

Alumil Rom Industry

Oferta publica initiala – 8 - 18 decembrie 2006

1. Caracteristici oferta:

- **numar actiuni** oferite spre vanzare: 6,250,000 actiuni
- **pret** 4.6 RON/actiune
- **valoarea totala** a ofertei : 28,75 mln RON (8.2 mln EUR)
- **procent** oferit spre subscriere : 20% din capitalul post-oferta
- **valoarea totala a companiei** la pret de subscriere: 143.75 mln RON (41.2 mln EUR).
- **destinatia fondurilor din IPO:** program investitional 2007 – 2009, concretizat in relocarea productiei la Filipesti intr-un centru logistic, cresterea capacitatii de productie cu 50% si extinderea retelei de distributie la nivel national

2. Alumil Rom Industry – lider in Romania pe piata profilelor din aluminiu

- filiala a grupului grec Alumil Mylonas care detine 69.88% din entitatea din Romania; grupul international are afaceri de 220 milioane EUR anual, iar operatiunile din Balcani contribuie cu circa 35% in total.
- Alumil Rom a avut in 2005 o cifra de afaceri de 23 milioane EUR, detinand in Romania o cota de 36.6% pe piata profilelor din aluminiu.
- materia prima este provenita dinspre societatea-mama in baza unor contracte multianuale de livrare a aluminiului; socul pe costuri indus de cresterea pretului la aluminiu incepand cu anul 2005 a fost absorbit de catre Alumil; efectul asupra marjei EBITDA a fost in sensul diminuarii cu 4pp. anul trecut.
- perspectivele de crestere a cifrei de afaceri pe termen mediu si lung sunt corelate cu cresterea pietei constructiilor – rezidentiale, spatii de birouri; productia cantitativa a Alumil este preconizata sa creasca in ritmuri de 5 – 10% in urmatoorii 4 ani
- profilele alternative sunt cele din PVC, mai ieftine si care ocupa 69.1% din piata, 29.3% revenind profilelor din aluminiu, iar restul altor tipuri

mln EUR	2003	2004	2005	2006e
Cifra de afaceri	15.3	18.7	23.0	26.8
<i>crestere an/an</i>		<i>22%</i>	<i>23%</i>	<i>17%</i>
EBITDA	4.1	4.3	4.3	4.9
<i>marja EBITDA</i>	<i>26.6%</i>	<i>22.7%</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.2%</i>
EBIT	3.6	3.6	3.7	4.2
<i>marja EBIT</i>	<i>23.4%</i>	<i>19.4%</i>	<i>16.0%</i>	<i>15.7%</i>
Profit net	2.5	3.6	3.4	3.7
<i>marja profit net</i>	<i>16.4%</i>	<i>19.4%</i>	<i>14.7%</i>	<i>13.6%</i>

Sursa: Prospect; 2006 - informatii companie

Indicatori de evaluare

Pret (RON)*	Capitalizare (mln EUR)	P/E 05	P/Cifra de afaceri 05	P/E 06e	P/Cifra de afaceri 06e
4.6	41.2	12.1	1.8	11.1	1.5

Sursa: Vanguard Research

* specificat in oferta

3. Prezentare oferta

In perioada 8 – 18 decembrie 2006 se deruleaza oferta publica initiala a Alumil Rom Industry, prin care se intentioneaza majorarea capitalului cu 8.2 milioane EUR pentru finantarea relocarii si majorarii capacitatii de productie la Filipesti si pentru extinderea distributiei. Dimensiunea valorica plaseaza acest IPO in Top 5 al celor mai mari lansate pe piata romaneasca, oferta putand fi tinta atat pentru investitorii de retail cat si pentru cei instititionali.

Sunt oferite spre subscriere 6,250,000 actiuni la pretul de 4.6 RON, blocul minim de subscriere fiind 50 actiuni. Subscrierile se pot efectua prin reseaua Alpha Bank, la sediile Grupului de Distributie precizat in Prospect si la sediile oricarui SSIF - intermediar autorizat. Metoda de alocare in caz de suprasubscriere este *pro-rata*.

<i>Structura actionariat</i>	<i>ante-oferta</i>	<i>post-oferta</i>
Alumil SA (Grecia)	69.88%	55.90%
M. Sotiriou	29.94%	23.95%
Management si salariati	0.18%	0.15%
Public	-	20%

Sursa: informatii emitent

Actionarii principali Alumil Mylonas (69.9%) si Michail Sotiriou (29.9%) au un angajament de a nu vinde din actiunile detinute la momentul inchiderii ofertei pe o perioada de 6 luni.

Alumil Rom Industry – prezentare companie

1. Piata tamplariei termoizolante din Romania

Studiul anual desfasurat de Neomar Consulting pe piata tamplariei termoizolante a relevat in luna mai 2006 urmatoarele elemente:

- jucatorii chestionati au in medie o asteptare de crestere de 27.4% a pietei tamplariei termoizolante (PVC si aluminiu) in 2006 fata de 2005;

- piata incepe sa se cristalizeze pe ambele segmente: desi exista peste 40 de marci profile PVC si mai mult de 20 de marci profile din aluminiu, notorietatea brandurilor incepe sa conteze din ce in ce mai mult, iar concentrarea face ca 7 branduri PVC sa detina 2/3 din piata, iar 5 branduri aluminiu sa detina 3/4 din piata;

- in ultimii ani profilele aluminiu au pierdut cota in fata celor PVC din motivul de pret. In 2005 s-a consemnat o reducere de 3pp. a ponderii profilelor din aluminiu (de la 32% la 29%), viteza de crestere in termeni cantitativi pentru acest segment de piata fiind de 5.2%: de la 8510 tone in 2004 la 8952 tone anul trecut

Pe segmentul profilelor din aluminiu, societatea Alumil detinea in 2005 o cota de 36.6% fata de 33.6% in 2004. Urmatorul clasat este Balkan/ Profil Co, avand 17.7% din piata.

2. Grupul Alumil Milonas (Grecia)

Grupul Alumil Milonas joaca un rol important pe piata profilelor din aluminiu din Sud-Estul Europei, majorandu-si constant volumele livrate. Expansiunea pe pietele din Balcani, dar si din Egipt si regiunea Golfului au condus la un plus de vanzari de 25% la Q3'06 an/an si la o crestere de 88% a profitului net.

Astfel, cifra de afaceri a grupului a ajuns dupa trei trimestre la 172.8 mln EUR, iar profitul net a fost de 10.3 mln EUR.

In privinta ratelor de profit, se constata ca in perioade de stabilitate a pretului aluminiului profitul net se situeaza la 6-8% fata de cifra de afaceri, iar in perioade de soc pe latura costurilor (exemplu anul 2005), aceasta poate cobori spre 3-4%.

Miza grupului pe regiunea balcanica este un factor decisiv in cresterea globala a afacerii. Pietele din Romania, Bulgaria Turcia si Serbia contribuie cu 35-38% la volumul total al vanzarilor, iar ponderea acestor pietee este preconizata sa creasca pe termen mediu.

Alumil este cotate dupa marime intre primele grupuri private la nivel european, dezvoltand capacitati de productie si retele de distributie pentru produse adresabile uzului arhitectural si industrial, constructiei de nave, transportului, etc. Grupul are 25 de subsidiare dintre care 19 in Europa, Africa si Orientul Mijlociu

Date financiare Alumil Group (Grecia)

<i>mln EUR</i>	2004	2005	9M'05	9M'06
Cifra de afaceri	179,689	189,445	138,253	172,786
Profit aferent vanzarilor	53,090	52,255	35,059	41,243
<i>Marja profit aferent vanzarilor</i>	<i>29.5%</i>	<i>27.6%</i>	<i>25.4%</i>	<i>23.9%</i>
EBITDA	31,753	30,770	25,704	31,402
<i>Marja EBITDA</i>	<i>17.7%</i>	<i>16.2%</i>	<i>18.6%</i>	<i>18.2%</i>
EBIT	21,804	17,814	14,140	20,249
<i>Marja EBIT</i>	<i>12.1%</i>	<i>9.4%</i>	<i>10.2%</i>	<i>11.7%</i>
Profit net	13,451	6,150	5,456	10,274
<i>Marja Profit net</i>	<i>7.5%</i>	<i>3.2%</i>	<i>3.9%</i>	<i>5.9%</i>

3. Activitate Alumil Rom Industry

Alumil Rom Industry S.A. comercializeaza o gama variata de sisteme de profile din aluminiu, accesorii aferente acestor sisteme, masini-unelte si scule specializate utilizate in timplaria din aluminiu, usi de interior si paneluri ornamentale din aluminiu pentru usi de exterior

Divizia din Romania contribuie cu 10% la afacerile grupului, realizand preponderent doua categorii de produse: profile din aluminiu (2/3 din vanzari) si accesorii (23.7%). Alumil Group a decis sa atraga resurse prin aceasta oferta publica initiala, chiar de pe piata unde rata de crestere a activitatii este peste media grupului.

In strategia sa de expansiune, Alumil Rom tinteste noi segmente si pietee in Romania si la nivel international, avand drept obiective cheie:

- mentinerea pozitiei de lider pe piata domestica, sustinand cresterea in vanzari si la nivel calitativa. Cresterea este focusata pe realizarea unor produse inovative, certificate international, iar in paralel pe expansiunea retelei de distributie.
- dezvoltarea productiei de folii policarbonate, de produse complementare si accesorii (economie de energie, protectie solara)
- dezvoltarea cooperarii cu furnizori de talie mondiala si parteneri (grupuri de constructii, Porsche Design Centre etc.)
- cresterea prezentei pe piata din Republica Moldova.

Organizarea Alumil Rom Industry SA:

Alumil Rom Industry si-a extins in ultimii ani reseaua de distributie pe intregul teritoriu al Romaniei, compania avand puncte proprii de distributie in Alba-Iulia, Bacau, Baia-Mare, Bistrita, Brasov, Buzau, Cluj-Napoca, Constanta, Craiova, Focsani, Galati, Iasi, Ploiesti, Pitesti, Ramnicu-Valcea, Sibiu, Slatina, Suceava, Targu-Mures, Targu-Jiu, Timisoara. Sediile din Bucuresti, Timisoara, Cluj, Brasov si Galati sunt proprietatea firmei, restul fiind inchiriate.

Compania detine 100% din filiala Alumil Extrusion SRL cu sediul in Filipestii de Padure. Prospectul de oferta cuprinde datele consolidate, ceea ce ofera o imagine de ansamblu a emitentului. De mentionat ca prin filiala lor este realizata extrudarea aluminiului, iesirile din Alumil Extrusion SRL regasindu-se sub forma costului cu materii prime in cadrul Alumil Rom Industry unde se definitiveaza produsele.

Cat priveste dependenta fata de grupul-mama, aceasta este de peste 90%. Conform declaratiilor reprezentantilor emitentului, contractele cu grupul sunt construite astfel incat intrarea materiei prime se face la pret de „commodity”, usor inferior unui pret „de piata”, in sensul ca nu inglobeaza valoarea adaugata rezultata din cercetarea si imbunatatirile tehnologice realizate in Grecia. Practic, grupul prefera sa realizeze profitul in Romania, de care sa beneficieze ulterior sub forma de dividende.

Rezultate financiare si perspective

Urmarind volumul fizic in tone realizat de companie, observam o crestere de la an la an, in corelatie cu trendul general al activitatii de constructii din economie.

Primul semestru 2006 a consemnat o cifra de afaceri de 35.95 mln RON, in crestere de 11.6% in lei an/an, iar conform informatiilor comunicate de emitent, pentru intregul an se asteapta o cifra de afaceri de 94.6 mln RON (+11.9% in lei)

	2003	2004	2005	2006 H1
Profile aluminiu (t)	2369.7	2859.3	3276.4	
variatie an/an		20.7%	14.6%	
Vanzari totale (mln RON)	62.93	73.56	82.50	35.95
		16.9%	12.2%	11.6%

Sursa: Prospect Oferta

Activitatea de vanzari prezinta o puternica sezonabilitate, repartizarea cifrei de afaceri intre semestre fiind in general: sub 40% in primele 6 luni si peste 60% in a doua jumatate a anului. Lunile octombrie si noiembrie sunt luni de varf privind cifra de afaceri.

Estimarile companiei privind cresterea volumului fizic al vanzarilor de profile aluminiu sunt : in 2006 si 2007 peste 5%, in 2008 peste 7%, iar in 2009 o crestere anuala de peste 10%. Consideram aceste ritmuri de crestere a productiei fizice ca fiind relevante pentru intreaga activitate a Alumil.

In perioada 2006 – 2009 Alumil Rom Industry deruleaza un program investitional de 7 milioane EUR care sa permita atingerea obiectivelor strategice pentru piata romaneasca. Componentele programului:

- a) la Filipestii de Padure:
 - un centru logistic de 10.000 mp, investitie in valoare de de 3 milioane EUR
 - relocarea productiei de la Bucuresti la Filipesti si majorarea capacitatii de productie la 9.000 tone/an (+50%), ceea ce va permite economii de scala; investitia va fi de 1 mln EUR.
 - Investitii in instalatii speciale, echipamente si software (1 mln EUR)
- b) la nivel national:
 - noi depozite si extinderea retelei actuale de depozitare.

Relocarea productiei provine atat din nevoia de optimizare a fluxurilor cat si ca urmare a intrarii in vigoare a normelor europene de mediu care vor obliga mutarea productiei din interiorul oraselor. Nu este inca definita o modalitate de valorificare imediata a spatiului din Bucuresti situat in Calea Rahovei.

In proiectiile realizate de noi privind rezultatele financiare in EUR am luat in calcul urmatoarele elemente:

- ritmul de crestere al productiei fizice preconizat de companie;

- o creștere a pretului mediu în EUR pentru produsele realizate de societate de 4%/an;
- menținerea marjelor de profit în jurul nivelurilor estimate de companie pentru 2006. Atât emitentul, cât și grupul din care face parte, au arătat capacitatea de a absorbi socurile pe costuri provenite din pretul aluminiului, astfel încât profitabilitatea să nu fie afectată semnificativ

Date financiare și proiecții – Alumil Rom Industry

<i>mln EUR</i>	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Cifra de afaceri	15.3	18.7	23.0	26.8	29.5	33.2	38.3	43.0
<i>creștere an/an</i>		22%	23%	17%	10%	12%	15%	12%
EBITDA	4.1	4.3	4.3	4.9	5.3	6.1	6.8	7.8
<i>Marja EBITDA</i>	26.6%	22.7%	18.8%	18.2%	18.0%	18.3%	17.8%	18.2%
EBIT (Profit expl)	3.6	3.6	3.7	4.2	4.6	5.2	5.9	6.8
<i>Marja EBIT</i>	23.4%	19.4%	16.0%	15.7%	15.5%	15.8%	15.3%	15.7%
Profit net	2.5	3.6	3.4	3.7	4.0	4.5	5.1	5.9
<i>Marja profit net</i>	16.4%	19.4%	14.7%	13.6%	13.4%	13.7%	13.2%	13.6%

Sursa: informații emitent, 2007 – 2010 estimări Vanguard

4. Evaluare Alumil Rom Industry

a) Metoda multiplilor

Pentru comparația multiplilor de evaluare, am ales companii care preponderent au același profil (profile aluminiu, sisteme aluminiu), sunt în economii medii - dezvoltate și pentru care am avut disponibile informații cel puțin privind perspectivele pentru 2006.

- primul reper este dat de compania-mamă, grupul Alumil Milonas. După cum se va observa mai jos, indicatorii calculați pe rezultatele estimate 2006 sunt relativ reduși, pretul parând a nu reacționa în totalitate la îmbunătățirea profitabilității în acest an: *P/E 06e* de 7.6 și *P/Sales 06e* de numai 0.38;

- celălalt termen de comparație ales este grupul Kety din Polonia, de o dimensiune mai mare decât Alumil Group; Kety a achiziționat o altă companie de pe piața locală, majorându-și astfel vânzarile anul acesta cu peste 35%. Facând abstracție de acest eveniment, se apreciază că ritmul de creștere organică a grupului este între 8-10%.

	<i>P/E05</i>	<i>P/E06e</i>	<i>P/S05</i>	<i>P/S06e</i>	<i>EV/EBITDA05</i>	<i>EV/EBITDA06e</i>	<i>creștere vânzări (%)</i>
Alumil Group	14.2	7.6	0.46	0.38	11.5	13.2	5 – 25%
Kety Group (Polonia)	23.4	19.8	2.53	1.74	15.5	11.8	8 – 10% *
<i>Media</i>	18.8	13.7	1.50	1.06	13.5	12.5	
Alumil Rom Industry	12.1	11.1	1.79	1.54	12.5	11.0	10-15%
<i>-/+ față de medie (%)</i>	-36%	-19%	20%	45%	-7%	-12%	

*Sursa: info companii, estimări Vanguard; *KBC Securities*

Putem constata că cel mai omogen indicator este EV/EBITDA, care ia în calcul și gradul de îndatorare al companiilor, iar acest multiplu îl vom considera cel mai relevant multiplu. Prin prisma

acestui indicator, valoarea întreprinderii Alumil dedusa din pretul de oferta ar fi ușor subevaluata cu 12% fata de companiile considerate drept referinta.

	mIn EUR
EBITDA 2006e	4.9
EV tinta (EV/EBITDA = 12.5)	61.3
Capitalizare tinta	48.7
<i>pret/actiune (EUR)</i>	<i>1.56</i>
<i>pret/actiune (RON)</i>	<i>5.44</i>
<i>potential ascendent</i>	<i>+18%</i>

Sursa: Vanguard Research

Asadar prin metoda multiplilor, considerand relevant un *EV/EBITDA06e* de 12.5, pretul pe actiune tinta este de 5.44 RON, nivel care pastreaza un potential de +18% fata de pretul de oferta.

b) Metoda "Discounted Cash-Flows"

Cealalta abordare pe care o propunem pentru a ajunge la un nivel tinta al pretului unei actiuni Alumil este DCF. Pornind de la proiectiile contului de profit si pierdere considerate mai sus, adaugam urmatoarele ipoteze suplimentare:

- pe termen mediu, respectiv anii 2007 – 2010, raportul intre cash-flow-ul operational si vanzari va oscila in jurul nivelului de 9%, cu o anumita volatilitate data de posibile oscilatii puternice ale pretului aluminiului. Procentul mediu de 9% este similar cu cel observabil in cazul societatii-mama in ultimii ani.
- rata de crestere pe termen lung a business-ului, dupa anul 2010, o presupunem a fi 3%;
- proportia datoriei vs. capitaluri proprii va deveni dupa oferta 50% vs. 50%; pornind de la o rentabilitate a capitalului ceruta de actionari $k = 15\%$ si un cost al datoriei estimat la 2% (o mare parte a datoriilor este catre furnizori, la cost aproape zero), rezulta un WACC de 7.8%;

Pentru $K = 15\%$ pretul tinta rezultat este 5.08 RON, respectiv un potential de +10% fata de cel din oferta

	mIn EUR
EV	58.0
Datorie neta	-12.6
Capitalizare tinta	45.4
<i>pret/actiune (EUR)</i>	<i>1.45</i>
<i>pret/actiune (RON)</i>	<i>5.08</i>

Sursa: estimari Vanguard Research

Prin analiza de sensibilitate, observam oscilatia pretului tinta la diferite valori ale rentabilitatii cerute:

	pret EUR/act	pret RON/act	potential (%)
<i>k = 14%</i>	<i>1.66</i>	<i>5.82</i>	<i>26%</i>
<i>k = 15%</i>	<i>1.45</i>	<i>5.08</i>	<i>10%</i>
<i>k = 16%</i>	<i>1.28</i>	<i>4.47</i>	<i>-3%</i>

Sursa: Vanguard Research

Concluzie si recomandare

Prin cele doua metode am estimat o valoare teoretica a actiunii situata in intervalul **5.08 – 5.44 RON**, corespunzator unui potential de **+10 – 18%** fata de pretul de oferta. Mentionam ca proiectiile noastre privind cresterea cifrei de afaceri a Alumil Rom Industry in urmatorii ani sunt mai degraba conservatoare, emitentul indicand ca foarte probabil un plus de 15% anual la nivelul cifrei de afaceri in 2007.

Recomandarea noastra este pentru **Subscrierea** in IPO, la pretul de 4.6 RON.

NOTA: Acest material are un scop informativ. Vanguard SA nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor informatii. Datele utilizate pentru redactarea materialului au fost obtinute din surse considerate de noi a fi de incredere, insa nu putem garanta corectitudinea si completitudinea lor. Vanguard SA ar putea detine in diferite momente valori mobiliare la care se face referire in acest material sau ar putea actiona ca formator de piata pentru acestea.

VANGUARD S.A.

Departamentul de Analiza
research@vanguard.ro

Cristian Tudorescu ctudorescu@vanguard.ro
Mihai Frunza mfrunza@vanguard.ro