



Obligatiuni Herastrau Imobiliare Investitii SA



► **Prezentare emisiune**

Nou intrata pe piata imobiliara, Herastrau Imobiliare Investitii SA lanseaza o indrazneata oferta publica de obligatiuni in perioada 24/10/05—11/11/05. Principalele date ale emisiunii sunt prezentate in tabelul urmatoar:

Clasa	Obligatiuni corporative
Tip	Neconvertibile, Nominative, Dematerializate
Maturitate	2007
Valoare totala	25.000.000
Rata primul cupon	9.67%
* estimativ	

Herastrau Imobiliare Investitii SA este a doua societate din domeniul imobiliar ce face o oferta publica de obligatiuni, dupa Impact SA.

Numar obligatiuni puse in vanzare	250.000
Valoare nominala initiala	100 RON/obligatiune
Valoare nominala consolidata in EUR	100 RON/(Curs BNR RON/EUR in ultima zi de subscriere)/obligatiune
Pret de vanzare	100 RON/obligatiune
Valoare totala pusa in vanzare	25.000.000 RON
Perioada de subscriere	24/10/2005-11/11/2005
Intermediar	SSIF CA IB Securities
Maturitate	2007
Rata dobanzii	(EURIBOR6M+7,5)%/an
Plata dobanzii	semestrial
Rata dobanda primul cupon	9,78%/an (estimativ)
Rascumparare anticipata	Nu este cazul
Rascumparare la scadenta	La valoarea nominala
Destinatia fondurilor	Achizitia de terenuri si constructia de zone rezidentiale si comerciale; achizitia si modernizarea unor constructii deja existente
Garantii	Asigurare emisa de BCR Asigurari SA
Convertibilitate	Nu este cazul
Distributie	HVB Bank, SSIF membre ale BVB
Tranzactionare	Se intentioneaza admiterea la tranzactionarea prin sistemele BVB

Prospectul integral de oferta este disponibil pe site-ul www.kmarket.ro, sectiunea "Documentare si analiza". Herastrau Imobiliare Investitii SA este o societate noua, fara un istoric al activitatii operationale, ce a fost lansata pentru a se implica in proiecte derulate pe piata imobiliara din Romania si a beneficia de randamentele si perspectivele bune oferite de aceste investitii in tara noastra.

Emisiunea este impartita pe doua transe: trasa investitorilor mici, reprezentand 30% din numarul total de obligatiuni, distribuite prin orice SSIF sau prin HVB Bank si oferite investitorilor ce doresc sa cumpere mai putin

Analisti: Razvan Pasol, Andreea Ciobanu, Nicu Grigoras



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

de 1.000 de obligatiuni fiecare, si trasa investitorilor mari, reprezentand 70% din numarul total de obligatiuni, distribuita prin SSIF CA IB Securities si oferita marilor investitori.

Obligatiunile se pun in vanzare in lei, insa valoarea acestora va fi calculata in Euro (la cursul din ultima zi de subscriere); si dobanda va fi calculata in Euro, urmand a fi platita in lei. Rambursarea la scadenta se face tot in lei.

In caz de suprasubscriere a unei transe, trasa nesubscrisa integral va completa trasa suprasubscrisa. Metoda de alocare in cazul acestei oferte este pro-rata pentru trasa retail si "primul venit primul servit" pentru trasa investitorilor mari.

Fondurile obtinute prin aceasta emisiune precum si o parte din capitalul social vor fi folosite pentru dezvoltarea si imbunatatirea de proiecte imobiliare. Pe termen scurt si in masura resurselor disponibile se intentioneaza achizitionarea a doua terenuri pentru constructia unor locuinte rezidentiale.

Prospectul de emisiune al acestei oferte poate fi citit pe site-ul www.kmarket.ro in sectiunea "Documentare si analiza". Pentru informatii suplimentare contactati intermediarul ofertei, SSIF CA IB Securities, telefon 203.2288.

► **Prezentarea emitentului si a planului de afaceri**

DATE GENERALE EMITENT

Emitent	Herastrau Imobiliare Investitii SA
Sediu	Union Business Center II, Str. Stirbei Voda, nr. 26-28,
Telefon	312 3973
Fax	312 3970
E-mail	office@hii.ro
Site Web	http://www.hii.ro
CUI	17275812
Activitate	Investitii Imobiliare
Presedinte CA	Janos Miklos Kokor

Herastrau Imobiliare Investitii SA a fost inregistrata la Registrul Comertului in luna februarie 2005. Societatea nu a derulat pana in prezent activitati operationale, fiind o investitie *greenfield* in domeniul imobiliar. Obiectul principal de activitate al companiei este reprezentat de investitiile imobiliare: achizitia de terenuri in vederea constructiei de cladiri rezidentiale sau comerciale, modernizarea unor constructii deja existente in scopul obtinerii de profit prin revanzarea acestora.

Herastrau Imobiliare Investitii SA dispune de un capital social subscris de 4.764.500 lei, inasa din acesta numai 2.052.400 lei (43,08%) sunt varsati. Capitalul este impartit in 476.450 actiuni cu valoare nominala de 10 lei/actiune, detinut astfel:

Actionar	% din capitalul social
Engelhorn SA Holding	66,15%
Telesto Servicii Imobiliare SRL	17,31%
Phoebe Comstructii SRL	10,38%
Tethys Promo SRL	3,08%
Hauser Gabor	3,08%

Societatea prezinta o structura complexa de detinere.

Structura detinerilor firmei este una relativ complicata. Engelhorn Holding este o societate inregistrata in Luxemburg ce activeaza in domeniile distributiei produselor farmaceutice si al solutiilor informatice pentru industria farmaceutica. Actionarul majoritar al acesteia este Santer Establishment, o societate inregistrata in Liechtenstein pe adresa unei casute postale. Actionarul majoritar al acestei societati este Domnul Peter Nagy, cetatean maghiar. Nici una din societatile actionare, direct sau indirect, ale Herastrau Imobiliare Investitii SA nu dispune de o pagina web, iar prospectul de emisiune nu furnizeaza detalii suplimentare despre activitatea, rezultatele finan-

ciare sau personalul acestora.

Emitentul a mentionat, intr-un interviu acordat in exclusivitate pentru kmarket.ro, faptul ca Engelhorn Holding "este o prezenta activa pe piata farmaceutica europeana, avand interese in 7 tari din Europa Centrala si de Est", insa nu a furnizat informatii suplimentare despre aceasta societate sau despre celelalte societati implicate in actionariatul Herastrau Imobiliare Investitii. Celelalte societati comerciale prezente in actionariatul emitentului sunt inregistrate in Romania, insa prospectul nu ofera informatii suplimentare despre activitatea acestora.

Consiliul de Administratie al emitentului este condus de o alta societate comerciala, B1 Domina SRL, inregistrata la Registrul Comertului in anul 2005 si reprezentata prin Domnul Ianos Miklos Kokor. Prospectul nu ofera informatii suplimentare despre aceasta societate. Domnul Kokor a fost implicat in societatile Scholler Rom-Ice, Traditie Apotheke Romania, societate din domeniul IT si CFS Romania, societate multinationala specializata in productie software pentru domeniul medical si farmaceutic. Consiliul de administratie este completat de Doamna Adina Popovici-Turnea si Domnul Catrina Sorin.

Intrucat emitentul nu a derulat activitati operationale pana in prezent, analiza bilantului acestuia este mai putin relevanta. La nivelul trimestrului II 2005 Herastrau Investitii Imobiliare dispunea de un activ total de 4,2 mil RON bazat aproape exclusiv pe active circulante (97,61%), din care creante in valoare de 3,02 mil RON si conturi la banci in valoare de 1,10 mil RON. Pasivul este format in cea mai mare parte din capitaluri proprii - 4,19 mil RON reprezentand 99,41% din total.

La aceeasi perioada de raportare societatea a realizat venituri de 0,02 mil RON (exclusiv venituri financiare) si cheltuieli totale de 0,60 mil RON, rezultand o pierdere neta de 0,58 mil RON la 30/06/05:

Indicator (RON)	31.03.2005	31.06.2005
Total activ	4.635.499	4.210.005
Active imobilizate	11.867	90.278
Active circulante	4.604.050	4.119.509
Cheltuieli totale	165.073	601.600
Profit/Pierdere	-163.921	-579.345

Clientii tinta ai societatii sunt clienti individuali si corporativi, romani si straini, interesati de achizitionarea de apartamente executate la standarde internationale si localizate in zone rezidentiale din Bucuresti si alte trei orase importante din tara, precum si de spatii comerciale. Astfel, fondurile obtinute din oferta vor fi folosite pentru achizitionarea de terenuri, realizarea de constructii rezidentiale si comerciale pe aceste terenuri, precum si cumpararea, renovarea si imbunatatirea unor constructii existente.

Activitatile vor fi demarate prin cumpararea a doua terenuri pentru constructia de locuinte, cu o suprafata totala estimata la 10.000 - 12.000 metri patrati. Finalizarea primelor proiecte imobiliare este estimata a dura intre 18 si 21 de luni de la incheierea ofertei de obligatiuni, pana la scadenta acestora suprafata totala construita fiind estimata la 23.000 - 25.000 mp la un pret de constructie de 300-400 EUR/mp si un pret estimat de vanzare de

1.300 - 1.500 EUR/mp. Apartamentele vor avea suprafete intre 56 si 148 mp.

Emitentul intentioneaza derularea unei colaborari cu o societate de credit ipotecar in vederea asigurarii de finantare pentru clientii sai. Societatea va avea o organizare distribuita, in care fiecare proiect va fi dezvoltat de o filiala separata, in vederea evitarii situatiei in care "imaginea si proprietatile companiei ar fi puse in pericol si prejudiciate de orice tip de reclamatie privitoare la oricare din proiectele sale", conform prospectului de emisiune.

► **Randament obligatiuni**

Dobanda obligatiunilor Herastrau Imobiliare Investitii SA este raportata la Euro si ia in considerare EURIBOR la 6 luni (rata procentuala anuala a dobanzii percepute de banci pentru depozitele la termen de 6 luni, determinata de Asociatia Europeana a Bancilor din Uniunea Europeana), la care se adauga o marja fixa de 7,5%. Formula de calcul este:

$$\text{Rata dobanda} = (\text{EURIBOR6M} + 7,5\%)/\text{an}$$

Dobanda se recalculeaza si este platita semestrial. Agentul de plata este HVB Bank. Utilizand rata curenta a EURIBOR, dobanda estimata a primului cupon este de 9,78%/an. Programul de plata a dobanzilor este prezentat in tabelul urmat:

Cupon	Rata dobanzii	Data precedenta cupon	Data de referinta	Data curenta cupon
1.	9,78% (estimat)	-	15.03.2006	19.03.2006
2.	Va fi anuntata	19.03.2006	15.09.2006	19.09.2006
3.	Va fi anuntata	19.09.2006	15.03.2007	19.03.2007
4.	Va fi anuntata	19.03.2007	- a 730-a zi de la obtinerea confirmarii primirii notificarii de inchidere a ofertei, de catre CNVM fara 7 zile calendaristice	- a 730-a zi de la obtinerea confirmarii primirii notificarii de inchidere a ofertei de catre CNVM

Emitentul ofera una din cele mai mari rate de dobanda pentru instrumentele cu venit fix in Euro disponibile in prezent pe piata.

Raportarea obligatiunilor la valuta este un procedeu utilizat destul de rar in tara noastra. Numai doua emisiuni de obligatiuni neajunse la scadenta la acest moment utilizeaza un asemenea mod de calcul - emisiunea BCR Leasing cu o rata fixa de 6,0%/an si emisiunea TBI Leasing cu o rata fixa de 6,5%/an (ambele raportate la Euro).

Ambii emitenti apartin de grupuri puternice prezente pe piata de capital din tara noastra, ceea ce explica diferenta de dobanda dintre acestea si obligatiunile analizate in prezentul raport (la momentul emisiunilor respective, inasa, ratele dobanzilor obligatiunilor emise de cele doua firme de leasing au fost considerate prea mici de catre piata, incheierea cu succes a celor doua oferte fiind sprijinita de implicarea grupurilor din care emitentii fac parte).

Plasamentele cu venit fix disponibile la acest moment pe piata - obligatiuni denominate in Euro si depozite bancare in aceeasi moneda sunt prezentate in urmatul tabel comparativ:

Instrument financiar	Randament anual
Obligatiuni Herastrau Imobiliare Investitii	9,78%*
Obligatiuni BCR Leasing	6,00%
Obligatiuni TBI Leasing	6,50%
Depozite bancare BCR in Euro (2 ani)	4,10%
Depozite bancare BRD in Euro (1 an)	2,70%
Depozite bancare Raiffeisen Bank in Euro (1 an)	2,50%

*estimativ

► Riscuri

Orice investitie in obligatiuni prezinta riscuri. Riscurile in cazul unei emisiuni de obligatiuni corporative sunt legate atat de activitatea interna a societatii si a sectorului din care face parte cat si de mediul macroeconomic caracteristic (risc politic, de tara, legislativ, de dobanda).

In cazul prezentei emisiuni cel mai mare risc este cel legat de emitent. Lipsa istoricului operational si a informatiilor suficiente despre planul de afaceri si despre modul de implementare a acestuia reprezinta un risc ridicat, acesta fiind principalul risc asumat de investitorii in obligatiuni. Emitentul nu dispune de un rating acordat de o societate specializata.

Riscul de neplata este asigurat de BCR Asigurari. Contractul de asigurare prevede clauze destul de puternice legate de rambursarea dobanzilor catre detinatorii de obligatiuni, dar mai putin solide pentru principal. Dobanzile sunt asigurate prin mecanismul in care banii obtinuti din emisiune sunt transferati intr-un cont de tip escrow, ce trebuie sa contina permanent sumele necesare platii dobanzilor. Banii din contul escrow sunt utilizati numai cu aprobarea reprezentantilor asiguratorului, iar emitentul se obliga sa alimenteze acest cont in mod esalonat pe o perioada de 6 luni inainte de scadenta obligatiunilor cu sumele necesare rambursarii principalului.

Conform clauzelor prezentate in prospect contractul poate fi modificat cu acordul partilor sau reziliat, si include o serie de excluderi. Plata principalului de catre asigurator in locul emitentului se face numai pentru motive legate de "lipsa temporara a disponibilitatilor" din contul emitentului, conform prospectului de emisiune.

Urmatorul risc, in ordinea importantei, este riscul de sector. Piata imobiliara din Romania a cunoscut o crestere si o dezvoltare semnificative in ultimii ani, iar aceasta tendinta este de asteptat sa continue. Totusi, trendul ascendent al pietei, atat din punct de vedere al cresterii valorii activelor cat si a numarului si calitatii acestora, se va opri la un moment dat; acest trend se poate chiar inversa pe anumite perioade, asa cum s-a intamplat si in alte tari din Europa Centrala si de Est.

Celelalte riscuri ce trebuie luate in calcul sunt: riscurile de rata a dobanzii - inasa in acest caz riscul nu este semnificativ, cea mai mare portiune a dobanzii fiind constituita din marja fixa de 7,5%; riscul economic, financiar, legislativ si politic - riscuri generale ce afecteaza intr-o masura mai mare sau mai mica orice emitent si instrument financiar.

Riscul emitentului este cel mai mare risc in cadrul ofertei analizate

Riscul de neplata este asigurat de BCR Asigurari

► Concluzii

Emisiunea de obligatiuni Herastrau Imobiliare Investitii este fara indoiala interesanta. Aceasta ofera investitorilor un acces structurat la piata imobiliara din tara noastra, o piata caracterizata de regula printr-o lipsa de structura (informatii, date centralizate, estimari) si un acces mai putin facil datorat numarului mare de intermediari pe piata imobiliara si a variatiilor mari in calitatea acestora, sumelor de intrare ridicate, lipsei de informatii.

Piata imobiliara este o piata in plina crestere in tara noastra. In medie, investitorii pe aceasta piata au obtinut in mod constant randamente ridicate in ultimii ani, iar aceasta tendinta este asteptata sa continue si pe viitor. Piata poate oferi insa si surprize mai putin placute pe anumite segmente si/sau perioade, iar lipsa de informatii si repere clare, precum si sumele mari de intrare ingreuneaza accesul investitorilor.

Vehiculele investitionale disponibile investitorilor pentru un acces indirect pe piata imobiliara sunt foarte putine. Piata de capital ofera un singur asemenea vehicul, societatea Impact Bucuresti (BVB:IMP) listata la Bursa de Valori Bucuresti, emitent ce a adus investitorilor la bursa un randament mediu anual de 118% in perioada 1996-2004. Din pacate exemplul Impact este singular in randul societatilor listate din tara noastra, pe piata nemaifiind listati si alti emitenti din domeniul imobiliar. Nu exista la acest moment nici un fond deschis de investitii specializat in domeniul imobiliar (situatie determinata in parte si de o serie de restrictii excesive ale Comisiei Nationale a Valorilor Mobiliare in acest domeniu) si nici o alta emisiune de obligatiuni in derulare a unei societati imobiliare.

In acest context, oferta Herastrau Imobiliare Investitii umple un spatiu extrem de gol pe piata de capital din tara noastra. Oferta este interesanta si prin anumiti parametri tehnici, precum distributia simultana prin grup de vanzare si sistemele BVB.

Raportata la randamentele instrumentelor cu venit fix in Euro disponibile in Romania, rata dobanzii obligatiunilor analizate este atragatoare, si ofera o marja suplimentara de 3-7%. De altfel, rata dobanzii acestor obligatiuni este la acest moment comparabila cu cele mai bune rate de dobanda pentru instrumente cu venit fix exprimate in lei, respectiv cele ale obligatiunilor municipale, situate in prezent intre 8 si 10% (cu mentiunea ca obligatiunile Herastrau Imobiliare Investitii asigura si acoperirea riscului valutar).

Principalul parametru ce trebuie analizat in cazul prezentei emisiuni de obligatiuni nu este marimea ratei dobanzii, care, asa cum am vazut, este satisfacatoare daca o analizam separat de alte elemente; oricum, la nivel teoretic si general, domeniul imobiliar poate sustine ratele de dobanda de marimea celor asumate de emitent si platile dobanzilor si principalului. Insa principala intrebare in aceasta oferta este daca rata dobanzii acopera riscurile asumate de investitori.

Consideram ca domeniul de activitate al emitentului este unul cu potential ridicat. Chiar daca exemple din tari invecinate precum Polonia au aratat o crestere accelerata a preturilor si activelor imobiliare, urmata de o scadere, consideram ca varful acestei pietee in Romania nu a fost inca atins, cererea pe cele mai multe clase de active (inclusiv cele vizate de emitent) se mentine mai mare decat oferta, iar aceasta situatie va mai dura cel putin doi ani, durata de viata a obligatiunilor.

Insa riscurile cele mai mari sunt legate de emitent. Faptul ca domeniul de activitate dispune de un potential interesant nu asigura succesul firmelor implicate in domeniu. Herastrau Imobiliare Investitii nu a mai derulat activitate operationala pana in prezent, si utilizeaza emisiunea de obligatiuni pentru finantarea primelor proiecte. In acest context, investitorii nu au la dispozitie date si elemente pentru a analiza performantele istorice ale emitentului si, prin acestea, a prognoza caracteristicile realizarilor viitoare.

Pentru a compensa aceasta situatie (care in sine nu este una anormala, piata de capital oferind posibilitatea si trebuind utilizata de toate tipurile de firme, aflate in diverse stadii de maturitate) emitentul si prospectul sau de emisiune trebuie sa ofere suficiente elemente despre activitatea viitoare.

Din pacate prospectul de emisiune nu convinge in aceasta directie. Acesta nu ofera suficiente elemente legate de planurile de viitor ale emitentului, structura produselor si proiectelor avute in vedere, modul concret de implementare si valorificare a acestora, partenerii avuti in vedere (societati de constructii, imobiliare, de consultanta), locatii, strategii de vanzari; nu se ofera suficiente elemente concrete de diferentiere fata de concurenta, pe o piata pe care aceasta concurenta se intareste in mod constant.

Desigur, in asemenea afaceri exista un echilibru delicat intre necesitatea pastrarii confidentialitatii asupra parametrilor planului de afaceri in vederea evitarii copierii modelului de business, si necesitatea oferirii unor elemente suficiente pentru atragerea investitorilor.

Insa elemente prezentate in prospect includ in cea mai mare parte consideratii generale si nespecifice, aplicabile oricarei societati din domeniul imobiliar. Pentru exemplificare, "elementele cheie determinante pentru atingerea succesului" si prezentate in prospect sunt:

"- Cladiri rezidentiale de calitate care sa asigure comfort si siguranta la preturi competitive cat si spatii comerciale in centre comerciale la standarde internationale.

- Mentinerea unui canal de comunicare permanent deschis intre Herastrau Imobiliare Investitii SA si clientii sai pentru a asigura satisfactia clientilor si o reputatie durabila a Herastrau Imobiliare Investitii SA.

- Marirea portofoliului de cladiri rezidentiale si centre comerciale in acelasi timp cu cresterea nivelului profitului atat pentru Herastrau Imobiliare Investitii SA cat si pentru investitori."

Alte informatii relevante care lipsesc din prospect sunt cele legate de persoanele si firmele implicate in proiect in calitate de actionari, administratori si angajati. In afara Consiliului de Administratie, ce este prezentat sumar numai din punct de vedere juridic, nu exista nici un fel de informatii despre echipa ce va fi implicata in proiect; lipsesc informatii relevante despre actionarii societatii si despre formula complexa de detineri indirecte succesive in capitalul emitentului. Nu exista informatii despre experienta practica si teoretica pe piata imobiliara a persoanelor implicate in proiect. O lipsa importanta sunt proiectiile financiare detaliate pe ani si, eventual, pe scenarii - informatii esentiale in cazul unui proiect nou.

Emitentul a raspuns in mod operativ la solicitarile noastre de informatii, insa raspunsurile primite reprezinta tot consideratii generale, fara tratarea elementelor concrete cerute de noi. Consideram ca intermediarul ofertei si emitentul obligatiunilor ar fi putut depune eforturi mai mari pentru o de-

taliere a acestor elemente.

Un alt element ce trebuie analizat este legat de modul de organizare a afacerii, bazat pe filiale distincte pentru fiecare proiect, ceea ce complica si mai mult analiza operationala si financiara a activitatii emitentului. Ramane de vazut daca raportarea informatiilor financiare se va face in mod centralizat pentru toate structurile implicate, si modul in care profiturile obtinute vor fi transferate de la filiale catre emitent, in vederea efectuarii platilor catre investitori.

Gradul de indatorare (sau efectul de levier) al emitentului in cazul vanzarii tuturor obligatiunilor din oferta este de de 5,98 la 1. Tinand cont de faptul ca o parte din capital este subscris si nevarsat, efectul de levier real in cazul vanzarii tuturor obligatiunilor ar fi de 12,60 la 1 - o valoare relativ ridicata, care, desi nu este neobisnuita pentru proiecte imobiliare, ramane totusi suficient de mare pentru o oferta publica de vanzare de instrumente financiare a unei investitii *greenfield*.

Emitentul isi propune achizitionarea a doua terenuri in etapa initiala, la un cost estimat de 18,8 mil RON, adica 75% din valoarea fondurilor atrase din emisiunea de obligatiuni (am utilizat o medie a parametrilor prezentati in prospect); tinand cont de faptul ca 1,25 mil RON sunt folositi pentru acoperirea costurilor ofertei, o valoare estimata de 4,50 mil RON raman indisponibilizati in contul escrow pentru plata ulterioara a dobanzilor, iar 0,46 mil RON sunt utilizati pentru plata contractului de management cu firma ce actioneaza in calitate de Presedinte al Consiliului de Administratie, rezulta ca oferta este utilizata integral pentru finantarea cumpararii terenurilor, fara a ramane alte fonduri pentru dezvoltarea unor proiecte pe acestea. Pe langa costurile de achizitie a terenurilor, costurile totale estimate de constructie pe durata de viata a obligatiunilor se ridica la 30,36 mil RON conform prospectului de emisiune.

Societatea va utiliza si fondurile proprii pentru implementarea proiectelor, ce se ridica deocamdata la un nivel de numai 2,05 mil ROL (capital social subscris si varsat); prospectul mentioneaza o strategie de majorare continua a capitalului social, insa modul de implementare a acesteia ramane de urmarit pe viitor. O alta sursa de fonduri sunt cele generate de vanzarea anticipata de apartamente, inainte de finalizare. La preturile estimate in proiect, emitentul trebuie sa vanda in urmatorii doi ani cel putin 25% din suprafata construita pentru a acoperi integral costurile de constructie - o perspectiva fezabila cel putin la nivel teoretic. Emitentul poate apela si la credite utilizand terenurile cumparate drept garantie, insa aceasta va duce la o crestere suplimentara a gradului de indatorare.

Investitorii trebuie sa ia in considerare si riscul neincheierii cu succes a ofertei publice si/sau al listarii. Singura oferta publica de vanzare de instrumente financiare pentru finantarea unei afaceri noi din ultimii ani din tara noastra a fost derulata de Apa Staretului si, datorita unor elemente ce includeau o prezentare insuficient de detaliata a afacerii, prognozelor si persoanelor implicate, aceasta nu s-a incheiat cu succes.

Criteriul succesului in oferta Herastrau Imobiliare Investitii este foarte usor de indeplinit, acesta legandu-se numai de un numar minim de investitori (50) si nu de o valoare minima atrasa in oferta. Insa un nivel insuficient al sumelor atrase poate introduce factori de risc suplimentari in derularea

planului de afaceri al emitentului, care s-ar vedea nevoit sa isi restranga planurile sau sa caute surse suplimentare de finantare.

Putem lua in calcul faptul ca intermediarul ofertei, CA IB Securities, societate apartinand unui grup bancar, conteaza deja pe o serie de investitori mari care sa participe la oferta, asigurand astfel succesul acesteia; un calcul similar pentru oferta Apa Staretului, intermediata tot de reprezentantul unui grup bancar, s-a dovedit a fi neconfirmat in practica, prin neincheierea cu succes a ofertei respective.

In concluzie oferta Herastrau Imobiliare Investitii reprezinta fara indoiala un eveniment interesant pe piata de capital din tara noastra. Societatea intentioneaza sa se lanseze intr-un domeniu foarte cautat, apreciat si cu potential din tara noastra, oferind o modalitate indirecta de intrare pe piata imobiliara pentru categorii mai largi si mai diverse de investitori decat cei traditionali pe aceasta piata.

Din pacate prospectul de emisiune al ofertei nu ofera suficiente informatii si elemente pentru a putea estima succesul acestei afaceri cu un nivel rezonabil de acuratete. Desi randamentul obligatiunilor este atragator, asiguratorul si intermediarul ofera garantii indirecte prin reputatie, iar durata de viata redusa a obligatiunilor confera un anumit grad de confort, totusi riscurile ofertei sunt mari, iar acestea sunt ridicate in mod suplimentar si nejustificat prin prezentarea unui prospect de emisiune incomplet.

RECOMANDARE:

Abtinere de la cumparare

In acest context consideram ca oferta se adreseaza in mod real numai unei categorii mai restranse de investitori, cu o toleranta ridicata la risc. Recomandam abtinerea de la investitie pentru investitorul tipic, ce vizeaza meninerea unui nivel de risc mediu pentru investitiile asumate. Intrucat emitentul intentioneaza lansarea unor emisiuni viitoare de obligatiuni, istoricul creat prin indeplinirea obligatiilor asumate in emisiunea curenta poate reprezenta un indicator pentru posibilitatea unor investitii in emisiuni viitoare.

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.

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.

Anexa: Interviu in exclusivitate cu Domnul Janos Miklos Kokor, Presedinte al Herastrau Imobiliare Investitii SA

Kmarket.ro: *Intrucat Herastrau Imobiliare Investitii SA este o societate noua, fara un istoric operational de activitate va invitam sa ne transmiteti o serie de elemente suplimentare legate de : tipurile si caracteristicile proiectelor avute in vedere si planurile de valorificare a acestora; partenerii atrasi in dezvoltarea si valorificarea acestor proiecte (societati de constructii, societati imobiliare, societati de consultanta). La cat timp dupa inchierea emisiunii estimati ca investitorii vor dispune de informatii concrete cu privire la cele 2 proiecte avute acum in vedere?*

Herastrau Imobiliare Investitii SA: Aceasta emisiune este o premiera pentru Romania din mai multe puncte de vedere:

- Este prima emisiune de obligatiuni a unei companii "Greenfield" ce nu vine cu o lunga lista de datorii si litigii in spate. Este un lucru foarte important, mai ales pentru o companie in domeniul investitiilor Imobiliare, unde increderea clientului valoreaza foarte mult;
- Este prima emisiune publica de obligatiuni care se face dupa modificarea regulamentelor CNVM, si anume dupa intrarea in vigoare a Regulamentului 13/2004, care a impus o structura cu totul diferita a Prospectului de Emisiune
- Desi noile regulamente nu mai impun garantarea emisiunilor de obligatiuni, societatea noastra a considerat ca este in avantajul investitorilor sa le asigure o garantie a emisiunii si a incheiat cu BCR Asigurari SA, una dintre cele mai puternice societati de Asigurari de pe piata, un Contract de Asigurare care acopera atat valoarea principalului imprumutului obligatar cat si dobanzile ce trebuiesc platite detinatorilor de obligatiuni. In spiritul toatalei transparente promovate de societatea noastra, in Prospectul de emisiune a fost publicat in extensor Contractul de Asigurare, lucru care nu a mai fost facut la nici o alta emisiune de obligatiuni.

Principalul scop al Herastrau Imobiliare Investitii SA va fi realizarea unor produse de calitate, lucru posibil cu ajutorul unor contractori cu reputatie in domeniul constructiilor si arhitecturii, precum si prin utilizarea de tehnologii de ultima ora ce vor permite realizarea proiectelor propuse la cele mai inalte standarde.

Clasa de mijloc a societatii constituie segmentul de piata cu cel mai mare potential. Chiar si in conditiile in care competitia este destul de mare, cererea depaseste cu mult capacitatea constructorilor de a acoperi nevoile pietei.

Primul segment de clienti avut in vedere de companie, include clientii – persoane fizice sau juridice – romane sau straine – interesate in achizitionarea de apartamente executate la standarde internationale situate in zone rezidentiale in Bucuresti si in alte trei orase importante ale Romaniei.

Estimarile din piata arata ca acest segment este in crestere iar oferta pietei nu acopera inca cererea. Acest segment este deosebit de atractiv deoarece

cea mai mare parte a ofertei de apartamente existente la ora actuala nu ofera cumparatorilor calitatea pe care standardele internationale o cer. Principalele tipuri de investitii ce vor fi realizate de Herastrau Imobiliare Investitii SA: achizitia de terenuri/cladiri si constructia de cladiri rezidentiale compuse din apartamente; achizitia de terenuri ca punct de plecare pentru relatiile cu clientii din sectorul comercial; participarea la licitatii pentru dezvoltarea unor zone cu inalt potential comercial.

Aliante strategice

Compania va avea parteneri puternici: firme de constructie pentru a dezvolta proiectele precum si consultanti in arhitectura pentru a o asista in planurile si designul cladirilor. Parteneriatul cu diferite banci si cu o firma de avocatura va fi deasemena un factor cheie in procesul de dezvoltare al companiei.

De altfel si daca observati partenerii companiei in realizarea emisiunii de obligatiuni, puteti usor remarca faptul ca sunt societati de prim rang pe piata romaneasca: auditorul societatii este KPMG, asiguratorul este BCR Asigurari, intermediarul ofertei este CAIB iar grupul de vanzare si Agentul de Plata este Banca HVB.

Acelasi trend in ceea ce priveste forta partenerilor este urmat si in ceea ce priveste dezvoltarea proiectelor, incepand cu bank-engineering-ul, proiect managementul, arhitectul si constructorul. Nu vom face nici un rabat de la calitate in favoarea cantitatii.

Pe fondul unei cresteri economice, principalele banci romanesti si-au manifestat interesul in dezvoltarea pietei imobiliare. In viitor studiem si posibilitatea furnizarii finantarii clientilor nostri, prin participarea la o societate de credit ipotecar, deoarece chiar daca potentialul de piata ipotecara este ridicat, creditele ipotecare din Romania reprezintau 1% din PIB in 2003 (sursa: INS) si 4% in 2004-2005, fata de 46%, cat este media in Uniunea Europeana. Printre tarile din sud-estul Europei, Romania inregistreaza o pozitie scazuta.

Succesul de care se va bucura emisiunea de obligatiuni desfasurata in aceasta perioada de societate este determinanta pentru stabilirea marimii proiectului derulat de HII pe piata bucuresteană. In acest moment, datorita prevederilor contractuale agreeate cu partenerii nostri si a confidentialitatii unor date, nu va putem da informatii concrete despre proiectele societatii dar acestea vor fi disponibile in foarte scurt timp de la inchiderea ofertei deoarece demararea proiectelor a fost facuta aproape imediat dupa infiintarea societatii. Au fost analizate pana acum peste 200 de oferte de terenuri din care au fost retinute cateva promitatoare la care s-a efectuat o temeinica analiza juridica si urbanist-arhitectonica. Din aceste cateva se vor alege, in momentul in care emisiunea de obligatiuni va fi finalizata, cele la care va incepe constructia.

Achizitionarea terenurilor este urmata de faza de proiectare, a carei finalizare este preconizata la un termen de maximum 10 luni de la data emisiunii de obligatiuni, etapa incepand cu care societatea planifica inregistrarea chiar a primelor sume reprezentand avansuri incasate. Obtinerea autorizatiilor este urmata de faza de constructie, termenul de finalizare a proiectelor incadrandu-se in 18-21 luni calculate de la data

finalizarii emisiunii de obligatiuni.

Kmarket.ro: *Care va fi momentul in care societatea va incepe sa genereze venituri, conform estimarilor Dumneavoastra ?*

Herastrau Imobiliare Investitii SA: Puteti consulta si Capitolul 9 din Prospectul de Emisiune privind Previzunile Emitentului.

Kmarket.ro: *Obligatiunile se emit pe un termen destul de scurt. Considerati ca in doi ani societatea va genera suficiente venituri pentru rambursarea principalului obligatar? Care vor fi sursele de plata a primului cupon, in primavara anului viitor?*

Herastrau Imobiliare Investitii SA: Intr-adevar obligatiunile se emit pe un termen scurt. Dar acest termen scurt este dat tocmai de faptul ca strategia firmei vizeaza un ritm rapid de constructie si vanzare a apartamentelor (estimam ca min.35% din apartamente se vor vinde in stadiul de proiect. Vorbind aici de o suprafata de min 5.000 mp care se vor vinde in acest stadiu la un pret mediu de 1.300-1.400 EUR/mp se poate vedea faptul ca se va asigura un cash-flow suficient de mare.)

In privinta platii primului cupon, daca analizati continutul contractului de asigurare (disponibil in Prospect) veti vedea ca inca de la inceput se indisponibilizeaza intr-un cont escrow sumele destinate platii tuturor celor 3 cupoane. Din acest cont banii se pot retrage numai cu acceptul BCR Asigurari SA si numai pentru plata cuponului asa ca exista o garantie de 100% in cash asupra platii cupoanelor.

Kmarket.ro: *Veti mai apela la aceasta modalitate de finantare si in viitor? Considerati si o posibila listare a actiunilor firmei pe piata de capital?*

Herastrau Imobiliare Investitii SA: In functie de succesul primei emisiuni de obligatiuni, actionarii Herastrau Imobiliare Investitii SA au luat in considerare posibilitatea unor emisiuni subsecvente de obligatiuni, implicand si posibilitatea listarii societatii la BVB si a unei eventuale oferte publice de actiuni.

Kmarket.ro: *Tinand cont de lipsa istoricului operational al activitatii, experienta, realizarile si calificarile persoanelor implicate in proiect sunt importante pentru potentialii investitori. Va rugam sa ne transmiteti mai multe informatii despre persoana fizica - detinatorul final indirect al actiunilor firmei, despre membrii Consiliului de Administratie si despre societatile comerciale actionare directe si indirecte in Herastrau Imobiliare Investitii SA.*

Herastrau Imobiliare Investitii SA: Datele relevante despre actionarii si conducerea firmei sunt disponibile in Prospectul de Emisiune. Este demn de mentionat ca actionarul principal (Engelhorn SA Holding) este o prezenta activa pe piata farmaceutica europeana, avand interese in 7 tari din Europa Centrala si de Est. Actionarii Engelhorn SA Holding au decis ca toate profiturile obtinute in urma activitatii pe piata farmaceutica europeana sa fie reinvestite in Romania in compania Herastrau Imobiliare Investitii SA, prin majorari succesive de capital si prin finantari.