,4 mil. RON, pe fondul continuării programelor investiționale;
- Totodată, datoriile pe termen lung au crescut cu 36% ytd, la 95,1 mil. RON, pe fondul dinamicii împrumuturilor pe termen lung (avans de 32% ytd, la 88,2 mil. RON);
- Capitalurile proprii au urcat cu 9% ytd, la 86,3 mil. RON.

| Bilanț (mil. RON) | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|
| Indicator / perioadă | 2012 | S1 2013 |
| Stocuri | 16.5 | 27.2 |
| Creanțe | 38.8 | 64.7 |
| Cash + investiții termen scurt | 4.3 | 10.6 |
| Active circulante | 59.7 | 102.5 |
| Împrumuturi termen scurt | 45.8 | 71.4 |
| Datorii comerciale și alte datorii | 22.9 | 48.9 |
| Impozit pe profit de plată | 0.5 | 1.3 |
| Total datorii termen scurt | 69.2 | 121.6 |
| Imobilizări corporale | 158.3 | 199.2 |
| Imobilizări necorporale | 0.0 | 1.2 |
| Active imobilizate | 158.4 | 200.4 |
| Împrumuturi termen lung | 66.8 | 88.2 |
| Datorii privind impozitul amânat | 3.1 | 3.3 |
| Împrumuturi de la acționari | 0.0 | 3.6 |
| Venituri înregistrate în avans | 0.0 | 0.0 |
| Total datorii termen lung | 69.9 | 95.1 |
| Capital social | 3.6 | 3.6 |
| Rezerve legale | 0.7 | 0.7 |
| Rezerve de reevaluare | 14.1 | 14.2 |
| Rezultatul reportat | 60.6 | 67.9 |
| Total capitaluri proprii | 78.9 | 86.3 |

Sursă: Prospect IPO Adeplast

INDICATORI FINANCIARI

- Marja profitului s-a deteriorat de la un nivel de 9,5% în 2010 la 8,9% în 2012 și 7,2% în S1 2013; per ansamblu, în perioada 2010 – S1 2013 compania a înregistrat o medie a marjei profitului de 7,5% (inferioară mediei sectoriale globale (8,7%));
- Indicatorii de gestiune s-au deteriorat în ultimele trimestre, pe fondul climatului dificil din sectorul de construcții; în 2012 durata medie de încasare clienți era de aproximativ 77 zile, iar durata medie de plată a furnizorilor era de 58 de zile;
- Indicatorii de lichiditate se situează sub nivelurile recomandate: lichiditate generală (0,8); lichiditatea imediată (0,6); subliniem deteriorarea acestora în 2011-2012 și S1 2013;
- Compania prezintă un grad ridicat de îndatorare (datorii totale/capitaluri proprii 251% la S1 2013).

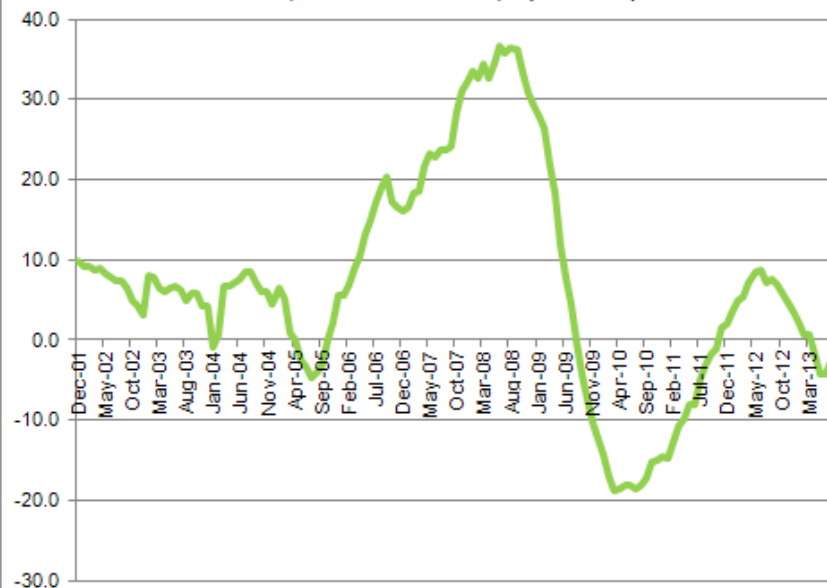
| Indicatori financiari | 2010 | 2011 | 2012 | S1 2013 |
|--|------|------|------|---------|
| Marja profitului net | 9.5% | 4.3% | 8.9% | 7.2% |
| Durata medie încasare clienți | 46 | 51 | 77 | 118 |
| Durata medie plată furnizori | 35 | 34 | 58 | 112 |
| Durata medie de stocare | 59 | 67 | 49 | 73 |
| Lichiditatea generală | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| Lichiditatea imediată | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| % Datorii termen lung în structura finanțare | 46% | 46% | 47% | 52% |

Sursă: SSIF Broker pe baza Prospect IPO Adeplast

PERSPECTIVE SECTORIALE

- Construcțiile reprezintă un sector ciclic al economiei, intensiv în capital și forță de muncă;
- Pe plan intern construcțiile au reprezentat sectorul economic cel mai afectat de valurile Marii Recesiuni: de la o dinamică de peste 30% an/an în perioada premergătoare crizei am asistat la scăderi la un ritm anual de 20% în perioada primului val al crizei;
- În 2013 acest sector a fost nefavorabil influențat de contracția investițiilor, atât în sectorul privat, dar și în sectorul public: în primele 7 luni ale anului sectorul de construcții a consemnat un declin de 2,2% an/an, evoluție determinată, în principal de componenta construcții noi (declin de 11,8% an/an);

Evoluție sector construcții (% an/an)



Sursă: Eurostat, INS

- Pe termen scurt se mențin perspective predominant nefavorabile pentru dinamica sectorului de construcții, date fiind: climatul dificil din sfera creditării și din piața forței de muncă; persistența factorilor de risc din plan extern și plan intern, cu impact pentru climatul investițional.

ANALIZA COMPARATIVĂ

- Am realizat analiza comparativă considerând două companii cu activități similare și care au operațiuni și pe piața românească, precum și media sectorială globală (conform datelor Reuters);
- Am făcut această analiză pentru prețul minim și prețul maxim din IPO-ul Adeplast;
- După cum se poate observa din tabelele alăturate, în ambele scenarii, raportat la media Reuters, Adeplast ar fi atractivă din perspectiva indicatorilor PER și P/Sales; cu toate acestea, Adeplast ar fi supraevaluată din perspectiva indicatorilor P/BV și EV/EBITDA, chiar și la nivelul prețului minim;
- De asemenea, din tabele se poate observa nivelul foarte ridicat al indicatorului datorii totale/capitaluri proprii (expresie a nivelului ridicat de îndatorare).

| Analiza comparativă | | | | | | |
|---------------------------|------|------|---------|-----------|------------------|-----------------------------------|
| Companie / indicator | PER | P/BV | P/Sales | EV/EBITDA | Marja netă (TTM) | Datorii totale/Capitaluri proprii |
| Rockwool | 25.1 | 2.1 | 1.3 | 7.5 | 5.1 | 0.0 |
| Saint Gobain | 33.8 | 1.2 | 0.5 | 6.6 | 2.4 | 70.0 |
| Adeplast (preț minim IPO) | 9.2 | 2.0 | 0.8 | 9.8 | 9.2 | 251.0 |
| Sector (Reuters) | 14.4 | 1.9 | 1.4 | 8.0 | 8.7 | 65.8 |

Sursă: Reuters, Infinancials, Raportări Financiare

| Analiza comparativă | | | | | | |
|---------------------------|------|------|---------|-----------|------------------|-----------------------------------|
| Companie / indicator | PER | P/BV | P/Sales | EV/EBITDA | Marja netă (TTM) | Datorii totale/Capitaluri proprii |
| Rockwool | 25.1 | 2.1 | 1.3 | 7.5 | 5.1 | 0.0 |
| Saint Gobain | 33.8 | 1.2 | 0.5 | 6.6 | 2.4 | 70.0 |
| Adeplast (preț maxim IPO) | 10.6 | 2.3 | 1.0 | 10.5 | 9.2 | 251.0 |
| Sector (Reuters) | 14.0 | 1.9 | 1.4 | 8.0 | 8.7 | 65.8 |

Sursă: Reuters, Infinancials, Raportări Financiare

- Notă: indicatorii PER, P/BV, P/Sales și EV/EBITDA au fost calculați pe baza capitalizării bursiere din 2 octombrie și a rezultatelor financiare din T2 2013; pentru Adeplast am considerat prețul minim și cel maxim din IPO; PER, P/Sales și EV/EBITDA au fost calculați pe baza profitului net, a cifrei de afaceri și a EBITDA din ultimele 4 trimestre (T3 2012 - T2 2013); P/BV și EV au fost calculați pe baza bilanțului de la finele lunii iunie 2013.

DETALII TEHNICE LISTARE

- **Perioada de derulare a IPO: 2 – 15 octombrie 2013**
- **Număr de acțiuni oferite: 16 500 000**
- **Interval preț subscriere: 3,52 – 4,06 RON**
- **Tranșa investitorilor mari (peste 500 000 RON): 85%, la un preț în intervalul (3,52 – 4,06 RON)**
- **Tranșa investitorilor mici (sub 500 000 RON): 15% (la un preț de 4,06 RON)**
- **Discount pentru investitorii mici: 3% la subscriere în primele 4 zile; 2% pentru subscrierile ulterioare**
- **Subscrierile sunt revocabile**
- **Oferta este însoțită de drepturi de alocare**
- **Există un mecanism de stabilizare a prețului: intermediarii pot (dar nu sunt obligați) să efectueze tranzacții în vederea stabilizării prețului, nu mai mult de 30 zile de la data începerii tranzacționării, la un preț ce nu poate depăși 97% din prețul de ofertă stabilit pentru tranșa investitorilor mari**

CONCLUZII

- Pe de o parte, riscurile din sfera climatului macro-financiar internațional s-ar putea intensifica în trimestrele următoare, date fiind aspectele referitoare la mixul de politici economice din Statele Unite, cu repercusiuni pe mapamond; totodată, indicele companiilor din sectorul de construcții listate pe Bursa de la Londra se află la maxime, fiind ridicată probabilitatea scenariului de inflexiune pe termen scurt, mai ales în contextul semnalelor de majorare a costurilor de finanțare pe mapamond;
- Pe plan intern, sectorul de construcții a fost cel mai afectat de valurile Marii Recesiuni; pe termen scurt se mențin perspective dificile pentru acest sector, date fiind condițiile din sfera creditării și din piața forței de muncă și climatul investițional dificil;
- Nu în ultimul rând, compania prezintă un nivel foarte ridicat de îndatorare, fiind ridicată probabilitatea ca sumele din IPO să fie utilizate pentru rambursarea creditelor contractate în ultimele trimestre și nu pentru derularea unor noi investiții; dinamica afacerilor din ultima perioadă limitează potențialul de evoluție a business-ului pe termen mediu;
- Există limitări pentru politica de distribuire dividende (poate distribui integral sub formă de dividende, începând cu anul 2014, profitul anual net, doar dacă îndeplinește condițiile impuse prin contractele de credit încheiate cu Unicredit Țiriac Bank (UTB), inclusiv indicatorii financiari prevăzuți în contractele de credit încheiate cu UTB. Plățile dividendelor vor putea fi efectuate în numerar în limita a maximum 3 milioane EUR/an și dacă fluxul de numerar al Emitentului va permite aceste plăți;
- La limita minimă a intervalului de preț, oferta este atractivă dacă luăm în considerare multiplii P/E și P/Sales, dar neatractivă dacă ne uităm la EV/EBITDA, în condițiile în care ar fi fost justificată existența unui discount pentru dimensiunile reduse ale companiei versus companii similare regionale, riscurile specifice mediului economic local, nivelului scăzut de lichiditate al BVB, precum și un discount de IPO; credem, de asemenea, că o tranșă de retail de 15% va asigura doar o lichiditate limitată acțiunii în piața secundară;
- **Concluzionând**, analiza nu indică perspective pozitive pentru dinamica acțiunilor Adeplast pentru următoarele 12 luni, prin urmare nu recomandăm subscrierea.

DISCLAIMER

- Acest raport nu este destinat pentru a fi distribuit sau utilizat de către orice persoană sau entitate care este cetățean sau rezident, situat în România sau în orice altă jurisdicție, în cazul în care o astfel de distribuție, publicare sau utilizare ar fi contrară unei legi sau regulament, sau care ar putea face obiectul unui litigiu cu SSIF Broker SA.
- Toate materialele prezentate în acest raport, cu excepția cazurilor indicate distinct, sunt în conformitate cu drepturile de autor ale SSIF Broker SA. Niciunul dintre materiale, sau conținutul acestora, sau orice copie a acestora, nu pot fi modificate, transmise, copiate sau distribuite pentru orice altă parte, fără permisiunea scrisă a SSIF Broker SA. Toate mărcile comerciale, mărcile de servicii și logo-urile utilizate în acest raport sunt mărci comerciale sau mărci de servicii sau mărci comerciale înregistrate ale SSIF Broker SA.
- Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Broker SA au un scop informativ, SSIF Broker SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Broker SA nu își asumă nici un fel de obligație pentru eventualele pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. Datele obținute pentru redactarea materialului au fost obținute din surse considerate de încredere, corectitudinea și completitudinea lor neputând fi totuși garantată.
- Materialul poate include informații publicate de societatea emitentă prin diferite mijloace (rapoarte ale companiei, comunicate de presă, hotărâri AGA) și date obținute de pe site-ul Bursei de Valori București. SSIF BROKER SA și angajații săi pot deține instrumente financiare prezentate în acest raport și/sau pot avea relații contractuale cu emitenții prezentați sau SSIF Broker SA ar putea acționa ca formator de piață pentru acestea.
- Informațiile cuprinse în acest raport exprimă anumite opinii legate de o clasă de valori mobiliare. Decizia finală de cumpărare sau vânzare a acestora trebuie luată în mod independent de fiecare investitor în parte, pe baza unui număr cât mai mare de opinii și analize. SSIF Broker SA și realizatorii acestui raport nu își asumă niciun fel de obligație pentru eventuale pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. De asemenea, nu sunt răspunzători pentru veridicitatea și calitatea informațiilor obținute din surse publice sau direct de la emitenți.
- Dacă prezentul raport include recomandări, acestea se referă la investiții în acțiuni pe termen mediu și lung. SSIF Broker SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare. Istoricul rapoartelor publicate și a recomandărilor formulate de SSIF Broker SA se gasește pe site-ul www.ssifbroker.ro, secțiunea [analize](#). Rapoartele de analiză se pot actualiza sau modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Broker SA consideră necesar. Data la care se publică sau se modifică un raport este identificată în conținutul acestuia și/sau în canalul de distribuție folosit.
- SSIF Broker SA aplică măsuri de ordin administrativ și organizatoric pentru prevenirea și evitarea conflictelor de interese în ceea ce privește recomandările, inclusiv modalități de protecție a informațiilor, prin separarea activităților de analiză și research de alte activități ale companiei, prezentarea tuturor informațiilor relevante despre potențiale conflicte de interese în cadrul rapoartelor, păstrarea unei obiectivități permanente în rapoartele și recomandările prezentate. Investitorii sunt avertizați că orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degrabă forme de estimare și nu pot garanta un profit cert. Investiția în valori mobiliare este caracterizată prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.
- Autoritatea cu atribuții de supraveghere a SSIF Broker SA este Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>. Aceste informații sunt prezentate în conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare.
- Preluarea materialelor oferite de către SSIF Broker SA, fără menționarea sursei este interzisă și se pedepsește conform legilor în vigoare. Pentru informații suplimentare despre piața de capital și investițiile în instrumente financiare, vă invităm să vizitați pagina de internet: www.ssifbroker.ro.

VĂ MULȚUMESC!