

CCC Blue Telecom

Raport oferta publica initiala



SUMAR INDICATORI

Sector	Servicii
Ramura	TV si CATV
Pret in oferta	Determinabil

CCC Blue Telecom, a treia firma de cablu TV ca marime din Romania, lanseaza o oferta publica initiala in perioada 17 noiembrie – 15 decembrie 2006. Pana acum, compania este singurul furnizor de servicii de cablu TV ce vizeaza o listare la Bursa de Valori Bucuresti. Caracteristicile principale ale ofertei sunt prezentate in tabelul urmator:

Numar actiuni puse in vanzare	19.881.545
Procent din capitalul social actual	33,33%
Valoare nominala	1 RON/actiune
Pret de vanzare	Determinabil, intre 2,5 si 7,0 RON*
Valoare totala pusa in vanzare	Determinabila*
Perioada de subscriere	17/11/2006-15/12/2006
Intermediar	SSIF Eldainvest SA
Distributie	Prin Bursa de Valori Bucuresti

* Pretul in oferta este determinabil. Mecanismul este explicat mai jos

In cazul incheierii cu succes a ofertei, CCC Blue Telecom va fi singurul emitent din domeniul sau de activitate listat la Bursa de Valori Bucuresti

Pretul final al ofertei publice este determinabil, stabilit dupa incheierea ofertei pe baza tuturor ordinelor de subscriere introduse de investitori (aceasta modalitate de subscriere este similara cu cea din oferta publica initiala a Flamingo International din 2005). Distributia ofertei se face prin orice societate de servicii de investitii financiare din Romania, utilizand sistemele Bursei de Valori Bucuresti. Astfel, investitorii interesati pot introduce ordine de cumparare la preturi cuprinse intre 2,5 si 7,0 RON/actiune; valoarea totala a ofertei se poate situa intre 49,70 si 139,17 mil RON.

In data de 18 decembrie 2006, in ziua lucratoare urmatoare inchiderii ofertei, se va stabili pretul final la care vor fi alocate actiunile catre investitori. Pentru aceasta, ordinele de subscriere vor fi ordonate in ordinea descrescatoare a pretului, iar pretul final va fi stabilit ca pretul maxim care asigura subscrierea integrala (sau suprasubscrierea) ofertei. Alocarea se va face la pretul final pentru toate ordinele de subscriere cu un pret mai mare sau egal decat acesta.

DATE GENERALE EMITENT

Emitent	CCC Blue Telecom
Sediu	Str. Fraternitatii nr. 9, Galati, jud. Galati
Telefon	0236 416 104
Fax	0236 411 042
E-mail	centru@bluetelecom.ro
Site Web	www.bluetelecom.ro
Cod Unic	3552492
Presedinte	Budeanu Valerica

In caz de suprasubscriere, alocarea se va face dupa metoda *pro-rata*. Oferta este declarata incheiata cu succes numai daca nivelul subscrierilor este de minim 100% din numarul actiunilor oferite. Nu exista clauza de majorare a numarului de actiuni.

Prospectul ofertei publice este disponibil pe site-ul www.kmarket.ro, in sectiunea "Documentare si Analiza".

► **Prezentare emitent si activitate**

Obiectul de activitate al emitentului este cel de distributie de programe TV, serviciile de furnizare internet ocupand pentru moment o pondere foarte redusa in cifra de afaceri.

Obiectul principal de activitate al CCC Blue Telecom il constituie distribuirea programelor de cablu TV (CATV) si furnizarea de servicii de telecomunicatii. Emitentul dispune de mai multe sucursale si puncte de lucru, numarul acestora ridicandu-se la 12, respectiv 276, prezente in 21 de judete ale tarii. Denumirea initiala a companiei a fost CONY-SAT SRL, aceasta fiind infiintata in 1993 de Catalin Constantin Chelu, investitor cunoscut si pentru plasamentele sale pe piata de capital. Dezvoltarea activitatii a avut la baza atat constructia si autorizarea de noi retele cat si achizitia retelelor altor competitori, in prezent fiind exploatate aproximativ 400 retele independente subordonate celor 12 sucursale.

Una din strategiile de extindere teritoriala utilizata de companie pentru cresterea numarului de abonati este aceea de a infiinta retele noi in mediul rural, in jurul localitatilor in care exista deja retele functionale.

Pe langa retransmiterea prin cablu a programelor TV, Blue Telecom dispune de 6 studiori locale de televiziune, insa veniturile generate prin activitatea acestora sunt in masura sa acopere doar cheltuielile curente de functionare.

Dupa numarul de abonati CATV, CCC Blue Telecom ocupa locul trei in Romania, cu o cota de piata de 6% si un numar estimat de abonati de 220.000, la distanta semnificativa de primii doi clasati. Primii doi jucatori pe piata romaneasca sunt UPC Romania (<http://www.upc.ro>), companie cu o cota de piata de 35% apartinand grupului american Liberty Global (<http://www.lgi.com>, NASD: LBTYA, LBTYB, LBTYK) - al treilea cel mai mare operator de cablu la nivel mondial, si RDS&RCS (<http://www.rcs.ro>), companie privata romana cu o cota de piata de 25% aflata sub controlul fondatorului sau si beneficiind de participarea fondurilor Quadrant si EPIC. Restul de 34% din piata este detinuta de operatori independenti de dimensiune mai mica.

Piata de CATV din Romania a cunoscut in ultima perioada mai multe modificari de structura.

Piata de CATV romaneasca a cunoscut un amplu proces de concentrare prin fuziuni si achizitii. Cea mai importanta achizitie din ultima perioada a fost cumpararea Astral Telecom de catre UPC, grupul asigurandu-si astfel locul intai pe piata romaneasca. Atat UPC/Astral cat si RCS&RDS sunt operatori *triple-play*, ce furnizeaza, pe langa serviciile CATV si servicii de telefonie fixa si de internet. RCS&RDS a castigat recent si o licenta 3G pentru furnizarea de servicii de telefonie mobila.

CCC Blue Telecom vizeaza o extindere inspre zona de telecomunicatii si internet, insa pana la acest moment ponderea serviciilor internet in cifra totala de afaceri este nesemnificativa:

Venituri	2004	2005	Tr II 2006
CATV	99,80%	99,50%	98,88%
Internet	0,20%	0,50%	1,12%

Pentru anul 2006 Blue Telecom are in vedere un buget de investitii de 6 mil RON, pana la jumatatea anului peste 50% din acesta fiind deja investit. Tabelul urmator prezinta evolutia valorii investitiilor din 2002 si pana in prezent:

Mil. RON	2002	2003	2004	2005	Tr. II 2006
Investitii	2,40	4,45	6,80	6,26	3,19

Din punct de vedere al repartizarii geografice, cea mai importanta pondere in venituri este inregistrata de zonele Moldova si Muntenia:

	2002	2003	2004	2005	Tr. II 2006
Moldova	30,00%	30,00%	30,02%	29,92%	29,21%
Muntenia	56,00%	56,01%	55,50%	55,25%	54,14%
Oltenia	9,00%	8,99%	9,01%	8,95%	8,84%
Dobrogea	5,00%	5,00%	5,00%	5,05%	5,01%
Transilvania	0,00%	0,00%	0,46%	0,82%	2,80%

Serviciile oferite de Blue Telecom sunt reprezentate de pachetele de programe TV receptionate prin retele sale, decodate si transmise mai departe abonatilor. Grila de programe oferita difera in functie de marimea localitatilor si numarul de abonati. Astfel, pentru localitati cu mai mult de 1.000 de abonati sunt difuzate 40 de programe TV iar pentru mai putin de 1.000 abonati, 23 de programe TV. In ceea ce priveste preturile practicate pentru serviciile oferite, tarifele Blue Telecom se situeaza sub preturile concurentilor sai, cu o diferenta in jur de 20%.

Planul de dezvoltare al companiei include: extinderea bazei de clienti pentru serviciile CATV, si modernizarea infrastructurii pentru a putea oferi servicii de telecomunicatii in urmatoii doi ani. In acest scop obiectivele principale ale CCC Blue Telecom sunt interconectarea progresiva a celor 400 de retele independente si trecerea de la transmisia datelor prin cablu coaxial la cea prin fibra optica. Realizarea acestor obiective presupune realizarea unor investitii ridicate in urmatoorii ani, o parte din acestea urmand a fi finantate prin sursele atrase in prezenta oferta publica. Pana la finalul anului 2007 emitentul estimeaza ca va putea oferi acces internet prin 80% din retelele pe care le detine.

Chiar daca Romania a cunoscut una din cele mai importante rate de crestere a numarului de utilizatori de internet, gradul de utilizare al acestuia este inca scazut fata de tarile din regiune

Tara	Grad de utilizare a internetului(%)
Suedia	73,6%
Marea Britanie	59,8%
Franta	42,3%
Polonia	27,8%
Ungaria	30,2%
Cehia	34,5%
Romania	23,1%
Bulgaria	21,4%

Rata de crestere a numarului de utilizatori internet in Romania a cunoscut o dinamica accentuata in ultimii ani (de la sub 1 milion utilizatori saptamanali de internet in 2000 la peste 3,5 milioane in 2005), insa numarul de locuitori cu acces la internet din tara noastra se afla in continuare sub procentele inregistrate in tarile din regiune.

► **Capital social**

CAPITAL SOCIAL

Capital social	59.644.634 lei
Val. Nominala	1,00 lei/actiune
Numar actiuni	59.644.634
Proprietate	integral privata
Free float	2.001.889 actiuni
% free float	3,36%

Capitalul social al CCC Blue Telecom are o valoare de 59.644.634 lei si este impartit in 59.644.634 actiuni cu o valoare nominala de 1 leu/actiune. Anul 2006 a adus schimbari importante in actionariatul societatii, fostul actionar majoritar si fondatorul companiei, Catalin Constantin Chelu, ce detinea 96,64% din capital, reducandu-si semnificativ participatia in cadrul societatii in favoarea altor doi actionari. Structura actuala a actionariatului societatii este urmatoarea:

Actionar	Pondere	Nr. actiuni
Rimar Doina Lilioara	61,25%	36.532.160
Zorder Big SA	26,82%	15.999.360
Chelu Catalin Constantin	8,57%	5.111.194
Galgros SA	3,02%	1.801.409
Utvitmet SA	0,34%	200.000
Rimar Cezar	0,00%	160
Macovei Luminita Ileana	0,00%	160
Mega Construct SA	0,00%	160
Total	100,00%	59.644.634

Conform declaratiilor emitentului, toate persoanele fizice actionare ale companiei, alaturi de firma Galgros SA, sunt persoane implicate. Dupa finalizarea ofertei publice structura capitalului social va deveni:

Actionar	Pondere	Nr. actiuni
Rimar Doina Lilioara	45,94%	36.532.160
SC Zorder Big SA	20,12%	15.999.360
Chelu Catalin Constatin	6,43%	5.111.194
Actionari sub 5%	27,51%	21.883.465
Total	100,00%	79.526.179

In urma ofertei, procentul de free float (detineri individuale sub 10%) va ajunge 27,51%, neluand in calcul detinerea fondatorului companiei de 6,43%.

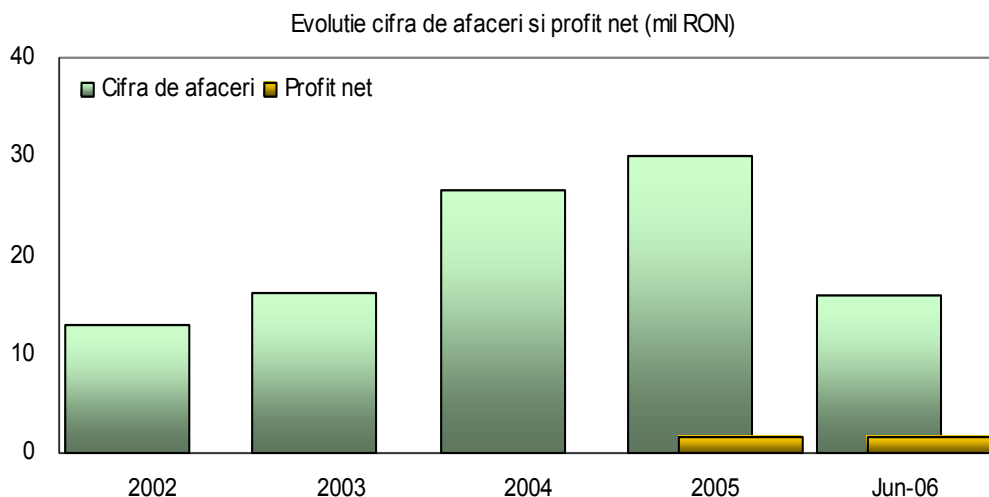
De la infiintare si pana in prezent au avut loc sapte majorari de capital social. Potrivit prospectului de emisiune, in viitorul apropiat nu exista intentii din partea emitentului privind alte majorari de capital social. Dupa inchiderea cu succes a ofertei, se intentioneaza listarea companiei la Bursa de Valori Bucuresti, la categoria a II-a.

► Performante economico-financiare

CRESTERI ANUALE CA

	In RON	In EUR
2003	25,93%	6,68%
2004	64,90%	70,94%
2005	12,30%	22,94%

Cifra de afaceri inregistrata de CCC Blue Telecom s-a inregistrat pe un trend ascendent, de la 12,9 mil RON in 2002 la 30,0 mil RON in 2005, pe masura dezvoltarii pietei CATV in Romania. Rata medie de crestere anuala a cifrei de afaceri in aceasta perioada a fost de 34%. Pe primele doua trimestre ale anului curent cifra de afaceri a fost de 15,9 mil RON, reprezentand 53% din cifra de afaceri a anului precedent:



Profitabilitatea companiei este una redusa, dar in crestere semnificativa. Dupa trei ani cu profitabilitate neglijabila, in 2005 profitul net inregistreaza 5,42% din cifra de afaceri, ridicandu-se la 1,6 mil RON. Pe primele doua trimestre ale anului curent profitul se ridica la 1,5 mil RON, reprezentand 9,4% din cifra de afaceri pe aceeasi perioada.

mii lei	2002	2003	2004	2005	Tr II 2006
Cifra de afaceri	12.898	16.205	26.723	30.012	15.945
EBITDA	775	946	2.009	2.543	4.282
Rezultat operational	587	687	1.797	2.143	1.970
Profit net	3	79	25	1.627	1.526

Referitor la evolutia activului total, acesta a cunoscut o crestere importanta in ultima perioada, in 2005 triplandu-se comparativ cu 2004:

mii lei	2002	2003	2004	2005	Tr II 2006
Imobilizari corporale	5.427	7.288	15.618	42.576	42.744
Imobilizari necorporale	-	-	-	28.384	28.384
Active curente	18.241	28.015	10.286	10.004	7.414
Active totale	23.861	35.755	26.233	81.494	79.007
Datorii sub 1 an	7.583	16.987	9.488	10.957	8.403
Datorii peste 1 an	-	-	-	-	-
Capital propriu	16.277	18.769	16.745	70.373	70.603
Passive totale	23.861	35.755	26.233	81.494	79.007

Activele corporale au cea mai mare pondere in total, acestea fiind reprezentate in cea mai mare masura de instalatii tehnice si masini. Emitentul are in proprietate 67 de imobile utilizate ca sedii pentru punctele

STRUCTURA ACTIV

TR II 2006

Active imobilizate	90,00%
Active circulante	9,38%

STRUCTURA PASIV

TR II 2006

Datorii sub 1 an	10,64%
Datorii peste 1 an	0,00%
Capitaluri proprii	89,36%

de lucru.

Imobilizarile financiare au de asemenea o pondere importanta in activul total, acestea fiind reprezentate de titlurile de participare in societatea comerciala Galatex SA, companie cu activitate legata de inchirierea activelor imobiliare si investitiile financiare, unde CCC Blue Telecom SA este actionar majoritar. La finalul anului 2005, Galatex inregistreaza o cifra de afaceri de 919 mii lei si un profit de 349 mii lei.

FLUXURI DE NUMERAR TR II 2006

mii lei	2004	2005
Cash inceput an	436	329
Cash exploatare	59	5.406
Cash investitii	-167	-5.205
Cash finantare	-	-
Crestere cash	-107	201
Cash sfarsit an	329	530

La mijlocul anului 2006, CCC Blue Telecom inregistreaza investitii financiare pe termen scurt in valoare de 4,4 mil lei, acestea reprezentand achizitii de actiuni listate la Bursa de Valori Bucuresti: SIF Banat Crisana (1.520 actiuni), SIF Moldova (568.520 actiuni), SIF Transilvania (759.520 actiuni), SIF Muntenia (1.230.240 actiuni), SIF Oltenia (503.634 actiuni), Petrom (100.000 actiuni) si Transelectrica (2.264 actiuni). O evaluare la preturile actuale a acestor actiuni indica o valoare totala a portofoliului de 7,94 milioane RON, cu 80% mai mare decat valoarea de achizitie.

In 2006 valoarea investitiilor financiare a scazut cu 31,7% fata de 2005. Avand in vedere diferenta ridicata dintre valoarea de achizitie (actiunile au fost achizitionate in cursul anului 2005) si cea curenta, vanzarea acestor participatii poate constitui o sursa de profit. Conform prospectului de emisiune, aceste investitii sunt in curs de lichidare.

Nivelul de capitalizare este ridicat. La nivelul Tr. II 2006, capitalurile proprii inregistreaza 89% din pasivul total, in crestere fata de 63% in 2004. Compania nu inregistreaza datorii pe termen mai lung de un an.

O sumarizare a principalilor indicatori bilantieri este prezentata mai jos:

	2003	2004	2005	Tr II 2006
Rata profit net	0,49%	0,09%	5,42%	9,57%
Rata EBITDA	5,83%	7,52%	8,47%	26,85%
Rentabilitate active	0,22%	0,10%	2,00%	1,93%
Rentabilitate capitaluri proprii	0,42%	0,15%	2,31%	2,16%
Grad de indatorare	47,51%	36,17%	13,65%	10,64%
Solvabilitate	52,49%	63,83%	86,35%	89,36%

► Analiza si Concluzii

Evaluarea Blue Telecom nu este una simpla, in conditiile in care nu mai exista nici un emitent cu profil similar listat pe piata de capital din Romania. In plus, procedura de evaluare trebuie sa tina seama si de incertitudinea pretului final in IPO, ce va fi stabilit dupa incheierea ofertei publice. Nu in ultimul rand, marja in care poate evolua pretul final este una foarte mare, pretul maxim (7,0 RON/actiune) fiind de 2,8 ori mai mare decat pretul minim (2,5 RON/actiune); pentru referinta, in oferta publica initiala a Flamingo International, singura oferta cu un mecanism similar de stabilire a pretului final, diferenta dintre pretul maxim (2,4 RON/actiune) si pretul

minim (1,8 RON) a fost de numai 33%, permitand o estimare mai exacta.

Analiza valorii companiilor de telecomunicatii se face, de regula, utilizand indicatori specifici industriei. De altfel, acesta este un mod de evaluare de care va tine cont emitentul in stabilirea pretului final in IPO. Conform prospectului de emisiune, *"in determinarea pretului final Emitentul urmareste obtinerea unui pret corespunzator raportat la piata de cablu din Romania prin prisma tranzactiilor anterioare"*. Un astfel de indicator, folosit pe scara larga in analizele de profil, este valoarea companiei pe abonat.

Cu toate acestea, prospectul nu prezinta elemente suficiente investitorilor pentru a estima niveluri de referinta ale tranzactiilor mentionate. De altfel, prospectul inregistreaza mai multe lipsuri printre care lipsa estimarilor rezultatelor viitoare, sau a prezentarii mai detaliate a structurii si numarului de clienti, sau a planurilor de viitor (reprezentantii emitentului nu au raspuns la intrebarile transmise de noi pentru realizarea acestui raport).

Cea mai notabila tranzactie din ultima perioada este preluarea Astral de catre UPC in 2005, tranzactie in valoare de 330 milioane EUR, reprezentand 390 EUR/abonat. Un alt nivel de referinta ar putea fi posibila oferta facuta de Deutsche Telekom pentru grupul RCS&RDS in valoare de 600 milioane EUR si prezentata in presa; tinand cont de numarul total de abonati ai grupului (pentru servicii de cablu, telefonie si internet), evaluarea ar fi la 350 EUR/abonat.

In cazul Blue Telecom, valoarea pe abonat ar trebui ajustata cu un discount. Atat tranzactia de preluare a Astral cat si o posibila tranzactie similara pentru RCS&RDS presupun preluarea controlului celor doua companii, ceea ce nu este cazul in ceea ce priveste IPO Blue Telecom. Mai mult, ambele companii sunt jucatori activi pe pietele de servicii internet si telefonie, in timp ce Blue Telecom inregistreaza aproape exclusiv venituri din cablu TV, si chiar si in acest domeniu necesita investitii semnificative pentru modernizare si extindere.

In acest context consideram ca un indicator rezonabil de evaluare al Blue Telecom este de 250-300 EUR/abonat; tinand cont de numarul de abonati de aproximativ 220.000, aceasta ar situa evaluarea companiei intre 55 si 66 milioane EUR, cu o valoare medie de 60,5 milioane EUR. Tinand cont de numarul total de actiuni al emitentului rezultat dupa IPO, valoarea pe actiune pentru Blue Telecom ar fi de 0,76 EUR sau 2,65 RON/actiune.

Activitatea Blue Telecom este una de dimensiuni reduse fata de cea a principalilor sai concurenti. Grupul RCS&RDS a inregistrat in 2005 o cifra de afaceri in jurul a 160 milioane EUR, in timp ce Astral a inregistrat in jur de 100 milioane EUR (fara UPC). Pentru referinta, cifra de afaceri a Blue Telecom in 2005 a fost de numai 8,3 milioane EUR.

Profitabilitatea companiei este la nivelul celei a unei firme independente, asa cum este si RDS&RCS (cu o rata de profit in jur de 3%), dar mult sub

nivelul unei firme controlate de investitori strategici sau financiari (UPC a avut o rata de profit in jur de 17%, iar Astral 23%). Rata de profit a Blue Telecom in 2005 a fost de 5,4% in 2005.

Un indicator interesant este nivelul cifrei de afaceri pe abonat, ce se ridica la aproximativ 350 RON atat pentru Astral cat si pentru RCS&RDS in 2005. Tinand cont de acest reper, la numarul actual de abonati Blue Telecom ar fi trebuit sa inregistreze in 2005 o cifra de afaceri de 77 milioane RON, adica de peste doua ori mai mare decat a inregistrat de fapt, daca ar fi oferit aceeasi structura de servicii si preturi, si daca ar fi inregistrat aceeasi eficienta ca si ceilalti doi competitori.

Fata de evaluarea Astral in tranzactia de preluare de 330 milioane EUR, indicatorul P/S (pret/vanzari) al companiei inregistra o valoare de 3,3. La valoarea cifrei de afaceri a Blue Telecom de 30,0 milioane RON in 2005, valoarea companiei cu un multiplu de vanzari de 3,3 s-ar ridica la 99 milioane RON, sau 1,24 RON/actiune. Valoarea nu este neaparat relevanta, intrucat Astral si Blue Telecom nu sunt comparabile din punct de vedere al structurii serviciilor (Astral fiind un jucator triple-play, in timp ce Blue Telecom doar unul pe piata de cablu, deocamdata).

Conform informatiilor disponibile, tranzactia de preluare a Astral de catre UPC s-a realizat la un multiplu EBITDA de 7,8. Cu valoarea EBITDA pe primele doua trimestre ale lui 2006 extrapolata pentru intreg anul, valoarea Blue Telecom ar fi de 66,8 milioane RON, adica de numai 0,84 RON/actiune.

De altfel, profitabilitatea generala a companiei este redusa. Explicatia ar putea tine atat de operatiuni (eficienta scazuta) cat si de strategia companiei de a nu raporta un profit ridicat, orientandu-se in principal spre dezvoltare si castigarea de cota de piata. Exista semnale ca profitabilitatea este in crestere, EBITDA pe primele doua trimestre ale anului in curs fiind cu 68% mai mare decat valoarea pe intreg anul 2005. Din pacate nu exista estimari cu privire la valorile inregistrate la sfarsit de an.

Valorile reduse ale profitului net nu sprijina o evaluare pe baza de P/E. Folosind numarul de actiuni de dupa oferta si valoarea profitului net pe 2005, respectiv cea pe 2006 (extrapolata din rezultatul pe primele doua trimestre), rezulta valori ale profitului pe actiune de 0,0192 respectiv 0,0409 RON/actiune. La asemenea valori si cu pretul din IPO intre 2,5 si 7,0 RON/actiune, indicele P/E devine irelevant, situandu-se intre 130 si 365 (cu profitul pe 2005) sau intre 61 si 171 (cu profitul extrapolat pe 2006). Pentru referinta, in Statele Unite indicele P/E mediu pentru emitentii din domeniul CATV este de 16,5; Liberty Global, ce include si divizia europeana UPC, inregistreaza un P/E de 14,16. La un P/E de 15 si cu profiturile estimate pe 2006 valoarea unei actiuni Blue Telecom ar fi de numai 0,61 RON.

Profiturile Blue Telecom din ultima perioada se bazeaza intr-o masura semnificative pe profituri financiare. Astfel, rezultatul financiar reprezinta

61% din profitul brut pe primele doua trimestre ale anului in curs si 38% din cel pe 2005.

Profitabilitatea reprezinta o problema la nivelul intregii industrii. Astfel, nu mai putin de 40% din emitentii americani din domeniu inregistreaza pierderi; pentru cei cu profit, rata profitului net este de 15,1%. Liberty Global inregistreaza o rata a profitului net de 27,4%, sustintua de subsidiarele din Europa Centrala si de Est.

Valoarea contabila a unei actiuni Blue Telecom, tinand cont de numarul de actiuni din oferta si de fondurile incasate din aceasta, se va situa intre 1,51 si 2,63 RON/actiune. La preturile din oferta, valoarea P/B ar evolua intre 1,65 si 2,66. La valoarea P/B de 2,09, reprezentand media pentru emitentii din domeniul CATV tranzactionati in SUA, valoarea unei actiuni Blue Telecom ar fi in jurul a 3,7 RON/actiune. Media P/B pentru emitentii BVB din sectorul servicii non-financiare este de 1,69, insa aceasta este calculata pe baza a numai doi emitenti (semnificand lipsa acuta de emitenti din domeniul serviciilor la nivelul BVB). La acest nivel de P/B, pretul unei actiuni Blue Telecom ar fi de 2,6 RON/actiune.

Am prezentat mai sus mai multe metode de evaluare, cu rezultate destul de diferite. Consideram ca metoda cea mai solida de evaluare este cea legata de valoarea companiei pe numarul de abonati, tinand cont de tranzactiile sau ofertele comparabile. Dupa cum am vazut, calculata astfel, valoarea este in jurul a 2,65 RON/actiune. Un pret putin mai ridicat s-ar justifica numai in perspectiva unei preluari a companiei; insa, conform prospectului de emisiune asemenea oferte venite de la "*principalii actori ai pietei CATV romanesti*" au fost refuzate, iar listarea companiei la bursa nu indica iminenta unei preluari.

Astfel, ar trebui sa ne bazam pe evaluarile legate de multipli (de vanzari, EBITDA sau profit), insa din acest punct de vedere valorile estimate ale actiunilor companiei sunt foarte reduse, si situate sub 2 RON/actiune; singura exceptie o reprezinta evaluarea pe baza de P/B, insa aceasta se bazeaza intr-o masura ridicata tocmai pe banii care vor veni din oferta publica (si care ar crestere capitalurile proprii pana la triplul valorii actuale, la pretul maxim de subscriere). Indicele P/B al companiei cu capitalurile proprii si numarul de actiuni inainte de oferta, se situeaza intre 2,11 (la 2,5 lei/actiune) si 5,92 (la 7,0 lei/actiune) - valori destul de ridicate.

Tinand cont de natura activitatii si de pozitia trei pe piata, emitentul are un profil interesant pentru investitorii pe piata de capital. Din pacate acesta nu este sustinut de o anvergura corespunzatoare din punct de vedere al profitabilitatii, anvergurii activitatii sau structurii serviciilor (prin raportare la principalii concurenti). Dezvoltarea in continuare a activitatii va depinde de investitii masive, pe care principalii doi competitori vor fi pregatiti sa o faca, dispunand de o forta financiara cu mult superioara.

Profitabilitatea ramane in continuare un element important, in conditiile in

care ratele de profit sunt reduse, iar acestea sunt sustinute intr-o masura importanta de profituri financiare, care probabil nu se vor mai repeta.

Investitorii trebuie sa tina cont si de litigiul in curs cu Autoritatea Nationala de Reglementare in Comunicatii (ANRC), avand ca obiect *"suspendarea si anularea deciziei de retragere a dreptului de a mai furniza retele sau servicii de comunicatii electronice"*, decizie luata ca urmare a neplatii anumitor tarife si care, daca nu este anulata, poate afecta dezvoltarea viitoare.

Alte riscuri tin de posibilitatea neincheierii cu succes a ofertei publice, in cazul in care nivelul subscriberilor este mai mic decat numarul de actiuni oferite. Metoda de alocare reprezinta un alt element important de analizat, in conditiile in care aceasta asigura in orice conditii stabilirea pretului maxim rezultat din subscrieri, ceea ce ar putea sa nu lase loc de cresteri ulterioare pe piata, asa cum s-a intamplat si in cazul IPO Flamingo.

Totusi, in cazul Flamingo pretul maxim a fost apropiat de o valoare de piata a actiunilor companiei dupa cum a fost estimata de noi, si situat la o distanta destul de redusa de pretul minim, iar pretul final de alocare a fost putin mai mic decat pretul maxim. Chiar si in aceste conditii evolutia actiunilor FLA in piata a fost descendenta (trendul fiind determinat si de rezultate financiare sub asteptari). In cadrul IPO Blue Telecom pretul de piata estimat de noi se apropie de pretul minim de subscriere, insa pretul maxim este de aproape trei ori mai mare decat acesta.

Toate aceste variabile arata faptul ca CCC Blue Telecom ramane un emitent de urmarit pe viitor, insa in oferta publica investitorii ar trebui sa tina seama de toate elementele prezentate pentru a lua o decizie. Nu emitem o recomandare pentru investitia in aceasta oferta, decizia de investitie urmand sa apartina fiecarui investitor in parte in functie de strategia proprie si de interpretarea informatiilor prezentate in prospect si in acest raport.



INTERCAPITAL INVEST SA
SOCIETATE DE SERVICII DE INVESTITII FINANCIARE

Bd. Aviatorilor 33, Etaj 1, Sector 1, Bucuresti
222 8731, 222 8744
www.intercapital.ro, office@intercapital.ro

ANALISTI RAPORT CCC BLUE TELECOM

ANDREEA CIOBANU

RAZVAN PASOL

Acest raport este realizat de Intercapital Invest SA (<http://www.intercapital.ro>), societate de servicii de investitii financiare membra a Bursei de Valori Bucuresti. Preluarea informatiilor din acest raport este permisa cu conditia obligatorie a prezentarii Intercapital Invest drept sursa a informatiilor preluate. Pentru informatii suplimentre despre Intercapital Invest, serviciile oferite sau piata de capital din Romania vizitati www.intercapital.ro.

Informatiile cuprinse in acest raport exprima anumite opinii legate de o clasa de valori mobiliare. Decizia finala de cumparare sau vanzare a acestora trebuie luata in mod independent de catre fiecare investitor in parte, pe baza unui numar cat mai mare de opinii si analize. Intercapital Invest si angajatii sai pot detine valori mobiliare prezentate in acest raport si/sau avea raporturi contractuale cu emitentii prezentati in raport. Este recomandabil ca o decizie de investire sa fie luata dupa consultarea mai multor surse de informare diferite. Investitorii sunt anuntati ca orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degraba forme de estimare si nu pot garanta un profit cert. Investitia in valori mobiliare este caracterizata prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori. Faptele, informatiile, graficele si datele prezentate au fost obtinute din surse considerate de incredere, dar corectitudinea si completitudinea lor nu poate fi garantata. Intercapital Invest SA si realizatorii acestui raport nu isi asuma nici un fel de obligatie pentru eventuale pierderi suferite in urma folosirii acestor informatii. Intercapital Invest si angajatii sai nu sunt raspunzatori pentru veridicitatea si calitatea informatiilor obtinute din surse publice sau direct de la emitenti, sau pentru efectele netransmiterii de catre emitenti a informatiilor solicitate acestora.