



Clasa	Obligatiuni corporative
Tip	Convertibile, Nominative, Dematerializate, Negarantate
Maturitate	3 ani
Valoare totala	7,8 mil RON
Rata primul cupon	10,11%*

\* estimativ

## Obligatiuni Avicola Bucuresti

### ► Prezentare emisiune

Avicola Bucuresti SA (BER:AVBW), societate tranzactionata pe Rasdaq din 22/02/1997, a decis sa isi completeze o parte din fondurile necesare modernizarii capacitatiilor de productie si alinierii la standardele Uniunii Europene a mijloacelor fixe cu un imprumut lansat pe piata de capital prin emiterea unui numar de 3.120.000 obligatiuni. Caracteristicile principale ale acestora sunt prezentate in tabelul urmatoare:

Numar obligatiuni puse in vanzare	3.120.000
Valoare nominala	2,5 RON/obligatiune
Pret de vanzare	2,5 RON/obligatiune
Valoare totala pusa in vanzare	7.800.000 RON
Perioada de subscriere	23/11/2005-20/02/2006
Intermediar	SSIF Bucuresti Global Invest SA
Maturitate	3 ani
Rata dobanzii	(BUBID6M+BUBOR6M)/2+4%
Plata dobanzii	Semestrial, de catre emitent
Rata dobanda primul cupon	(BUBID6M+BUBOR6M)/2+4%
Rascumparare anticipata	Nu exista clauze
Rascumparare la scadenta	La valoarea nominala
Destinatia fondurilor	Finantarea planurilor de modernizare a capacitatilor de productie ale societatii
Garantii	Obligatiuni Negarantate
Convertibilitate	La scadenta, paritate de 2 actiuni pentru 1 obligatiune.
Tranzactionare	Se intentioneaza listarea la BVB

Modalitatea de alocare a obligatiunilor in caz de suprasubscriere se face dupa metoda "primul venit, primul servit" in ordinea inregistrarii formularelor de subscriere.

*In urmatoorii trei ani Avicola Bucuresti SA are in vedere investitii in valoare de peste 4,67 milioane EUR.*

Fondurile obtinute in urma acestei emisiuni de obligatiuni vor completa necesarul de resurse al emitentului pentru re tehnologizare. In urmatoorii trei ani societatea are in vedere investitii in valoare de 4,67 milioane EURO, 46% din acestea fiind acoperite prin prezenta emisiune de obligatiuni, iar restul fiind finantat prin compensare cu fonduri europene SAPARD precum si prin resurse proprii.

Analisti: Andreea Ciobanu,  
Razvan Pasol



Telefon: 222.87.44, 222.87.31  
E-mail: office@intercapital.ro  
Web: http://www.intercapital.ro

Emisiunea aduce un element relativ nou pe piata de capital: convertibilitatea in actiuni. Obligatiunile vor putea fi convertite la scadenta in actiuni Avicola Bucuresti tranzactionate pe Rasdaq in proportie de doua actiuni pentru o obligatiune. Anterior emisiunii prezentate a mai existat o singura emisiune

publica de obligatiuni convertibile in Romania, cea a International Leasing din anul 2000.

Prospectul de emisiune integral se gaseste pe site-ul www.kmarket.ro, sectiunea "Documentare si Analiza". Cererile de informatii suplimentare vor fi adresate intermediarul ofertei, SSIF Bucuresti Global Invest SA, telefon 319.0251.

### ► **Prezentare emitent**

Obiectul de activitate al societatii consta cresterea si valorificarea pasarilor si a produselor derivate din acestea. Principalele activitati desfarsurate includ selectia, hibridarea si distributia pe piata interna si externa de material biologic pasari si animale mici, elaborarea tehnologiilor fiecarui hibrid, elaborarea programelor de profilaxie sanitar-veterinara specifice fiecarui hibrid precum si analize de laborator, consultanta si expertiza sanitar-veterinara.

Cea mai mare pondere in venituri o inregistreaza ouale de consum (46,7% din veniturile pe 2004) si puii de carne vii (14,7%):

Produs	2002	2003	2004
Oua consum	28,4%	42,7%	46,7%
Pui carne vii	3,9%	8,1%	14,7%
Puicute hibride de o zi	8,2%	8,1%	5,2%
Pasari adulte vii	5,7%	5,7%	4,8%
Alte	53,8%	35,4%	28,6%

Piata pe care Avicola Bucuresti activeaza este caracterizata de o concurenta puternica din partea unor firme solide. Astfel pe partea de productie oua de consum principalii concurenti sunt: Tonelli Buftea, Jack Moris COM Gorneni, At Grup Draganesti Vlasca, Agrimond Braila. La productia de material biologic: Hyssec Carei, Zuras Grecia si ISA Brown. Pe partea de produse de carne: Tec Romania, Agrisol si Avicola Calarasi, Avicola Buzau, Avicola Brasov, Avicola Bacau.

Pe piata interna societatea detine momentan o cota de piata de 15% pe partea de material biologic si doar de 2% pe partea de oua de consum si 1% pe partea de produse din carne de pasare.

Capitalul social al societatii are o valoare de 9.348.950 RON impartit in 3.739.580 actiuni cu o valoare nominala de 2,5 RON. Structura este puternic concentrate de catre SIF Muntenia:

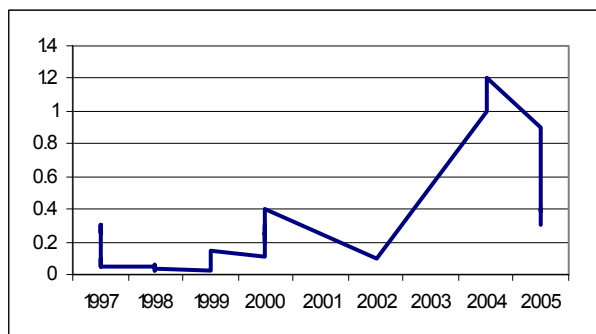
Actionar	Nr. actiuni	%capital social
<b>SIF Muntenia</b>	3.675.500	98,29%
<b>Free Float</b>	64.080	1,71%

Actiunile Avicola Bucuresti se tranzactioneaza la Bursa Electronica Rasdaq cu simbolul AVBW din anul 1997. Tinand cont de concentrarea actionariatului, lichiditatea in piata este extrem de redusa. Ultima tranzactie s-a inregistrat pe data de 14/04/2005, cand s-au transferat 80 de actiuni la pretul de 0,30 RON/actiune. De altfel, tot istoricul tranzactionarii actiunilor include un volum total de numai 7.311 actiuni (0,08% din capitalul social total) si o valoare a tranzactiilor de 1.820 RON. Evolutia tranzactiilor este prezentata mai jos:

#### DATE GENERALE EMITENT

Emitent	Avicola Bucuresti SA
Sediu	Str. Jandarmeriei Nr. 2, Sector 1, Bucuresti
Telefon	230 0448
Fax	230 0632
E-mail	office@avicolabucuresti.ro
Site Web	www.avicolabucuresti.ro
CUI	1551768
Activitate	Cresterea pasarilor
Control	SIF Muntenia
Director General	Ion Costache

*Cea mai importanta pondere in totalul valoric a veniturile societatii o au vanzarile oualelor de consum.*



Pentru viitor sunt estimate profituri cumulate de circa 2,8 milioane RON pentru 2005, 7,8 milioane RON pentru 2006 si 10,6 milioane RON pentru 2007. Un tabel comparativ cu principalii indicatori financiari inregistrati pana acum de Avicola Bucuresti si prognozati pentru 2005-2007 este prezentat in tabelul urmatoare:

Mil RON	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Venituri totale	37,02	50,26	83,27	103,03	109,22
Cheltuieli totale	38,56	49,86	80,41	95,26	95,64
Profit net	-1,54	0,39	2,86	7,76	10,57
Profitabilitate	-4,16%	0,77%	3,36%	7,53%	9,67%
Active totale	27,09	27,48	N/A	N/A	N/A
Capital propriu	6,68	8,08	N/A	N/A	N/A

Avand in vedere apropiata aderare a Romaniei la Uniunea Europeana si pentru a face fata unui mediu concurential mult mai accentuat si diversificat societatea si-a propus pentru urmatoarea perioada un plan de dezvoltare si investitii masive concretizate in planuri de modernizare si re tehnologizare a liniilor de productie.

In acest sens este vizata specializarea fiecarei subunitati (Codlea, Mihailesti, Saliste, Butimanu) din cadrul societatii in functie de fluxurile tehnologice, cerintele de pe piata si zona de amplasare.

### ► **Randament obligatiuni**

*Dobanda oferita este printre cele mai mari din piata*

Dobanda obligatiunilor Avicola Bucuresti este calculata folosind o formula simpla de calcul si anume media BUBID (rata anuala a dobanzii pasive la termen de 6 luni atrase de la alte banci pe piata interbancara) si BUBOR (rata anuala medie a dobanzii active la termen de 6 luni plasate la alte banci pe piata interbancara) la care se vor adauga 4 puncte procentuale:

$$\text{Rata dobanda} = [(BUBID+BUBOR)/2]+4\%/an$$

Ratele BUBID si BUBOR sunt actualizate zilnic pe pagina de web a Bancii Nationale Romane, [www.bnro.ro](http://www.bnro.ro). In functie de ultimele valori afisate o estimare a primului cupon oferit de obligatiuni indica o rata de 10,11%.

Programul de plata a cupoanelor de dobanda pe durata de viata a emisiunii este prezentat in tabelul urmatoare:

Cu-pon	Rata dobanda	Data prece-denta cupon	Data de referinta	Data curenta cupon
1	10,11%	-	15.04.2006	22.04.2006
2	Va fi anuntata	22.04.2006	15.10.2006	22.10.2006
3	Va fi anuntata	22.10.2006	15.04.2007	22.04.2007
4	Va fi anuntata	22.04.2007	15.10.2007	22.10.2007
5	Va fi anuntata	22.10.2007	15.04.2008	22.04.2008
6	Va fi anuntata	22.04.2008	A 1095-a zi de la confirmarea de CNVM a primirii notificarii asupra rezultatului ofertei fara sapte zile calendaristice	A 1095 zi de la confir-marea de catre CNVM a primirii notificarii asupra rezultatului ofertei

Dobanda se va plati semestrial. Agentul de plata este chiar emitentul, iar calculul dobanzii va avea drept reper valoarea celor doua dobanzi interban-care afisata de BNR in ziua de scadenta a dobanzilor la data cuponului indi-cate in tabelul de mai sus. Plata efectiva se va efectua intr-un termen de 10 zile lucratoare de la momentul inceperii platilor. Rambursarea principalu-lui se va face intr-o singura transa, in termen de 30 de zile calendaristice de la scadenta, adica in a 1095-a zi de la confirmarea de catre CNVM a primirii notificarii cu rezultatele ofertei.

La scadenta detinatorii de obligatiuni isi pot exercita dreptul de conversie a obligatiunilor in actiuni AVBW (listate pe piata electronica Rasdaq) printr-un raport de convesie de 1:2.

Facand o comparatie cu randamentul oferit de celelalte emisiuni de obligati-uni facute in Romania si listate acum la Bursa de Valori Bucuresti se poate observa ca obligatiunile Avicola Bucuresti aduc cateva procente peste do-banzile disponibile in piata. Totusi, avand la baza rezultatele financiare in-registrate in ultimii ani de societate si obiectul de activitate al emitentului am putea spune ca in acest caz si riscul asumat poate fi mai ridicat.

Majoritatea emisiunilor de obligatiuni denominate in RON implica in formula de calcul media BUBID si BUBOR oferind peste aceasta o marja de la 0,50% pana la 2,50%, procentele fiind cu atat mai mari cu cat investitia in respec-tivele emisiuni este considerate mai riscanta:

Indicator	Cupon curent	Cupon es-timativ*	Formula de calcul
Obligatiuni Avicola (3 ani)	10,11%*	10,11%	$(BUBID6M+BUBOR6M)/2+4\%$
Obligatiuni BRD (3 ani)	7,94%	7,31%	BUBOR6M
Obligatiuni Finansbank (3 ani)	9,22%	6,86%	$(BUBID6M+BUBOR6M)/2+0,75\%$
Obligatiuni Hexol (2 ani)	7,50%	8,61%	$(BUBOR6M+BUBID6M)/2+2,5\%$
Obligatiuni Raiffeisen (3 ani)	8,91%	6,61%	$BUBID6M+BUBOR6M)/2+0.5\%$
Obligatiuni Timisoara (5,5 ani)	8,25%	8,25%	Fixa
Obligatiuni Aiud (3.5 ani)	9,00%	8,38%	$(BUBID3M+BUBOR3M)/2+2\%$

\*estimativ in functie de ultimele date furnizate de BNR

In mod evident randamentul obligatiunilor este cu mult mai mare decat alte plasamente cu venit fix disponibile pe piata:

Indicator	Rata anuala a dobanzii
Obligatiuni Avicola Bucuresti SA (3 ani)	10,11%
Obligatiuni de stat cu dobanda (2 ani)	7,50%
Depozit la termen BCR	7,00%
Depozit la termen BRD	4,75%

### ► **Riscuri**

Investitia in obligatiuni corporative prezinta riscuri, intre care riscul de nepata, riscul de fluctuatie a ratelor dobanzilor, riscuri economice, financiare si de alta natura. In cazul emisiunii Avicola Bucuresti trebuie analizate riscurile legate de activitatea economica a emitentului.

Se pune problema in viitor daca emitentul isi va putea onora platile de dobanzi si principal la scadenta. Obligatiunile Avicola Bucuresti nu sunt garantate printr-o polita de risc financiar sau prin alte garantii, existand doar o clauza de prim rang, deci promisiunea ca imprumutul obligatar va fi onorat cu prioritate (daca vor exista fonduri disponibile). Spre deosebire de marea majoritate a emisiunilor de obligatiuni corporative derulate pana acum si incheiate cu succes, precum cele ale BRD-Groupe Societe Generale, BCR-Leasing, Finansbank, Raiffeisen sau TBI Leasing—companii cu o puternica forta financiara, putem considera ca investitia in obligatiunile Avicola Bucuresti este mai riscanta. De altfel, acest lucru este luat in calcul si la stabilirea ratei dobanzii.

Avand in vedere rezultatele financiare inregistrate in ultimii ani se pune in continuare problema daca previziunile pentru urmasorii trei ani se vor adeveri si conditiile pietei vor permite realizarea acestora. Momentan societatea nu are o pozitie puternica pe piata, cumuland doar o mica parte din sector mai ales pe partea vanzarilor de oua de consum zona cu ponderea cea mai insemnata in venituri. In plus concurenta pe piata este in crestere si determinata de firme de renume, care au avut deja in vedere modernizarea si re tehnologizarea productiei.

Ca si valoare a imprumutului raportat la veniturile prognozate pentru anul 2005 emisiunea reprezinta doar 9,36% din totalul valoric al acestora, ceea ce nu reprezinta prea mult—daca am avea in vedere celelalte emisiuni de obligatiuni corporative din tara noastra.

Riscul de rata a dobanzii este mai redus decat in ultimii ani, datorita unei relative stabilizari a dobanzilor si a unor fluctuatii mai reduse.

### ► **Concluzii**

Numarul emisiunilor de obligatiuni corporative lansate in Romania nu este foarte mare, astfel incat orice initiativa noua de acest gen merita analizata. Dobanda obligatiunilor Avicola este atragatoare, dar consideram ca aceasta nu compenseaza pe deplin riscurile asumate de investitori.

Avicola Bucuresti este un emitent de obligatiuni nou; ca emitent de actiuni, societatea a fost foarte putin prezenta pe piata de capital, actiunile sale tranzactionandu-se foarte putin datorita unei concentrari mai mult decat excessive.

Rezultatele financiare ale emitentului nu sunt spectaculoase; ramane de va-

zut daca rezultatele estimate pentru anii urmasori pot fi atinse, in conditiile cresterii concurentei pe piata. Societatea este implicata si intr-un litigiu cu APAPS in calitate de parata, pentru pretentii semnificative in valoare de aproximativ 9 mil RON—solutionarea acestui litigiu fiind incerta si putand afecta situatia viitoare a emitentului. Emisiunea este negarantata, ceea ce ridica si mai mult riscurile investitiei.

Posibilitatea conversiei actiunilor la scadenta, desi interesanta din punct de vedere theoretic, nu poate fi luata in considerare datorita conditiilor dezavantajoase (raport de conversie, lichiditate redusa a actiunilor, performante financiare slabe ale emitentului).

In cazul acestei investitii se pune si problema participarii in oferta publica. Perioada de derulare a ofertei este destul de lunga, astfel incat investitorii trebuie sa isi programeze eventualele investitii cu atentie. Exista si riscul neincheierii cu success a ofertei publice, insa acest risc probabil nu este excesiv de ridicat, iar actionarul majoritar al emitentului, SIF Muntenia, ar putea participa la emisiune pentru acoperirea eventualelor obligatiuni ne-subscrise. Intermediarul emisiunii nu a mai derulat pana acum nici o oferta publica de vanzare de obligatiuni.

Cu toate acestea riscurile nu sunt excesive. Dobanda, chiar daca o consideram prea mica in raport cu riscurile emisiunii, nu este exagerat de redusa. SIF Muntenia, actionarul majoritar al emisiunii, reprezinta un element de incredere. Alte elemente pozitive sunt dimensiunea relativ redusa a emisiunii, si statutul emitentului de societate consolidata, cu un istoric indelungat pe piata.

RECOMANDARE:

**NEUTRA**



In acest context formulam o recomandare neutra pentru aceasta emisiune de obligatiuni.

Acest raport este realizat de Intercapital Invest SA (<http://www.intercapital.ro>), societate de servicii de investitii financiare membra a Bursii de Valori Bucuresti. Preluarea informatiilor din acest raport este permisa si gratuita cu conditia obligatorie a prezentarii Intercapital Invest drept sursa a informatiilor preluate. Pentru informatii suplimentare despre investitiile in valori mobiliare va invitam sa vizitati Pagina Pietei de Capital din Romania—<http://www.kmarket.ro>, sau sa ne scrieti la adresa [info@kmarket.ro](mailto:info@kmarket.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.

Prin acest raport Intercapital Invest si angajatii sai exprima opinii numai asupra valorilor mobiliare prezentate si a parametrilor acestora pentru investitori, si nu asupra eficientei activitatii emitentilor valorilor mobiliare prezentate. 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.