ing. ec. Turcaş Florin Marius

Evaluator acreditat ANEVAR, expert EI, MAA
Evaluator autorizat ANEVAR EI, EPI, EIF, VE
Expert tehnic judiciar evaluarea proprietăţii imobiliare

Arad 310045, Doja 62
tel: +4 0723634593
e-mail: turcasflo@gmail.com
fax: 0372251148

Raport de evaluare acţiuni

Activul evaluat: SEF Petroforest SA în insolvenţă - SEPE

Evaluator: Turcaş Florin Marius, evaluator acreditat ANEVAR

Scopul evaluării: Stabilirea valorii acţiunilor pentru retragerea din societate în baza Legii 151/2014

Tipul evaluării: Valoarea de piaţă a participaţiilor minoritare

Martie 2015

1. Raportarea evaluării

Prezentul raport de evaluare a fost întocmit în baza unui contract semnat între evaluator şi solicitantul evaluării, utilizând metodele generale prevăzute de Standardele ANEVAR 2014[1], (bazate pe Standardele Internaţionale de Evaluare, ediţia 2013[2]), precum şi de Standardele Internaţionale de Raportare Financiară[3], actualizate.

a. Scopul evaluării este stabilirea valorii acţiunilor, în vederea răscumpărării de la acţionarii care solicită aplicarea art. 4 din Legea 151/2014. Evaluarea este destinată numai scopului şi utilizatorilor menţionaţi direct, orice distribuire către terţi sau publicare fiind restricţionate şi condiţionate de acordul scris al evaluatorului.

b. Solicitantul este SEF Petroforest SA, societate aflată în procedura de insolvenţă, listată pe piaţa Rasdaq sub ticker-ul **SEPE,** în calitate de emitent. Utilizatorii evaluării sunt: emitentul acţiunilor care va răscumpăra acţiunile şi acţionarii societăţii evaluate care vor dori să-şi vândă deţinerile.

c. Evaluatorul este Turcaş Florin Marius, MAA. Expertul oferă o evaluare obiectivă şi imparţială şi este competent să efectueze lucrarea.

d. Raportul de evaluare poate fi consultat la sediul emitentului de acţionarii care figurează la data de înregistrare în Registrul Acţionarilor.

e. Data evaluării este 20.03.2015, fiind data la care se aplică opinia asupra valorii. Situaţiile financiare utilizate sunt cele elaborate de societate la 31.01.2015. Lucrarea a fost revizuită şi completată la data de 15.12.2015.

f. Investigaţiile au cuprins întreaga companie, evaluatorul efectuând o inspecţie personală a activului. Nu au fost utilizate ipoteze speciale. Ipotezele suplimentare, precum şi limitările investigaţiilor sunt detaliate pe parcursul lucrării. Principalele informaţii despre activ au fost furnizate de conducerea societăţii. Evaluatorul a utilizat date de piaţă provenite din surse publice, private şi/sau studii proprii.

g. Au fost explorate toate abordările menţionate de standarde. Reconcilierea valorilor şi concluzia asupra valorii finale s-au realizat pe baza raţionamentului profesional al evaluatorului, în conformitate cu art. 134 din Legea nr. 31/90 privind societăţile comerciale, republicată şi actualizată.

Număr acţiuni		**28,668,041**			
Valori evaluate		**Total [lei]**	**Unitar [lei/acţiune]**	**Obs.**	
Val. Nominală		27,234,639	0.9500		
Val. Contabilă		33,476,032	1.1677	31/01/15	
Abordarea prin multiplicatorul P/BV	0.90 †	30,128,429	1.0509	31/01/15	
Activ net corectat (ANC)		**57,790,539**	**2.0159**	**31/01/15**	
Capitalizare bursieră (valoare de piaţă curentă)	Rasdaq	2,580,124	0.0900		
Best BID	Rasdaq	286,680	0.0100	20/03/15	
Max ASK	Rasdaq	22,647,752	0.7900		
Medie tranzacţionare ultimele 6 luni (6M)	**Rasdaq**	**2,164,214**	**0.0755**	**23/09/14**	**19/03/15**
Valoarea finală propusă		**29,977,377**	**1.05**	**Medie (ANC;medie 6M)**	
Data multiplicatori †	1/21/2015				
† http://www2.bvb.ro/IndicesAndIndicators/Indicators.aspx?s=&t=0&m=&d=1/21/2015&tab=1					

h. Valoarea propusă este valoarea de piaţă a participaţiilor minoritare; acest tip de valoare este în concordanţă cu scopul evaluării. **Valoarea finală a rezultat din media abordărilor prin cost şi prin comparaţia cu propriile tranzacţii din ultimele 6 luni (media ponderată) şi este de 1,05 lei/acţiune.**

i. Această valoare este considerată echitabilă atât pentru emitent, cât şi pentru acţionarii majoritari şi minoritari, dar nu este o recomandare de vânzare, cumpărare sau menţinere. Valoarea propusă este o opinie asupra celui mai probabil preţ care ar fi plătit pentru activ în cadrul unui schimb, respectiv asupra beneficiilor economice rezultate din deţinerea activului.

j. Valoarea propusă nu include taxe, comisioane sau impozite aferente transferului de proprietate asupra acţiunilor răscumpărate de societate.

k. Raportul de evaluare a fost redactat şi predat emitentului în termenul prevăzut de contract.

2. Cuprinsul lucrării

1. Raportarea evaluării 2
2. Cuprinsul lucrării 3
3. Definiţii. Standarde. Relaţii de calcul 4
   3.1. Definiţii conform Standardelor de Evaluare 4
   3.2. Metode. Abordări. Formule de calcul. 5
4. Termenii de referinţă ai evaluării 8
5. Analiza emitentului 10
   5.1. Generalităţi 10
   5.2. Descrierea principalelor active 12
   5.3. Analiza TOP-DOWN 15
   5.4. Diagnostic economico-financiar 18
6. Abordări. Reconcilierea valorilor. Analiza de senzitivitate şi risc. 23
   6.1. Abordarea prin cost 23
   6.2. Abordarea prin venit 28
   6.3. Abordarea prin comparaţie 29
   6.4. Reconcilierea valorilor. Valoarea propusă 34
   6.5. Analiza de senzitivitate şi risc a rezultatelor 36
7. Anexe 38
   7.1. Analiza pieţei bursiere 38
   7.2. Analiza pieţei imobiliare 43
   7.3. Declaraţia de conformitate 49
   7.4. Anexe specifice 49
   7.5. Prezentarea evaluatorului 49

3. Definiţii. Standarde. Relaţii de calcul

3.1. Definiţii conform Standardelor de Evaluare

Valoarea de piaţă este suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat la data evaluării, între un cumpărător hotărât şi un vânzător hotărât, într-o tranzacţie nepărtinitoare, după un marketing adecvat şi în care părţile au acţionat fiecare în cunoştinţă de cauză, prudent şi fără constrângere.

Valoarea de investiţie este valoarea unui activ pentru proprietarul acestuia sau pentru un proprietar potenţial, pentru o anumită investiţie sau pentru anumite scopuri de exploatare.

Valoarea specială este o sumă care reflectă caracteristicile particulare ale unui activ, care au valoare numai pentru un cumpărător special. **Un cumpărător special** este un anumit cumpărător pentru care un anumit activ are valoare specială, datorită avantajelor rezultate din deţinerea dreptului de proprietate asupra acestuia, avantaje care nu ar fi disponibile altor cumpărători de pe piaţă.

Valoarea sinergiei este un element suplimentar al valorii, creat prin combinarea a două sau a mai multor active sau drepturi, atunci când valoarea rezultată în urma combinării este mai mare decât suma valorilor individuale. Dacă sinergiile se obţin numai de către un anumit cumpărător, atunci aceasta este un exemplu de valoare specială.

Termenul „**vânzare forţată**" se utilizează deseori în situaţiile când un vânzător este constrâns să vândă şi, în consecinţă, nu are la dispoziţie o perioadă de marketing adecvată. Preţul care ar putea fi obţinut în aceste situaţii va depinde de natura presiunii exercitate asupra vânzătorului şi de motivele pentru care nu poate să dispună de o perioadă de marketing adecvată. De asemenea, ar putea reflecta consecinţele asupra vânzătorului cauzate de imposibilitatea de a vinde în perioada disponibilă. Preţul obtenabil într-o vânzare forţată nu poate fi estimat în mod realist, cu excepţia cazului când se cunosc natura şi motivul constrângerilor asupra vânzătorului. Preţul pe care un vânzător îl va accepta în cadrul unei vânzări forţate va reflecta mai degrabă situaţia lui specială decât pe cea a vânzătorului ipotetic hotărât din definiţia valorii de piaţă. Preţul obtenabil într-o vânzare forţată are numai întâmplător o legătură cu valoarea de piaţă sau cu orice alte tipuri ale valorii definite în acest standard. O „vânzare forţată" reprezintă o descriere a situaţiei în care are loc schimbul şi nu un tip al valorii distinct.

Un **tip al valorii** este o precizare a ipotezelor fundamentale de cuantificare a unei valori. Pentru a obţine valoarea definită de tipul valorii adecvat se pot utiliza una sau mai multe **abordări în evaluare**. Cele trei abordări sunt fundamentate pe principiile economice ale preţului de echilibru, anticipării beneficiilor sau substituţiei. Atunci când nu există suficiente date de intrare reale sau observabile încât să se poată obţine o concluzie credibilă din aplicarea unei singure metode, se recomandă în mod special utilizarea a cel puţin două abordări sau metode.

3.2. Metode. Abordări. Formule de calcul.

1. Metoda costului de înlocuire net este deseori utilizată pentru proprietăţile specializate, pentru care tranzacţiile relevante sunt rare sau care se tranzacţionează în general ca părţi ale unei afaceri în continuitate (fiind deci dificil de fundamentat analiza prin venit). Aplicarea tehnicii presupune[4]:

- Stabilirea costului de înlocuire brut al unui activ similar celui evaluat. CIB va conţine atât elementele directe (materiale, muncă, transport, taxe) cât cele indirecte (design, engineering, dobânzi pe perioada construcţiei, profitul antreprenorului).
- Componentizarea activului, dacă activul are părţi componente materiale diverse ale căror valori pot fi rezonabil estimate.
- Calculul deprecierilor, care semnifică corecţii ale CIB pentru a reflecta învechirea (demodarea) fizică a activului evaluat:
  - deprecierea fizică, reprezentând pierderea de valoare datorită reducerii capacităţii activului de a produce la capacitatea nominală;
  - deprecierea funcţională (tehnică), reprezentând pierderea de valoare datorită ineficienţei subiectului evaluat comparativ cu alte active mai eficiente sau mai ieftine;
  - deprecierea economică, datorată cauzelor externe (de exemplu, condiţiile economice ale industriei sau afacerii în care operează).

  Uzual, deprecierea se apreciază prin compararea duratei de viaţă rămase la data evaluării cu durata totală de viaţă a activului.
- Stabilirea celei mai bune utilizări a activului, definită ca fiind utilizarea activului care îi maximizează productivitatea şi care este posibilă, permisă legal şi fezabilă financiar.

Costul de înlocuire net este determinat din formula:

$$CIN = CIB \cdot (1 - D_f) \cdot (1 - D_t) \cdot (1 - D_e) \qquad (1)$$

în care CIN = costul de înlocuire net, CIB = costul de înlocuire brut (de nou), D_f = deprecierea fizică, D_t = deprecierea tehnică, D_e = deprecierea economică.

Valoarea activului va rezulta în acest caz ca fiind valoarea totală a activelor V_pa *minus* valoarea datoriilor totale V_pd, toate elementele fiind estimate la valoarea de piaţă:

$$Vi = V_pa - V_pd \qquad (2)$$

2. Metoda discounted cash flow (DCF, fluxul de numerar actualizat) este frecvent utilizată pentru evaluarea întreprinderilor, a drepturilor asupra proprietăţilor imobiliare şi a activelor necorporale[5]. Valoarea întreprinderii prin actualizarea fluxului de numerar se bazează pe formula:

$$Vi = \sum_{p=1}^{n} \frac{CFNI_i}{(1+k)^p} + \frac{Vt_n}{(1+k)^n} \qquad (3)$$

în care Vi = valoarea intreprinderii (a capitalului investit), n = durata în ani a perioadei de previziune explicită, $CFNI_i$ = cash-flow-ul net la dispoziţia firmei în anul i, Vt = valoarea terminală la finele anului n, k = rata de actualizare.

Cash-flow-ul net pentru firmă (Free Cash Flow to the Firm) se estimează pe principiul anticipării şi se calculează uzual prin metoda indirectă: profitul net normalizat *plus* amortizarea *minus* cheltuielile de capital *minus* creşterea fondului de rulment net *plus* creşterea creditelor pe termen lung *minus* dividendele pentru acţiunile preferenţiale. Cash-flow-ul pentru acţionari se calculează prin deducerea din cash-flow-ul pentru firmă a dobânzilor şi restituirilor de credite.
Rata de actualizare (discount rate) se calculează ca medie ponderată:

$$k = k_c \cdot \frac{CP}{Vi} + k_p \cdot \frac{CPr}{Vi} + k_d \cdot (1 - S) \cdot \frac{CT}{Vi} \tag{4}$$

în care k = costul mediu ponderat al capitalului, k_c = costul capitalului propriu, CP = valoarea de piaţă a capitalului propriu (asimilabilă capitalizării bursiere), k_p = costul capitalului preferenţial, CPr = valoarea de piaţă a capitalului preferenţial, k_d = costul creditului înainte de impozitare, CT = total credite, S = cota impozitului pe profit, Vi = valoarea de piaţă a întreprinderii (a capitalului investit).
Costul capitalui propriu se determină:

- din comparaţiile de piaţă;
- poate fi construit în trepte: rata de bază fără risc *plus* rate de risc specifice:
  - modelul CAPM (Capital Asset Princing Model)

$$k_c = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + Prc + Prn \tag{5}$$

unde Rf este rata nominală de bază fără risc, β = riscul sistematic al investiţiei, Rm = rata medie a rentabilităţii pe piaţa bursieră, (Rm - Rf) = prima de risc pe piaţa bursieră, Prc = prima de risc adiţional pentru întreprinderi mici cotate, Prn = prima de risc nesistematic pentru întreprinderi necotate;

  - modelul APM (Arbitrage Pricing Model):

$$k_c = Rf + \sum P_i \cdot \beta_i \tag{6}$$

cu P_i = prima de risc asociată factorilor economici, β_i = senzitivitatea emitentului faţă de factorii de risc;

- poate fi estimat prin modelul Gordon de creştere a dividendului:

$$k = \frac{D \cdot (1 + g)}{Cex} + g \tag{7}$$

unde D = dividendul curent per acţiune, g = rata anuală previzionată de creştere constantă a dividendelor, Cex = cursul de piaţă ex-dividend al acţiunii.

Relaţia dintre rata nominală şi rata reală (în termeni constanţi) este dată de ecuaţia lui Fischer[6]:

$$(1 + n) = (1 + r) \cdot (1 + f) \tag{8}$$

în care n = rata nominală, r = rata reală, f = rata inflației.

Valoarea terminală Vt poate fi determinată prin metode patrimoniale (numai în caz de lichidare a afacerii), prin comparație sau pe bază de venit (capitalizarea profitului sau cash-flow-ului net).

2'. Metoda capitalizării profitului este o variantă simplificată a DCF, aplicabilă atunci când întreprinderea se află în stadiul de croazieră, iar profitul reprezentativ poate fi justificat temeinic:

$$Vi = \frac{P \cdot (1+g)}{c = k - g} \tag{9}$$

în care P = valoarea reprezentativă a profitului din anul de bază, g = rata anuală previzionată de creștere constantă perpetuă, c = rata de capitalizare.

3. Metoda comparației

Abordarea prin piață compară activul subiect cu întreprinderi, participații, acțiuni sau active similare, care au fost tranzacționate pe piață și cu orice tranzacții relevante (sau oferte) cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi (sau componente ale acesteia).
Pentru relevanță, comparabilele trebuie să aibe caracteristici cantitative și calitative asemănătoare cu subiectul, datele trebuie să poată fi verificate, iar tranzacțiile trebuie să fi fost nepărtinitoare.
Evaluarea se bazează pe utilizarea multiplicatorilor (ratelor de valoare) determinați pentru comparabile, selectați după criteriul consistenței interne și aplicați întreprinderii subiect:

$$M = \frac{Pac \quad sau \quad Vic}{Pirc}; \quad Vi \quad sau \quad Pa = M \cdot Pir \tag{10}$$

unde M = multiplicator, Pa = prețul activului, Vi = valoarea întreprinderii (valoarea de piață a capitalului), Pir = parametru economic relevant; indicele suplimentar c se referă la comparabile.

Cei mai dese utilizate rate sunt cele legate de eficiența economică (profit - PER, EBIT, EBITDA), valoarea activelor (P/BV) sau de dividende (DY):

$$PER = \frac{Pps}{EPS} \qquad P/BV = \frac{MC}{TE} \qquad DY = \frac{Dps}{Pps} \tag{11}$$

în care: PER = Price Earning Ratio, Pps = prețul acțiunii (cursul bursier), EPS = câștigul pe acțiune, P/BV = Price per Book Value, MC = capitalizarea bursieră, TE = activ net contabil, DY = Dividend Yield, Dps = dividendul pe acțiune.

4. Termenii de referință ai evaluării

Prezenta evaluare a fost întocmită pentru emitentul SEF Petroforest SA în insolvență, ticker SEPE, având sediul social în jud. Neamț, mun. Piatra Neamț, str. general Nicolae Dăscălescu, nr. 287, înregistrată la ORC cu nr. J27/456/1994, CUI 2039376, ISIN ROSEPEACNOR2, în vederea determinării prețului care urmează a fi achitat acționarilor care doresc retragerea din societate, având în vedere prevederile Legii 151/2014.

Prezenta evaluare este destinată numai scopului exprimat anterior și nu poate fi valorificată și/sau menționată în niciun alt scop.

Evaluarea a fost efectuată de Turcaș Florin, evaluator acreditat întreprinderi, înscris în ANEVAR cu legitimația 16866. Prezentarea evaluatorului și CV-ul sunt anexate.

Evaluatorul îndeplinește condițiile profesionale și legale:

a) Este membru acreditat ANEVAR, specializarea evaluare întreprinderi, precum și evaluator active financiare;
b) Are o asigurare de răspundere profesională de minimum 10.000 €.

Evaluatorul este independent în raport cu utilizatorii raportului:

a) Evaluatorul sau orice persoană implicată cu acesta nu este acționarul, asociatul sau o persoană implicată cu părțile interesate sau cu persoanele implicate cu acestea;
b) Onorariul evaluatorului nu depinde în vreun fel de un acord, aranjament sau înțelegere care conferă evaluatorului ori unei persoane implicate cu acesta un stimulent financiar pentru concluziile exprimate în evaluare ori pentru finalizarea tranzacției;
c) Evaluatorul sau orice persoană implicată cu acesta nu este acționar cu poziție semnificativă, administrator și nu are o altă funcție cu putere de decizie într-un intermediar interesat în tranzacție;
d) Evaluatorul nu este auditorul financiar al ofertantului și nici persoană implicată cu auditorul;
e) Evaluatorul sau orice persoană implicată cu acesta nu are niciun alt interes financiar legat de finalizarea vreunei tranzacții la valoarea evaluată;
f) Evaluatorul sau orice persoană implicată cu acesta nu are în derulare și nu a derulat în ultimele 24 de luni cu emitentul, acționarii săi ori cu persoanele implicate activități comerciale (decât, eventual, cele legate de evaluări).

Solicitantul a cerut, în scopul acestei evaluări, ca evaluatorul să presupună că nu există niciun fel de contaminații sau probleme de mediu. Evaluatorul nu a efectuat niciun fel de investigație referitoare la utilizările trecute sau prezente, atât pe proprietate cât și pe terenul vecin, pentru a stabili dacă există vreo contaminație, prin urmare valorile sunt estimate presupunând că nu există așa ceva. Evaluatorul nu își asumă nicio răspundere pentru existența vreunui contaminant, iar dacă, ulterior, se va stabili că acesta există, prezența lui ar putea diminua valorile prezentate în prezentul raport.

Evaluatorul nu a făcut vreo investigație și nu a inspectat părțile acoperite, neexpuse sau inaccesibile ale activelor. Expertul nu își exprimă nicio opinie asupra stării tehnice a părților neinspectate, asupra eventualelor defecte ascunse, iar raportul nu trebuie considerat că validează integritatea structurii sau a sistemului clădirilor sau utilajelor.

Evaluatorului i s-a solicitat ca valoarea construcțiilor să fie preluată dintr-o evaluare recentă, efectuată de un expert ANEVAR, în vederea înregistrării valorii de piață a clădirilor. Valoarea obținută a fost înregistrată în contabilitate, fiind ulterior validată în AGA de aprobare a situațiilor financiare pentru 2014.

Acest raport nu va putea fi inclus, în întregime sau parțial, în documente, circulare sau declarații, nici publicat sau menționat în alt fel (nu se poate face niciun fel de referințe la raport sau la valori incluse în raport, asupra numelui și/sau afilierii profesionale a evaluatorului), fără aprobarea scrisă a evaluatorului asupra formei și contextului în care ar putea să apară.
Raportul este confidențial pentru evaluator și pentru utilizatorii menționați și nicio responsabilitate referitoare la raport nu poate fi acceptată de evaluator față de o terță parte; acest raport este realizat numai pentru destinația stabilită. Evaluatorul nu acceptă nicio responsabilitate dacă este transmis altei persoane, fie pentru scopul declarat, fie pentru oricare alt scop.
Evaluatorul semnează prezentul raport și afirmă că faptele prezentate sunt corecte, că analizele prezentate sunt limitate numai la ipotezele prezentate, că onorariul evaluatorului nu este condiționat de niciun aspect al raportului și că evaluatorul a întocmit evaluarea în conformitate cu standardele profesionale și etice, naționale și internaționale.

Alte ipoteze avute în vedere la realizarea raportului de evaluare:

- Evaluatorul nu își asumă vreo răspundere pentru descrierea juridică pusă la dispoziție sau pentru chestiuni legate de considerente juridice sau de proprietate.
  Informațiile furnizate de terțe părți sunt considerate de încredere, dar nu li se acordă garanție pentru acuratețe.
- Se presupune că bunurile sunt în deplină conformitate cu toate legile și reglementările de mediu locale, regionale sau naționale în vigoare.
- În pregătirea evaluării au fost utilizate doar acele informații și specificații avute la dispoziție.
- Evaluatorul presupune că cititorul sau utilizatorul acestui raport a primit copii ale informațiilor și toate contractele de închiriere sau alte amendamente, dacă există, care împovărează proprietatea.
- Orice estimări ale valorii conținute în raport se aplică așa cum a fost dată de către evaluator și orice împărțire sau divizare a totalului în valoare fracționată altfel decât în Raport, va invalida valoarea estimată dacă acestea nu au fost stabilite în Raport.
- Estimările conținute în Raport se bazează pe condițiile curente de pe piață, pe elementele cererii și ofertei anticipate pe termen scurt și pe o economie stabilă în timp. Aceste estimări sunt, prin urmare, supuse schimbării condițiilor viitoare.
- Posesia acestui raport sau a unei copii nu conferă drept de publicare. Evaluatorul, prin natura evaluarii, nu va fi solicitat să ofere consultanță ulterioară sau să depună mărturie în instanță în legătură cu proprietatea în chestiune, decât dacă au fost făcute inițial aranjamente în scris în această privință.
- Raportul de evaluare nu va putea fi inclus, în intregime sau parțial, în documente, circulare, sau în declarații, nici publicat sau menționat în alt fel, fără acordul scris în prealabil, al evaluatorului și al clientului acestuia, cu specificația formei și a contextului în care ar urma să apară.

Acest document nu reprezintă o ofertă sau o propunere de subscriere și nu poate fi considerat ca bază a unui contract sau angajament de orice natură.

5. Analiza emitentului

Având în vedere faptul că evaluarea se adresează societăţii în cauză şi acţionarilor acesteia (este de uz intern, nefiind opozabilă terţilor), analiza este succintă şi prezintă aspectele considerate importante, care influenţează asupra valorii evaluate a societăţii.

5.1. Generalităţi

Caracteristicile fizice şi legale ale proprietăţii

Societatea este listată pe piaţa Rasdaq, categoria III-R, fiind o societate pe acţiuni deschisă, tranzacţionabilă la data evaluării, deşi este în procedura de insolvenţă. Drepturile de proprietate ale acţionarilor se manifestă prin deţinerea de acţiuni, care dau drepturi proporţionale de vot în AGA şi pentru încasarea dividendelor.
Principalele active ale societăţii sunt amplasate în diverse locaţii în judeţul Neamţ.

Natura societăţii şi istoricul ei

SEF Petroforest a luat naştere în anul 1994, prin reorganizarea, conform HG 15/1994, a regiilor autonome de exploatare, transport şi prelucrare primară a lemnului Estrel Suceava, Sudrel Bucureşti şi Vestrel Braşov. Iniţial, era structurată în 4 sucursale de exploatare a lemnului, la nivel judeţean (Târgu Neamţ, Tarcău, Poiana Teiului, Roznov), o sucursală de transport (Piatra Neamţ) şi 3 secţii (SIL Foresta, Bistriţa şi 1Mai).
Domeniul de activitate al societăţii, potrivit actului constitutiv, este *Tăierea şi rindeluirea lemnului* – cod CAEN 1610.
Prin divizarea societăţii, începând din 1996, SEF Petroforest deţinea unităţile SEPPL Poiana Teiului, STTL Piatra Neamţ şi platforma proprie de industrializare a lemnului. În 1998, AVAS a vândut pachetul majoritar de acţiuni, finalizând operaţiunea de privatizare.

Structura acţionariatului

Sursa informatiei: DEPOZITARUL CENTRAL Din data 30.06.2015

Actionar	Actiuni	Procent
LEONTE ROMELCOM SRL loc. PIATRA-NEAMT jud. NEAMT	9.431.785	32,9000 %
SC MOLDINSTAL SRL loc. ROMAN jud. NEAMT	9.431.785	32,9000 %
alti actionari / others	9.231.249	32,2005 %
A.A.A.S. loc. BUCURESTI jud. SECTOR 1	573.222	1,9995 %
TOTAL	28.668.041	100 %

Table 1 Acţionarii emitentului

În prezent, societatea nu mai desfăşoară activitate productivă, activele fiind destinate închirierii, vânzarii sau restructurării.

Prin dosarul 2664/103/2010, Tribunalul Neamţ a admis cererea debitoarei şi a deschis procedura generală a insolvenţei la societatea SEF Petroforest SA. Printre cauzele care au condus la apariţia stării de insolvenţă, enunţate în Planul de reorganizare judiciară a debitoarei, se regăsesc:
- majorarea preţului masei lemnoase, coroborat cu lipsa comenzilor pentru desfacerea produselor;
- plecarea personalului calificat;
- majorarea preţurilor materialelor, combustibililor, utilităţilor;
- dotarea precară, utilajele neperformante, învechite;
- criza economică generalizată.

Planul de reorganizare prevedea ieşirea din situaţia financiară dificilă, printr-o serie de măsuri:
- restructurarea operaţională şi financiară;
- restructurarea corporativă;
- lichidarea unor bunuri aparţinând debitoarei.

Operaţiunea recentă a constat dintr-o vânzare a unui activ excedentar, ceea ce a adus disponibilităţi în societate, având ca efect probabil ieşirea din insolvenţă.

Situaţia operaţională actuală

În prezent, emitentul nu mai desfăşoară activitate productivă în domeniul prelucrării lemnului. Spaţiile sunt destinate închirierii, dar, la data vizitei pe teren, acestea erau în mare parte neocupate şi fără perspective de valorificare.
Unele locaţii sunt ocupate cu clădiri industriale vechi, fără posibilităţi de exploatare în condiţii de rentabilitate. Intenţia solicitantului (a societăţii debitoare) este de a demola clădirile degradate, a elibera terenul şi a-l valorifica prin vânzare, sau prin dezvoltare imobiliară.

Juridic

Emitentul a declarat că este proprietarul tuturor activelor înscrise în contabilitate şi prezentate expertului şi este ţinut de toate obligaţiile menţionate în documentele puse la dispoziţie.
Litigiile se concentrează pe procedura insolvenţei, debitul SEF Petroforest SA înscris în tabelul definitiv al creanţelor fiind structurat astfel:
- creditori garantaţi = 72.111.314,44 lei;
- salarii = 81.149 lei;
- creditori prioritari = 700.619,84 lei;
- chirografari = 9.454.597,48 lei.

Garanţiile oferite de emitent constau din:
- toate activele SEF Vaduri;
- Căminul de nefamilişti;
- SIL 1 Mai;
- Ferma Schit;
- Sediul SEF Petroforest SA;
- SIL Bistriţa.

Situaţia litigiilor aflate pe rolul instanţelor de judecată, în data de 20.02.2015, având ca reclamant SEF Petroforest SA, este următoarea:

- insolvenţa pârâtului Gabur Mob SRL;
- falimentul TCE 3 Brazi SRL;
- insolvenţa Adrian Forest SRL.

Capacitatea întreprinderii de a obţine profit şi de a plăti dividende

În ultimii 4 ani, emitentul nu a realizat profit şi, prin urmare, nu a distribuit dividende. Pierderile semnificative acumulate în rezultatele financiare reportate fac puţin probabilă distribuţia de dividende în viitorul apropiat.

Tranzacţiile anterioare în care au fost implicate drepturile de proprietate ale emitentului

Emitentul este tranzacţionat pe piaţa bursieră, neavând tunel de preţ (limită superioară şi inferioară de preţ). Ecranul bursier al emitentului reflectă un interes modest al investitorilor faţă de acţiunile SEPE, mai vizibil în ultima perioadă.

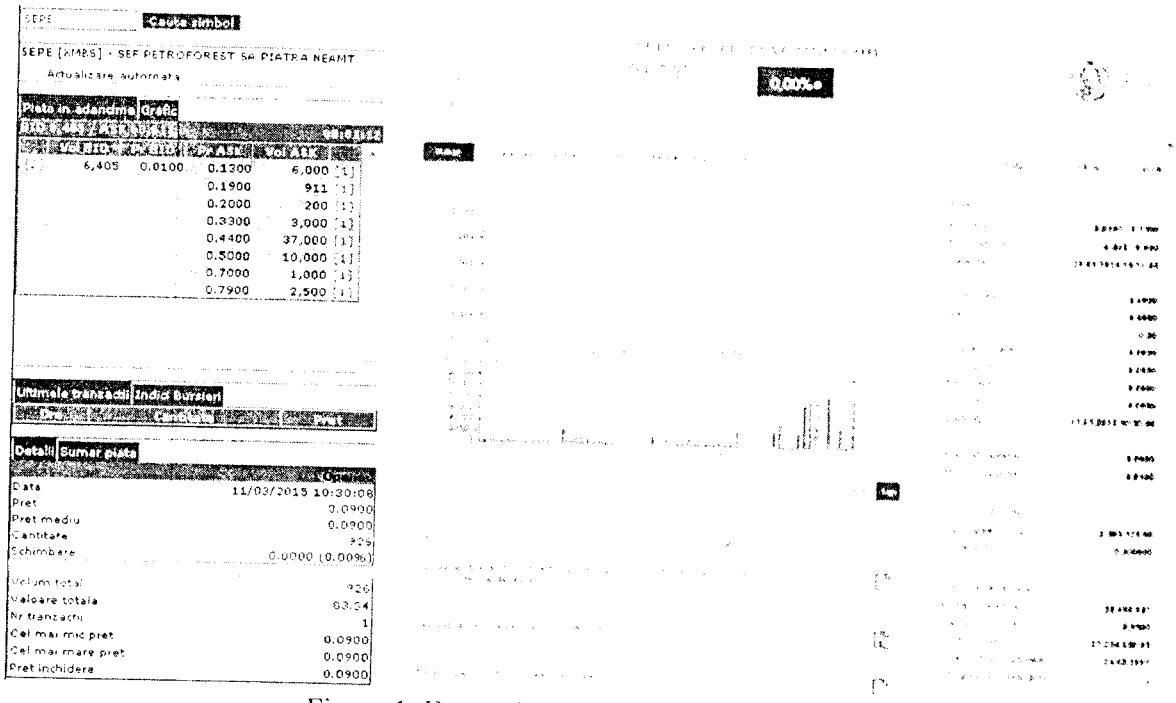

Figure 1. Ecrane bursiere ale emitentului SEPE

5.2. Descrierea principalelor active

Secţia productivă situată în Piatra Neamţ, SIL 1 Mai este în conservare actualmente, fără şanse de relansare şi dificil de închiriat.

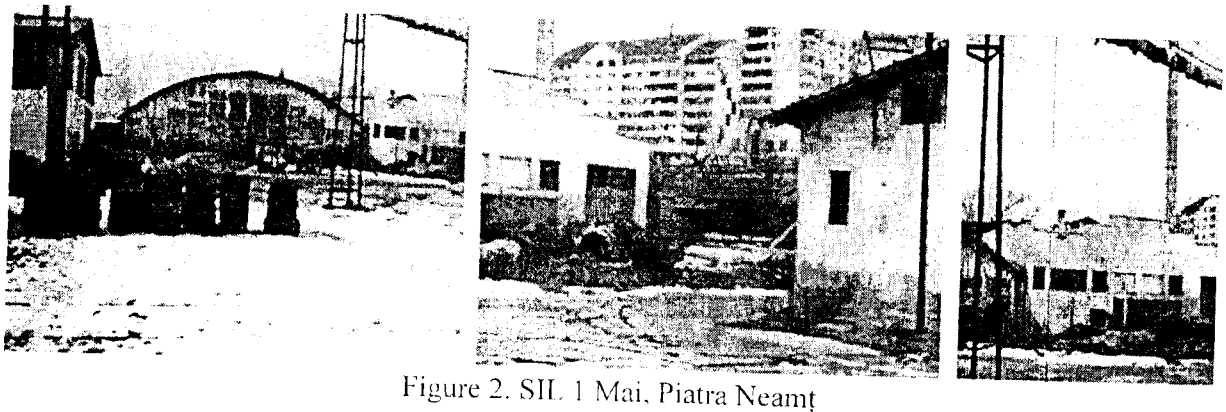

Figure 2. SIL 1 Mai, Piatra Neamț

Pe strada Pavelescu, emitentul deține o magazie de materiale, aflată în stare tehnică precară (nefinalizată, în conservare).

Figure 3. Magazie Pavelescu, Piatra Neamț

Sediul administrativ, actualmente nefolosit (parțial, arhivă) este în stare tehnică bună, dar este situat într-o zonă care nu mai prezintă un interes imobiliar major, nefiind închiriat în prezent.

Figure 4. Sediu (IFET), Piatra Neamț

SIL Bistrița este o locație bine situată, puțin lateral față de centrul municipiului, dar este ocupată momentan de clădiri industriale, necesar a fi demolate (nu mai pot fi folosite lucrativ). Terenul este excedentar, dar dispune de toate utilitățile. O construcție mai modernă, de birouri (neocupată) poate fi menținută și eventual închiriată.

Figure 5. SIL Bistriţa

STTL a fost destinată iniţial ca secţie de reparaţii ale utilajelor utilizate în industria forestieră şi ca bază de transport. Actualmente se mai execută mici reparaţii, dar spaţiile sunt în mare parte excedentare.

Dezafectarea proprietăţii în vederea vânzării sau dezvoltării imobiliare este dificilă datorită structurii de beton armat a clădirilor şi platformelor betonate, care implică utilaje grele şi multă manoperă pentru dezafectarea terenului.

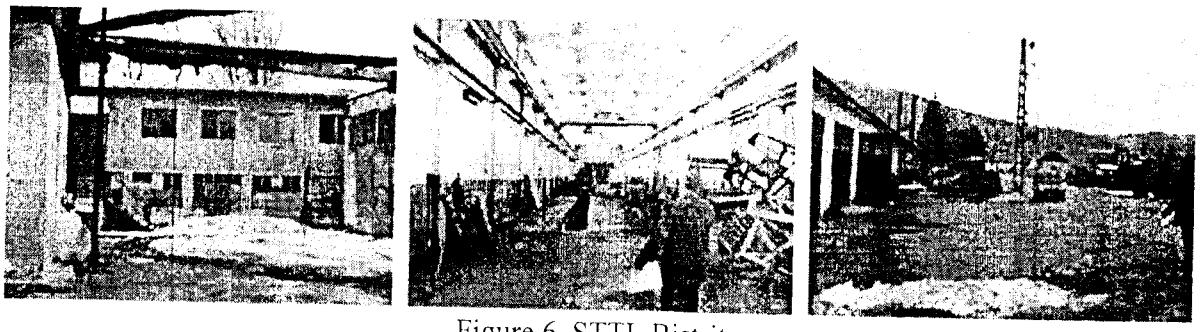

Figure 6. STTL Bistriţa

Căminul de nefamilişti este integral ocupat, emitentul colectând la zi chiriile de la locatari.

Figure 7. Căminul de nefamilişti, Piatra Neamţ

Locaţia din Vaduri (Piatra Neamţ) este utilizată de familii care administrează activele în scopul prezervării stării şi evitarea degradării acestora.

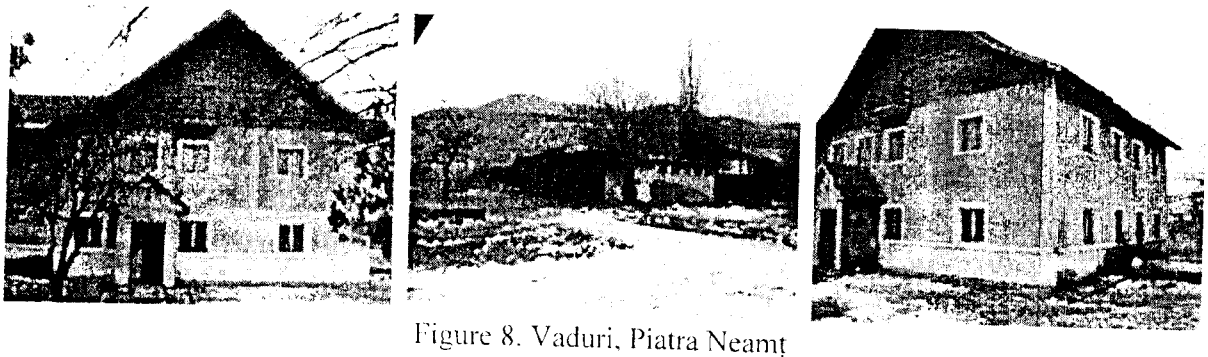

Figure 8. Vaduri, Piatra Neamț

5.3. Analiza TOP-DOWN

Abordarea a fost preferată analizei BOTTOM-UP datorită filozofiei acesteia de a privi către viitor[7]. Ea se bazează pe analiza factorilor externi care pot influența evoluția companiei, în detrimentul analizei interne, care să fie apoi "pliată" pe condițiile pieței.

Mediul economic

Repere în industria lemnului

La nivel național, sectorul de prelucrare a lemnului și a mobilei se bazează pe un fond forestier care ocupă 26,7% din suprafața totală a țării, de 238.391 kmp. Speciile lemnoase principale exploatate sunt fagul, rășinoasele, stejarul și diverse specii tari și moi. În perioada ultimilor ani are loc o creștere accentuată a volumului de masă lemnoasă recoltat din specii de rășinoase, fag și stejar.
Sfârșitul anului 1989 consemnează organizarea industriei lemnului în întreprinderi și combinate de prelucrare a lemnului complexe (integrate), regrupând două mari activități industriale:

- Industria de exploatare forestieră și prelucrare primară a lemnului - organizată în cca. 31 de Întreprinderi Forestiere de Exploatare și Prelucrare Primară a Lemnului. Numărul salariaților era de aproximativ 170.000 de muncitori care recoltau și prelucrau, anual, circa 19 – 21 milioane metri cubi bușteni.
- Industria mobilei - organizată în 47 Întreprinderi și Combinate de prelucrare a lemnului, cu un număr de aproximativ 180.000 de muncitori. Majoritatea acestor combinate prelucrau cherestele, furnire, plăci aglomerate din lemn, până la produsul finit – mobila. Industria mobilei din România exporta cca. 70% din producție și ocupa locul 20 în lume (cu aproximativ 500 mil.$ pe an) între marii producători de mobilă. Exportul se efectua în mare parte în țările URSS aproximativ 60% și 40% în țările Europei de vest și pe alte continente. Principalii impotatori de mobilă românească în această perioadă au fost Germania – 31,7%, URSS – 19%, Franța – 14,8%, Olanda – 5,9%, SUA – 5,9%, Marea Britanie – 4,7%, Ungaria – 2,9%, Austria – 2,7% etc. Primii trei importatori de mobilă românească, în anul 1989, erau RFG, URSS și Franța, cu aproape 65,5% din exportul de mobilă a României[8].

După 1989, schimbările economice și politice profunde prin care a trecut România au avut impact și asupra industriei lemnului, prin reorganizări și restructurări semnificative. În contextul restructurării marilor intreprinderi apar societățile comerciale mai mici, cu capital de stat, în timp privatizate și acestea.

Tot în această perioadă s-au înfiinţat alte noi societăţi comerciale – private, atât în activitatea de exploatare forestieră şi prelucrare primară a lemnului, cât şi în industria mobilei. În prezent, sectorul industriei lemnului este privatizat integral, fiind înregistrate cca. 11.310 societăţi comerciale, din care: 3.860 în industria mobilei şi 7.450 în activitatea de prelucrare primară a lemnului.
Industria de prelucrare a lemnului este mai aspectată în zonele împădurite ale ţării, respectiv în zona centrală a ţării, Vest, Nord-Vest şi Nord-Est, motivat fiind de accesul la materia primă, dar şi de apropierea de pieţele de vânzare a acesteia, mai cu seamă cele din ţările Uniunii Europene la Nord-Vest şi Sud-Vest şi zona Nord-Est către Ucraina şi Rusia.
Totuşi, pot fi consemnate o serie de vulnerabilităţi generalizate la nivel de sector datorate:

- reducerii drastice a veniturilor exportatorilor ca urmare a perioadelor de apreciere a monedei naţionale, precum şi a fluctuaţiilor mari ale cursului de schimb, înregistrate în perioade scurte de timp,
- creşterii continue a nivelului preţurilor la principalele materii prime lemnoase utilizate şi a tarifelor la utilităţile publice,
- accesului dificil în unele zone forestiere din lipsa drumurilor forestiere corespunzătoare şi a mijloacelor moderne de acces,
- problematicii majorităţii agenţilor economici de conformare la legislaţia europeană, privind standardele de responsabilitate socială, siguranţa muncii, protecţia mediului înconjurător şi a consumatorilor,
- necesităţii investiţiilor ridicate pentru dotarea cu echipamente, tehnologii şi utilaje care să asigure protecţia mediului înconjurător, atât în activitatea de exploatare a lemnului, cât şi în procesul industrializării,
- nivelului scăzut al salarizării din industria de prelucrare a lemnului, mai ales în sectorul de exploatare şi prelucrare primară,
- slabei dotări tehnice şi menţinerea unor tehnologii învechite la un număr important de capacităţi din sectorul de exploatare şi prelucrare primară a lemnului, cu impact în reducerea capacităţii producătorilor de a realiza produse competitive sub aspectul costurilor, calităţii şi diversităţii sortimentale a produselor.

Aspectele pozitive identificate încadrul sectorului se referă la următoarele:

- industria lemnului beneficiază de resursa principală, respectiv, de masă lemnoasă într-un volum suficient de mare pentru a asigură un anumit nivel de eficienţă, consumul de mobilier şi alte produse din lemn fiind bine aspectat la nivel naţional,
- industria dezvoltărilor imobiliare absoarbe un volum foarte mare de material lemnos,
- forţa de muncă se înscrie pe un trend ascendent din punct de vedere al pregătirii profesionale, chiar în condiţiile unui nivel scăzut al salarizării,
- creşterea calităţii managementului, inclusiv al abilităţilor antreprenoriale,
- ameliorarea climatului de afaceri din punct de vedere comercial şi fiscal (formarea în timp a unei clientele externe cu tradiţie, prin care se valorifică la export cca. 65% din producţie, respectiv, acordarea de facilităţi fiscale, în special pentru întreprinderile mici şi mijlocii: reinvestirea impozitului pe profit, contribuţii nerambursabile la investiţiile de mediu, recuperarea TVA la marfa exportată, etc.)

Intreprinderea

La nivel de întreprindere s-au făcut resimţite efectele evoluţiilor sectoriale, referitoare la nivelul de dotare tehnică a capacităţilor productive, accesul dificil la finanţarea noilor investiţii, gradul de

calificare şi salarizare al personalului angajat, piaţa de desfacere a produselor proprii. Dificultăţile financiare ale societăţii s-au adâncit semnificativ începând cu anul 2008. Contextul nefavorabil a fost potenţat negativ şi de concurenţa neloială a mai multor societăţi din zonă, care a condus la creşterea preţurilor masei lemnoase pe picior. Deşi a fost instituit planul de reorganizare judiciară (înregistrat la Tribunalul Neamţ în data de 01.10.2012) acesta nu a produs efectele sperate, până la vânzarea recentă activului teren (începutul anului 2015), fapt care a determinat o infuzie considerabilă de resurse băneşti şi care ar putea constitui premizele ieşirii societăţii din insolvenţă.

Din punctul de vedere al portofoliului de produse realizate, cerinţa pentru masa lemnoasă şi produse din lemn prelucrate primar este în scădere, activitatea productivă a emitentului nefiind una care să genereze profit. Prin urmare, valoarea acestuia rezidă din activele deţinute, în special terenuri (pentru că starea majorităţii clădirilor este precară).

Din punct de vedere bursier, free-float-ul redus, pierderile acumulate an de an şi nedistribuirea de dividende, sunt motive pentru care emitentul SEPE nu are atractivitate maximă pentru investitorii şi speculatorii interni.
Prin urmare, menţinerea emitentului pe piaţa bursieră este îndoielnică, având în vedere parametrii reduşi de activitate specifică. Dacă se vor valorifica şi alte spaţii şi emitentul va ieşi din situaţia dificilă în care se află, creşte premizele relansării interesului pentru tranzacţionarea acţiunilor emitentului. Oricum, majorarea capitalului social prin ofertă publică prin intermediul pieţei de capital nu este luată actualmente în calcul ca o opţiune fezabilă, ci delistarea societăţii fiind, în acest context, o opţiune raţională.

Condiţiile şi perspectiva domeniului de activitate, care pot afecta societatea

Domeniul de activitate (exploatarea şi prelucrarea primară a lemnului) nu are perspective imediate de dezvoltare, iar emitentul, datorită specificului său, nu are posibilitatea de a fi elastic în ceea ce priveşte gama de produse livrate şi tehnologii utilizate. Ieşirea din insolvenţă este o precondiţie a înscrierii emitentului pe un trend de redresare financiară.

Puncte tari. Avantaje.	Slăbiciuni
▪ Existenţa în patrimoniu a activelor disponibile pentru vânzare cu un potenţial bun de valorificare	▪ Pierderi acumulate din ultimii ani ▪ Grad ridicat de îndatorare ▪ Existenţa unor terenuri de mari dimensiuni, care îngreunează posibilitatea gestionării lor în condiţii de eficienţă
Oportunităţi	**Riscuri**
▪ Restabilirea unui volum de lichidităţi care să confere societăţii posibilitatea redresării financiare, ieşirea din insolvenţă şi reintrarea în circuitul economic.	▪ Menţinerea status-ului de insolvenţă

Table 2. Diagnostic SWOT general

5.4. Diagnostic economico-financiar

Considerată fundamentală în elaborarea previziunilor, analiza fundamentală se bazează pe o serie de indicatori consacraţi. Datele contabile au fost preluate din situaţiile financiare publice ale emitentului şi prelucrate de evaluator. Explicaţiile şi eventualele corecţii economice au fost efectuate de evaluator, în urma consultărilor cu conducerea emitentului. Sunt prezentate în continuare, în sinteză, principalii parametrii de apreciere a poziţiei şi performanţei financiare.
Datele bilanţiere istorice se regăsesc în raportările emitentului postate pe site-ul Bursei[9], iar cele referitoare la anul fiscal 2014 au fost prelucrate de evaluator în baza balanţei la 31.12.2014.

Rezultate [lei]	2011	2012	2013	2014
Cifra de afaceri	**4.024.585**	**1.157.196**	**1.139.727**	**1.594.971**
Alte venituri operationale	495.292	452.313	246.812	195.305
Costuri materiale	-1.535.189	-988.268	-912.044	-673.682
Costuri salariale	-1.528.871	-1.367.588	-1.286.232	-1.416.482
Amortizari si ajustari	-919.984	-566.215	-526.461	-482.291
Alte costuri operationale	-1.167.561	-867.739	-564.457	-1.142.206
Profit operaţional (EBIT)	**-631.728**	**-2.180.301**	**-1.902.655**	**-1.924.386**
Venituri financiare	933.611	72	11	100
Cheltuieli financiare	-519.711			
Profit brut (EBT)	**413.900**	**72**	**11**	**100**
Rezultat excepţional				
Impozit pe profit				-2.750
Profit net	**-217.828**	**-2.180.229**	**-1.902.644**	**-1.927.036**

Table 3. Rezultate istorice ale emitentului

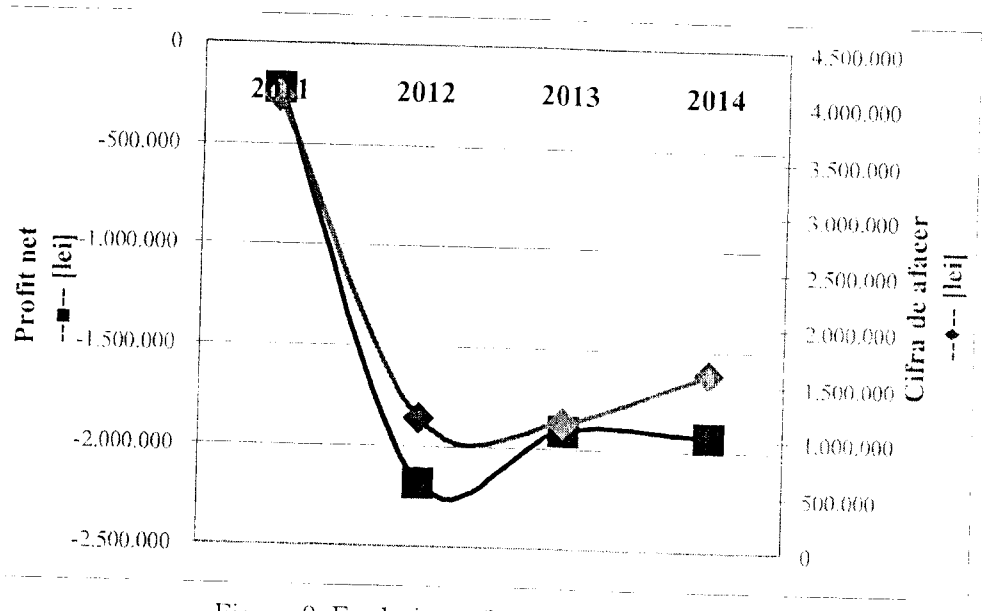

Figure 9. Evoluţia performanţelor financiare

Activ [lei]	2011	2012	2013	2014
Imobilizari necorporale				
Imobilizari corporale	23.680.433	22.979.209	22.442.005	14.642.686
Imobilizări financiare				
Imobilizate	**23.680.433**	**22.979.209**	**22.442.005**	**14.642.686**
Stocuri	330.939	236.494	197.598	165.562
Creanţe	2.052.876	1.911.591	1.728.941	17.930.716
Disponibil	63.017	33.705	45.764	107.728
Active Curente	**2.446.832**	**2.181.790**	**1.972.303**	**18.204.007**
Cheltuieli in avans				9.772.887
Total activ	**26.127.265**	**25.160.999**	**24.414.308**	**42.619.579**
Pasiv [lei]	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Capital social	27.234.639	27.234.639	27.234.639	27.234.639
Rezerve	5.445.913	5.431.225	5.416.537	5.558.096
Acţiuni proprii				
Profit net + reportat	-24.361.912	-26.530.405	-28.433.050	-30.360.086
Capital propriu	**8.318.640**	**6.135.459**	**4.218.126**	**2.432.649**
Provizioane				
Datorii pe termen lung şi mediu				
Datorii curente	17.579.868	18.883.591	20.073.889	40.071.993
Total datorii	**17.579.868**	**18.883.591**	**20.073.889**	**40.071.993**
Venituri in avans	228.757	141.949	122.293	114.937
Total pasiv	**26.127.265**	**25.160.999**	**24.414.308**	**42.619.579**

Table 4. Date financiare ale emitentului

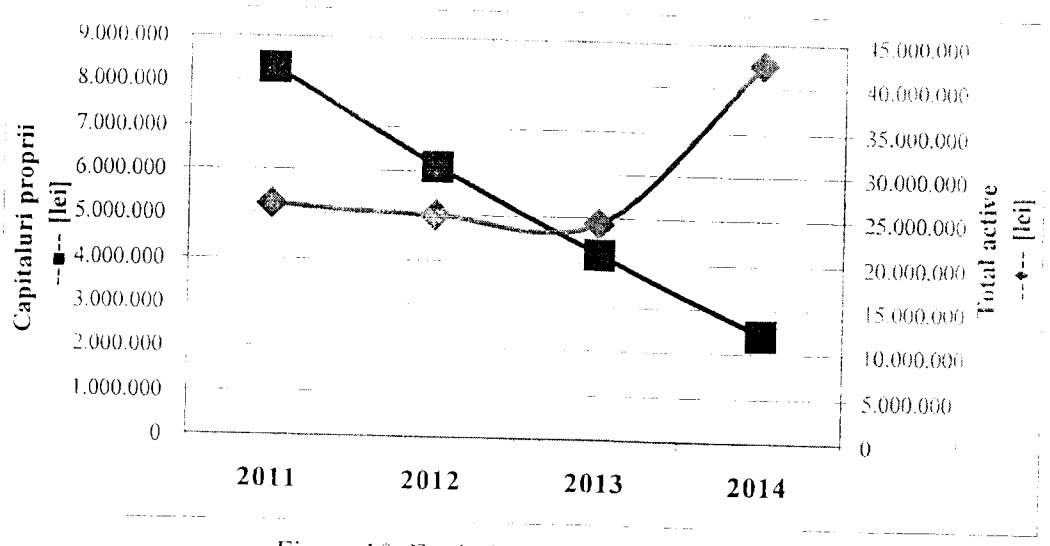

Figure 10. Evoluţia posturilor bilanţiere

Principalii indicatori de analiză au fost adaptaţi cerinţelor internaţionale în domeniu[10].
Activele şi pasivele sunt prezentate în bilanţ la valori istorice, cu excepţia construcţiilor, a căror reevaluare recentă este cuprinsă în situaţiile financiare analizate. Majoritatea creanţelor şi datoriilor sunt certe şi eligibile.

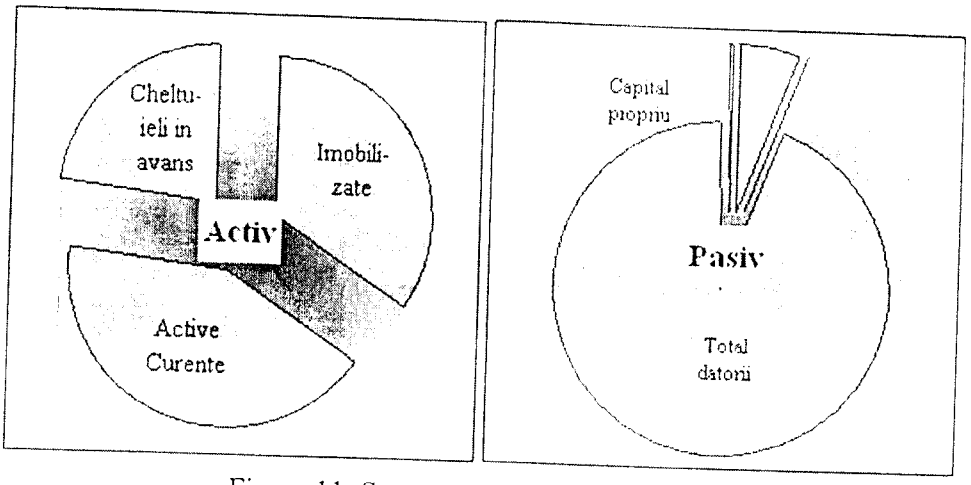

Figure 11. Structura activului şi pasivului

Structura bilanţieră la data de 31.12.2014 (Table 4) reflectă un dezechilibru între activele imobilizate şi sursele permanente de finanţare. Îndatorarea este ridicată (94%), chiar dacă sunt datorii nepurtătoare de dobânzi. Fluxurile financiare sunt caracteristice activităţii în „regim de avarie" a emitentului, vânzarea activelor excedentare fiind singura ieşire din impas pentru Sef Petroforest SA.

Cah Flow [lei]	2011	2012	2013	2014
Incasări din activitatea operaţională	3.669.154	1.548.271	1.874.450	1.790.275
Plăţi operaţionale	-3.861.327	-2.064.063	-2.572.297	-3.714.661
Cash Flow operaţional	**-192.173**	**-515.792**	**-697.847**	**-1.924.386**
Incasări-Plăţi pentru investiţii	-16.674			
Incasări-Plăţi instrumente de capital proprii				
Cash Flow din investiţii	**-16.674**			
Dividende plătite				
Tragerea de credite-Plăţi	249.734	486.480	709.906	1.986.350
Cash Flow din finanţare	**249.734**	**486.480**	**709.906**	**1.986.350**
Cash Flow total	**40.887**	**-29.312**	**12.059**	**61.964**
Disponibil şi echivalent la începutul anulu	22.130	63.017	33.705	45.764
Trezoreria la finalul anului	**63.017**	**33.705**	**45.764**	**107.728**

Table 5. Fluxurile de numerar

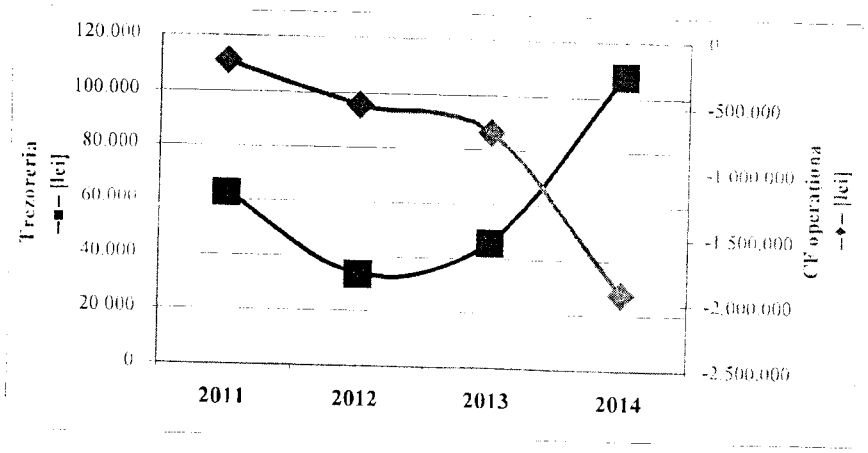

Figure 12. Evoluţia indicatorilor de trezorerie

Indicatorii financiari sunt caracteristici resurselor limitate ale emitentului.

Indicator		2011	2012	2013	2014
Număr acţiuni		**28.668.041**	**28.668.041**	**28.668.041**	**28.668.041**
Curs bursier		**0,0200**	**0,0200**	**0,0200**	**0,0700**
Nr. mediu personal		101	93	66	66
Indicatori de eficienţă	**Formula**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Rata amortizării	Amortizare / Costuri operaţionale	18%	15%	16%	13%
Productivitatea muncii [lei/pers.]	Cifra de afaceri / Nr. angajaţi	39.847	12.443	17.269	24.166
Indicatori bilanţieri	**Formula**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Hidden Assets [lei]	Capitalizare bursieră - Capitaluri proprii	-7.745.279	-5.562.098	-3.644.765	-425.886
Capital de lucru [lei]	Active curente - Disponibil - Datorii curente	-15.196.053	-16.735.506	-18.147.350	-21.975.714
Activ net contabil [lei]	Total activ - Total datorii	8.547.397	6.277.408	4.340.419	2.547.586
Indicatori cash flow	**Formula**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Free Cash Flow	Cash flow operaţional - Cash flow net	-175.499	-515.792	-697.847	-1.924.386

Table 6. Indicatori bazaţi pe raportările financiare

Ratele financiare sunt prezentate în Table 3.

Valorile sunt denaturate de pierderi, unii indicatori fiind inutilizabili (chiar negativi).
Anul 2015 a început cu relansarea situaţiei financiare a emitentului, prin încasarea contravalorii activelor vândute. Prin urmare, emitentul poate spera să iasă din insolvenţă şi să se redreseze financiar.
Datele bilanţiere sunt relativ stabile de-a lungul timpului, singura influenţă relevantă fiind acumularea, an de an, a pierderilor din exploatare, cu consecinţa scăderii continue a nivelului capitalurilor proprii.
În concluzie, analiza SWOT reflectă poziţia financiară globală a emitentului.

Diagnostic SWOT financiar:

Puncte tari. Avantaje.	**Slăbiciuni**
▪ Deficit de finanţare	▪ Rezultate financiare negative ▪ Datorii mari
Oportunităţi	**Riscuri**
▪ Vânzare aactivelor	▪ Stare financiară precară ▪ Îşi bazează activitatea pe valorificarea activelor

Table 7. Diagnostic SWOT financiar

Rate de profitabilitate	Formula	2011	2012	2013	2014
Rata profitului brut	Profit brut / Total venituri	7,59%	0,00%	0,00%	0,01%
ROE	Profit net / Capital propriu	-2,62%	-35,53%	-45,11%	-79,22%
Profit/Activ	Profit net / Total activ	-0,83%	-8,67%	-7,79%	-4,52%
ROI	Profit net / (Datorii totale + Capital	-0,84%	-8,71%	-7,83%	-6,04%
Profit/VT	Profit net / Total venituri	-3,99%	-135,45%	-137,22%	-107,63%
Rotația activelor curente	Total venituri / Active curente medii	*2,23*	*0,74*	*0,70*	*0,10*
Rotația capitalului	Total venituri / (Total datorii + Capital propriu)	0,21	0,06	0,06	0,04
Rate de lichiditate	**Formula**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Leverage	Total datorii + Provizioane / Total pasiv	67,29%	75,05%	82,22%	94,02%
Gearing	Total datorii + Provizioane / Capital propriu	211,33%	307,78%	475,90%	1647,26%
Quick ratio	Total active curente - Stocuri / Total pasive curente	12,04%	10,30%	8,84%	45,02%
Current ratio	Total active curente / Total pasive curente	13,92%	11,55%	9,83%	45,43%
Indicatori bursieri	**Formula**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
EPS	Profit net / Nr. mediu de acțiuni	-0,008	-0,076	-0,066	-0,067
PER	Preț pe acțiune / EPS	-2,63		-0,30	-1,04
P/BV	Preț pe acțiune / Capital propriu	0,069	0,093	0,136	0,825

Table 8. Rate financiare

6. Abordări. Reconcilierea valorilor. Analiza de senzitivitate şi risc.

În cadrul IVS 200 Întreprinderi şi participaţii la întreprinderi, se aplică următoarele definiţii:
„(C1):(a) valoarea întreprinderii – valoarea totală a capitalurilor proprii ale unei întreprinderi plus valoarea creditelor sale sau a datoriilor purtătoare de dobânzi, minus orice numerar sau echivalente de numerar disponibile pentru a plăti acele datorii;
(b) valoarea capitalurilor proprii – valoarea unei întreprinderi pentru toţi acţionarii ei."

Scopul prezentei evaluări îl reprezintă stabilirea valorii acţiunilor, respectiv a valorii de piaţă a capitalurilor proprii.

Alături de Standarde, şi alte lucrări de referinţă în domeniu[11, 12, 13] recomandă abordările utilizate în prezenta evaluare: prin cost (patrimonială, pe bază bilanţului), prin venit (profitabilitate, rentabilitate) şi prin piaţă (comparaţie).

6.1. Abordarea prin cost

Pentru evaluarea întreprinderilor, Standardul IVS 200 prevede faptul că:
„(4.) Dacă evaluarea se face pentru o participaţie, care dă dreptul la lichidarea activelor întreprinderii, se va avea în vedere dacă valoarea totală a activelor care se vând în mod individual, în urma lichidării, ar depăşi valoarea lor, determinată pe premisa continuării exploatării.
(C14) Valoarea anumitor tipuri de întreprinderi, de exemplu o întreprindere de investiţii sau de tip holding, poate fi derivată dintr-o însumare a activelor şi datoriilor. Aceasta este numită uneori „abordarea prin activul net" sau „abordarea prin active". Aceasta nu este o abordare propriu-zisă în evaluare, deoarece valoarea activelor şi datoriilor individuale rezultă din aplicarea uneia sau mai multor abordări principale în evaluare, descrise în IVS - Cadrul general, înainte de a fi însumate."

Din punct de vedere al conformităţii abordării, normativul GME 600 precizează: „48. În aplicarea abordării prin active, bilanţul contabil întocmit conform politicilor contabile adoptate de întreprindere este ajustat astfel încât să reflecte toate activele corporale, necorporale şi financiare, precum şi toate datoriile, la valoarea lor de piaţă sau la o altă valoare adecvată. Poate fi necesară luarea în considerare a impactului ajustărilor asupra impozitelor. În anumite cazuri specifice (de exemplu, evaluarea în ipoteza încetării activităţii) poate fi necesară luarea în considerare a costurilor generate de vânzare şi a altor cheltuieli."

Întrucât valoarea patrimonială este relevantă pentru participaţiile majoritare, iar cele minoritare se evaluează uzual la valoarea contabilă, evaluatorul a decis să ia în considerare valoarea rezultată din abordarea prin cost.

Valoare nominală este de 0,95 lei/acţiune, corespunzând unui capital social de 27.234.639 lei.

Conform definiţiei Standardelor Internaţionale de Contabilitate IAS 32 Instrumente financiare: prezentare, "*Un instrument de capitaluri proprii este orice contract care certifică existenţa unui interes* ***rezidual*** *în activele unei societăţi după deducerea tuturor datoriilor acesteia.*" Fiind în procedura de insolvenţă, valoarea nominală nu mai este relevantă pentru deţinerile minoritare, pentru că acţionarii sunt ultimii care se pot înfrupta din averea debitoarei.

Valoarea contabilă netă a emitentului, la 31.12.2014, este de 2.432.649 lei, corespunzând unei valori unitare de 0,0849 lei/acţiune.

Conducerea emitentului a pus la dispoziţia evaluatorului balanţa întocmită pentru luna ianuarie 2015. În respectiva balanţă se evidenţiază integral vânzarea recentă şi încasarea unui activ important.

La această dată, valoarea contabilă a emitentului este de 33.365.203 lei, corespunzând unei valori unitare a activului net contabil de 1,1638 lei.

Evaluatorul a considerat balanţa definitivă, asupra căreia face observaţii şi corecţii economice. Construcţiile au fost recent reevaluate (31.12.2014), de un evaluator autorizat ANEVAR, motiv pentru care acestea au fost menţinute la valoarea de piaţă propusă.
Conform SEV 100 Cadrul general, „*5. În cazul evaluărilor complexe sau a unui număr mare de active, se acceptă ca evaluatorul să solicite asistenţă din partea specialiştilor în anumite aspecte ale angajamentului său integral, cu condiţia ca acest lucru să fie prezentat în termenii de referinţă ai evaluării.*"

Terenurile au fost reevaluate de expert, fişele de calcul şi comparabilele fiind prezentate în anexe. În sinteză, valorile rezultate sunt prezentate în Table 9. Cursul valutar considerat este de 4,50 lei/eur.

În raport cu valoarea contabilă (12.184.438,02 lei), valoarea de piaţă a terenurilor are o influenţă pozitivă de 24.534.043 lei asupra activului net.

În sinteză, corecţiile asupra bilanţului contabil la data de 31.01.2015 se referă la:

- Terenurile au fost reevaluate în lucrare. Valoarea de piaţă a terenurilor este de 36.718.481 lei, determinând o corecţie de +24.534.043 lei.
- Construcţiile au fost reevaluate la valoarea de piaţă din 31.12.2014. Valoarea construcţiilor reevaluate este de 2.661.646 lei, la acestea fiind adăugat un activ în valoare de 69.683 lei, nereevaluat. Prin urmare, valoarea construcţiilor înregistrată în contabilitate este valoarea lor de piaţă, nefiind necesare alte corecţii.

CĂTRE,

CONSILIUL DE ADMINISTRAȚIE
al
S.C. SEF PETROFOREST S.A. Piatra Neamț

Prin prezenta, avem onoarea, să vă înaintăm, conform contractului încheiat, înregistrat sub nr. 62 din data de 15 decembrie 2014, raportul de evaluare a bunurilor imobile aparținând S.C. SEF PETROFOREST S.A. Piatra Neamț – județul Neamț, proprietate privată a beneficiarului prezentei lucrări.

Proprietățile imobiliare la care se referă prezentul raport de evaluare se compun din construcții în suprafață totală de 15.965,60 mp.

Accesul la proprietatea în cauză a fost liber și nelimitativ, ceea ce a dus la investigațiile și analizele necesare în vederea stabilirii valorii de piață a bunului imobil.

Metoda de evaluare aplicată în prezentul raport a avut la baza determinarea celei mai bune utilizări a proprietății evaluate, pentru construcții fiind, metoda costurilor.

Ca urmare a studiului de piață efectuat pentru determinarea valorii de piață a proprietăților imobiliare aparținând SC SEF PETROFOREST SA, cu sediul în Municipiul Piatra Neamț, județul Neamț a condus la o estimare a valorii de piață, căreia colectivul de experți evaluatori îi acordă cea mai mare încredere la data de 31.12.2014 în sumă de 2.661.646 lei

Evaluator,
Ion Sava

31.12.2014

Figure 13. Scrisoarea de înaintare pentru evaluarea construcțiilor

Denumirea	Localitatea	Supraf. [mp]	S. constr. [mp]	Valoare evaluata [eur/mp]	[eur]	[lei]
Camin Nefamilisti	Piatra Neamt	793	378	45,0	35.685	160.583
Ferma	Piatra Neamt	49.309	927	16,0	788.944	3.550.248
Sediu	Piatra Neamt	4.628	1.349	85,0	393.380	1.770.210
SIL 1 Mai	Piatra Neamt	64.510	9.068	19,0	1.225.690	5.515.605
SIL Bistrita	Piatra Neamt	22.239	12.584	155,0	3.447.045	15.511.703
STTL	Piatra Neamt	25.151	6.843	35,0	880.285	3.961.283
SEF Vaduri	Piatra Neamt	50.613		25,0	1.265.325	5.693.963
Blocuri Poiana Teiu	Poiana Largului	1.510	655	2,0	3.020	13.590
Poiana Teiului	Poiana Largului	8.467	568	2,0	16.934	76.203
Cabana Dreptu	Dreptu	89	85	1,0	89	401
Cabana Falon	Falon	8.987	435	3,0	26.961	121.325
Garcina	Garcina	2.852	311	2,0	5.704	25.668
Sediu SEF Ceahlau	Bistricioara	2.431	559	7,0	17.017	76.577
Padure	Bistricioara	20.000		0,4	8.000	36.000
Padure	Bicaz	10.000		0,4	4.000	18.000
Atelier Borca	Sabasa	3.395	683	1,0	3.395	15.278
Borca Sediu	Sabasa	1.933	473	1,0	1.933	8.699
Depozit Borca	Sabasa	804	133	1,0	804	3.618
Gater Borca	Borca	2.814	313	9,0	25.326	113.967
Cabana Borcuta	Borca	852	167	9,0	7.664	34.486
Cabana Unguru	Borca	225	210	9,0	2.025	9.113
Localitatea Farcasa	Farcasa	219		2,0	437	1.967
TOTAL		**281.820**	**35.741**	***29,0***	**8.159.663**	**36.718.481**

Table 9. Valoarea de piață a terenurilor

- Amortizarea construcțiilor nu a fost anulată în contabilitate, odată cu înregistrarea valorii de piață a acestora.

  Evaluatorul consideră că înregistrarea valorii construcțiilor în contabilitate ar fi trebuit efectuată în conformitate cu prevederile reglemetările contabile din OMF 1802/2014[14], prin înregistrarea valorii de piață ca valoare de intrare și eliminarea amortizării. *„103. - La reevaluarea unei imobilizări corporale, amortizarea cumulată la data reevaluării este tratată în unul din următoarele moduri:*

  a) recalculată proporțional cu schimbarea valorii contabile brute a activului, astfel încât valoarea contabilă a activului, după reevaluare, să fie egală cu valoarea sa reevaluată. Această metodă este folosită, deseori, în cazul în care activul este reevaluat prin aplicarea unui indice; sau

  b) eliminată din valoarea contabilă brută a activului și valoarea netă, determinată în urma corectării cu ajustările de valoare, este recalculată la valoarea reevaluată a activului. Această metodă este folosită, deseori, pentru clădirile care sunt reevaluate la valoarea lor de piață."

  Emitentul se înscrie în cazul b), astfel încât evaluatorul a decis că amortizarea aferentă clădirilor reevaluate, în valoare de 829.368 lei, trebuie anulată.
- Utilajele și mijloacele de transport nu au valori de piață, majoritatea fiind amortizate integral. Pentru că nu au fost utilizate în ultima perioadă (emitentul nu mai desfășoară activitate productivă), mijloacele fixe au fost descompletate, ele regăsindu-se în magazii fără a fi conservate în mod corespunzător. Conducerea emitentului intenționează să le valorifice ca piese de schimb, respectiv să le caseze ca fier vechi și materiale recuperabile. Pentru că nu au valoare de piață, evaluatorul a decis să nu corecteze valoarea lor contabilă. Valoarea rămasă a mijloacelor fixe, mai puțin construcțiile, este de numai 113.054 lei, nefiind necesare corecții.
- Lucrările de modernizare în curs la Cabana Schit (Ferma), în valoare de 453.319 lei, au fost recunoscute la cost (la valoare contabilă), întrucât sunt nefinalizate și nerecepționate.

În consecință, reevaluarea conturilor de imobilizări corporale aduce următoarele corecții bilanțului contabil:

Activ	Valoare de intrare [lei]	Amortizare [lei]	Valoare rămasă [lei]	Corecții [lei]	Valori evaluate [lei]
Terenuri	12.184.438		12.184.438	24.534.043	36.718.481
Construcții	2.731.329	851.719	1.879.610	829.368	2.708.978
Mașini, instalații și utilaje	3.201.648	3.088.594	113.054		113.054
Imobilizări în curs	453.319		453.319		453.319
TOTAL	**18.570.734**	**3.940.313**	**14.630.421**	**25.363.411**	**39.993.832**

Table 10. Sinteza reevaluării imobilizărilor

- Stocurile au valori mici (155.131 lei), constituite majoritar din materii prime, materiale, obiecte de inventar de mică valoare și produse finite nevandabile, valorificarea lor fiind dificilă, pentru că nu mai aveau piață. În absența unei valori de piață credibile, acestea au fost menținute la valoarea din contabilitate.

- Suma de 112.700,31 reprezintă debitori pentru care șansele de încasare sunt minime, fiind în desfășurare procese de durată. Debitorii fiind în insolvență sau faliment nu sunt speranțe ca sumele restante să fie recuperate. Prin urmare, asupra creanțelor se aplică o corecție de -112.700 lei.
- Datoriile sunt evidențiate la valoarea justă în contabilitate, nefiind necesare corecții.
- Vânzarea terenului a generat un profit net, care este mai mare decât pierderile fiscale înregistrate în anii anteriori. Impozitul aferent lunii ianuarie 2015 este de 943.883 lei. Conform GEV 600, „*19. Pentru estimarea valorii de piață a întreprinderii pot fi necesare ajustări ale înregistrărilor financiare în scopul de a reflecta cât mai corect realitatea economică. Aceste ajustări ale elementelor situațiilor financiare pot necesita și ajustări corespunzătoare ale impozitelor.*" Prin urmare, evaluatorul consideră corecția datoriilor pe termen scurt cu valoarea exigibilă (chiar plătită ulterior) a impozitelor, în sumă de +943.883 lei.
- Veniturile în avans reprezintă sume realizate, dar distribuite pe întregul exercițiu. Acestea au fost corectate, cu valoarea de -7.679 lei.

În concluzie, corecția totală asupra bilanțului contabil este de +24.314.507 lei, generând un activ net reevaluat de 57.790.539 lei.

Activul net corectat al emitentului este prezentat în Table 11.

Bilanț la 31.01.2015	[lei] Contabil	Diferențe	Evaluat	Obs.
IMOBILIZĂRI NECORPORALE				
IMOBILIZĂRI CORPORALE	14.630.421	25.363.411	39.993.832	terenuri, amortizări
IMOBILIZĂRI FINANCIARE				
ACTIVE IMOBILIZATE - TOTAL	**14.630.421**	**25.363.411**	**39.993.832**	
STOCURI	155.131		155.131	
CREANȚE	24.393.448	-112.700	24.280.748	clienți litigiu
INVESTIȚII PE TERMEN SCURT				
CASA ȘI CONTURI LA BĂNCI	3.810.884		3.810.884	
ACTIVE CIRCULANTE - TOTAL	**28.359.464**	**-112.700**	**28.246.763**	
CHELTUIELI ÎN AVANS				
DATORII TERMEN SCURT	9.506.173	943.883	10.450.056	impozit pe profit
DATORII TERMEN LUNG				
TOTAL DATORII	**9.506.173**	**943.883**	**10.450.056**	
PROVIZIOANE				
VENITURI IN AVANS	7.679	-7.679		corecție
CAPITAL SOCIAL	27.234.639		27.234.639	
PRIME DE CAPITAL				
REZERVE DIN REEVALUARE	3.499.048	25.258.390	28.757.438	
REZERVE	2.059.048		2.059.048	
Acțiuni proprii				
Câștiguri/Pierderi legate de instrumentele de capitaluri proprii				
REZULTAT REPORTAT	-30.360.086		-30.360.086	
REZULTATUL EXERCIȚIULUI FINANCIAR	31.043.383	-943.883	30.099.500	impozit pe profit
Repartizarea profitului				
CAPITALURI PROPRII - TOTAL	**33.476.032**	**24.314.507**	**57.790.539**	

Table 11. Activul net corectat

Prin aplicarea indicatorului P/BV (Price per Book Value), cu o valoare de 0,90 la nivelul BVB, rezultă o valoare de 1,0475 lei/acțiune. Indicatorul este un reper important pentru companiile care nu realizează profituri constante, reproductibile, prin urmare pentru care indicatorul PER nu este aplicabil.

Actul normativ GME 600 Evaluarea întreprinderii[15], prevede următoarele: *„31. În abordarea prin piață, evaluatorul poate considera ca fiind adecvată aplicarea unor prime sau disconturi pentru a reflecta diferitele niveluri de control, lichiditate/vandabilitate etc. Utilizarea, cât și nivelul oricăror astfel de prime sau disconturi, vor trebui argumentate în raportul de evaluare."*

Normativul nu este însă aplicabil în cazul de față, pentru că evaluarea pentru delistare reprezintă un caz particular, pentru care același standard GME 600 prevede explicit: *„Particularități. 60. În cazul evaluărilor realizate pentru retragerea de la tranzacționare a acțiunilor emise de o întreprindere listată pe o piață reglementată din România, nu se aplică disconturi pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate."*

Prin urmare, evaluatorul nu a putut aplica corecții asupra valorii patrimoniale (rezultate din abordarea prin cost), deși acestea sunt impuse în toate lucrările bibliografice[16 17 18] analizate. Astfel, evaluarea prin ANC nu a fost corectată pentru deținerile minoritare care reprezintă obiectivul evaluării.
Această abordare echivalează cu stabilirea valorii de lichidare prin propunerea unei valori minim obtenabile (prudențiale) pentru activele individuale și fără a lua în considerare continuarea activității.

Corecțiile activului net totalizează +24.314.507 lei, astfel încât rezultă că valoarea companiei, conform abordării bazate pe cost, este de 57.790.539 lei. Valoarea unitară a activului net corectat este de 2,0159 lei.

6.2. Abordarea prin venit

Conform IVS 200: *„(C22) În abordarea prin venit, pentru estimarea valorii se utilizează metode variate. Aceste metode sunt metoda capitalizării fluxului de numerar sau metoda profiturilor și metoda fluxului de numerar actualizat."*

În ultimii 3 ani, emitentul nu a realizat profit. Prin urmare, indicatorul PER (Price Earning Ratio) nu a putut fi aplicat. În ultimii 4 ani, emitentul nu a distribuit dividende. Prin urmare, indicatorul DY (Dividend Yield) nu a putut fi aplicat.

Abordarea prin venit nu poate fi aplicată atâta vreme cât societatea este în insolvență, nu desfășoară activitate productivă și nu dispune de un plan de afaceri viabil pe termen lung.

Abordarea prin comparația cu indicatorii pieței a fost și ea explorată, dar a fost considerată inaplicabilă, pentru că valorile indicatorilor nu prezintă credibilitate.

SEV 200: „C20. Analiștii pieței utilizează în mod frecvent „uzanțele" de evaluare (bazate pe formule simple de evaluare rezultate din practică n. t.), ca fiind o procedură prescurtată a abordării prin piață. Totuși, ar trebui să nu se atribuie o importanță semnificativă indicațiilor asupra valorii rezultate din utilizarea unor astfel de uzanțe, cu excepția cazului în care se poate

dovedi că vânzătorii și cumpărătorii le acordă o mare credibilitate. Acolo unde este cazul, ar trebui să se facă o verificare încrucișată, utilizând cel puțin încă o altă metodă."

Singurele venituri provin din închirierea spațiilor. Vânzarea de active a fost o opțiune luată în calcul, fără o strategie concretă de materializare, iar personalul era în continuă scădere.
Chiriile practicate sunt modice, pe o piață slab aspectată, cu oportunități modeste de creștere. La data evaluării, tarifele practicate pentru spațiile închiriate erau modice, așa cum rezultă din tabelul următor.

Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]	Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]	Activ	Suprafața [mp]	Chirie [€/mp/lună]
Birouri STIL	79	2.90	Ferma Schit	49.309	0.002		946	0.12
STIL Piatra Neamț	60	1.00	fostul parc rece	500	0.22	Sabasa	402	0.28
Bistriței	650	0.58	fostul RAR	570	1.93		300	0.30
	385	0.42		50	0.44	sediu SEF Petroforest	20	2.22
	284	0.32	Muncii		11.11 €/lună	SEF Ceahlău		24.44 €/lună
Borca	804	0.07		197	1.50	SIL 1 Mai	80	3.10
	2.900	0.05		152	2.40		170	1.00
	700	0.22	P. Movilă	106	6.20	SIL Bistrița	100	0.44
Caban Falon	8.987	1.30		30	2.00		488	0.10
Cabana Dreptu	77	0.18		24	3.10	Cantina SIL Bistrița		24.44 €/lună
Cabana Unguru	225	1.00	Poiana Teiului	1.880	0.13	Magazie SIL Bistrița	300	2.50
Cămin nefamiliști	1 cameră	23.00 €/lună	Republicii	23	17.00	SIL Foresta	20	0.11
centrala termică	30	0.15		75	2.00			

Table 12 Tarife practicate

La 31.12.2015, deși emitentul a realizat profit din vânzarea unui activ, acest rezultat nu este reproductibil (este o operațiune excepțională), astfel încât abordarea prin venit nu poate ține cont de acest rezultat excepțional.

Abordarea bazată pe venit nu a putut fi aplicată emitentului, întrucât rezultate viitoare pozitive din exploatare nu sunt rezonabil credibile.

6.3. Abordarea prin comparație

Conform IVS 200: *„(C15) Abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu întreprinderi, participații și acțiuni similare, care au fost tranzacționate pe piață și cu orice tranzacții relevante cu acțiuni ale aceleiași întreprinderi. O indicație asupra valorii poate proveni și din tranzacțiile sau ofertele anterioare aferente oricărei componente a întreprinderii.*
(C16) Cele trei surse uzuale de date, utilizate în abordarea prin piață, sunt piețele de capital pe care se tranzacționează participațiile la întreprinderi similare, piața achizițiilor în care se cumpără și se vând întreprinderi în ansamblul lor, precum și tranzacțiile anterioare sau ofertele de tranzacții de acțiuni ale întreprinderii subiect."

Obiectul evaluării este stabilirea valorii de piață a participațiilor minoritare, aceasta întrucât nu acționarii majoritari sunt cei care se retrag din societate.

În contextul adecvării propriilor tranzacții pentru comparația de piață evaluatorul consideră că, un free-float redus (este situația majorității emitenților din secțiunea Rasdaq) nu exclude aplicabilitatea comparației cu propriile tranzacții. Influența numărului redus de tranzacții a fost luată în calcul prin raportarea la un preț comparativ relevant de tranzacționare din ultima perioadă, pentru a elimina orice suspiciune privind o eventuală manipulare a prețului.

Astfel, pentru comparabilitatea datelor, următoarele aspecte au fost luate în calcul:

- *Numărul de acțiuni tranzacționate.* Comparabilitatea impune ca volumul tranzacțiilor luate în calcul pentru determinarea comparației de preț să fie similar (sau măcar să aibe același ordin de mărime) ca și volumul retragerilor (pentru care este realizată evaluarea). Astfel, se evită aplicarea unor corecții pentru mărimea pachetelor de acțiuni tranzacționate. Volumul cererilor de retragere a fost de 643.865 acțiuni, iar volumul tranzacțiilor considerate comparabile a fost de 958.975 acțiuni.
- Intervalul de timp considerat să nu fie prea mare. Astfel, nu vor fi necesare corecții pentru eventualele evoluții semnificative ale pieței. În perioada de 6 luni luată în calcul în raport, piața bursieră (cât și cea locală și macroeonomică, în general) nu a suferit fluctuații majore. De altfel, prețul maxim de 0,10 lei/acțiune se menține chiar dacă considerăm toate tranzacțiile efectuate din 2010 până la data raportului (cu un număr de 4.483.474 acțiuni).
- Valoarea considerată. Selectarea comparabilei se putea face dintre media ponderată a prețului cu volumul tranzacționat (prețul mediu) și valoarea maximă a prețului, similar ofertelor publice de preluare. Am decis selectarea valorii maxime pentru că ea provine dintr-o ofertă publică, respectiv, dintr-o documentație avizată pentru conformitate de ASF și disponibilă tuturor investitorilor din ringul BVB.

Evaluatorul apreciază că tranzacțiile de pe piața pe care este listat emitentul sunt relevante și adecvate, piața bursieră reflectând cursul acțiunilor minoritare. Mai mult, volumul retragerilor este similar celui luat în calculul prețului evaluat, perioada este apropiată în timp, astfel încât nu pot exista suspiciuni că prețul de piață nu ar reflecta percepția investitorilor asupra valorii curente a acțiunilor deținute.

Prevederile normativelor în vigoare sunt: *„6. Trebuie acordată o importanță deosebită selectării abordărilor în evaluare care trebuie să fie relevante și adecvate. Principalele abordări în evaluare sunt descrise în SEV 100 Cadrul general, iar metodele utilizate frecvent pentru aplicarea acestor abordări în evaluarea diferitelor tipuri de active sunt prezentate în comentariile din Standardele referitoare la active.*

7. Alegerea celei mai adecvate abordări sau metode depinde de luarea în considerare a următoarelor: tipul valorii adoptat, determinat de scopul evaluării; disponibilitatea datelor de intrare și a informațiilor pentru evaluare; abordările sau metodele utilizate de participanții de pe piața relevantă."

Baza legală pentru stabilirea valorii de piață a acțiunilor

Cu privire la acest aspect, prezint în continuare principalele prevederi normative/legislative care precizează modul de calcul al valorii acțiunilor cotate. În cazul acțiunilor listate și tranzacționate se prevede, fără excepție, considerarea valorii de piață ca valoare de referință pentru evaluarea pachetelor minoritare, așa cum este cazul și în evaluarea de față.

Regulamentul CNVM nr. 9/2014[19]:

„Art. 235. - (2) Evaluarea instrumentelor financiare admise pe piața RASDAQ și aflate în portofoliul O.P.C.V.M. vor fi evaluate conform prețului de referință calculat în ziua "T" stabilit de Bursa de Valori București (BVB), respectiv:

a) prețul de închidere din ziua "T" pentru segmentul de piață "RGBS";

b) prețul mediu din ziua "T" pentru segmentul de piață "XMBS", respectiv segmentul "UNLS" (din cadrul pieței BVB).;"

De altfel, toate fondurile de investiții evalucază acțiunile cotate și tranzacționate în ultimele 30 zile la valoarea de piață, cotația BVB.

Standardul Internațional de Raportare Financiară 13. Evaluarea la valoarea justă[20]:

„69...În toate cazurile, dacă există un preț cotat pe o piață activă (adică date de intrare de nivel 1) pentru un activ sau o datorie, o entitate trebuie să utilizeze acel preț fără a-l ajusta atunci când evaluează valoarea justă, cu excepția prevederilor de la punctul 79.

77. Un preț cotat pe o piață activă oferă cea mai sigură dovadă a valorii juste și, ori de câte ori este disponibil, trebuie utilizat fără ajustări pentru evaluarea valorii juste, cu excepția cazului de la punctul 79."

Standardul menționează că: *„9. Prezentul IFRS definește valoarea justă drept prețul încasat pentru vânzarea unui activ sau plătit pentru transferul unei datorii într-o tranzacție normală între participanți pe piață, la data de evaluare."* Această definiție se încadrează în obiectivele evaluării acțiunilor pentru delistare.

De asemenea, se definește piața activă astfel: *„o piață pe care tranzacțiile cu activul sau datoria în cauză au loc la un volum și cu o frecvență suficiente pentru a oferi informații de preț în mod constant."*

Reiterăm faptul că evaluatorul a verificat acest aspect, volumul de tranzacții din ultimele 6 luni, considerat drept comparabilă, fiind mai mare decât volumul solicitărilor de retragere (volumul acțiunilor evaluate).

Standardele de Evaluare ANEVAR, 2014. GME 600:

„Abordarea prin piață. 25. Conform C15, SEV 200, abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu alte întreprinderi similare, cu participații la întreprinderi similare tranzacționate pe piață, precum și cu orice tranzacții relevante cu participații ale întreprinderii subiect.

30. Când în evaluare sunt utilizate informații despre tranzacțiile anterioare ale întreprinderii, pot fi necesare ajustări ale acestora pentru a lua în considerare modificările survenite în economie, în domeniul de activitate și în întreprinderea respectivă. Tranzacțiile anterioare pot fi considerate ca fiind comparabile, numai dacă ajustările pot fi argumentate, și în urma ajustărilor rezultă valori care pot fi considerate a fi realizabile în contextul economic general și specific, valabil la data evaluării."

Fiind comparabile ca volum, derulate recent și fără a implica părți afiliate, tranzacțiile din ultimele 6 luni reprezintă o bază credibilă pentru stabilirea prețului de piață al acțiunilor. Contextul economic fiind nemodificat în ultimele 6 luni, corecțiile nu au fost necesare și nici nu pot fi justificate credibil.

GME 600 Evaluarea întreprinderii:

„15. Culegerea datelor trebuie să se bazeze pe surse și baze de date credibile și relevante la data evaluării. De asemenea, în raportul de evaluare este necesară prezentarea cu acuratețe a surselor din care au provenit datele utilizate de evaluator în calculul și raționamentul său. În cadrul procesului de culegere a datelor se recomandă ca evaluatorul de întreprinderi să ia în considerare următorii factori:...

j) tranzacțiile anterioare în care au fost implicate participații ale întreprinderii subiect al evaluării;"

Directiva 2004/25/CE a Parlamentului European și a Consiliului[21]:

„Articolul 5. Protecția acționarilor minoritari, oferta obligatorie și prețul echitabil. 4) Se consideră preț echitabil prețul cel mai ridicat plătit pentru aceleași valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acționează în mod concertat cu acesta, pe parcursul unei perioade, determinate de statele membre, de minim șase luni și maxim doisprezece luni care preced oferta prevăzută la alineatul (1)....

Sub rezerva respectării principiilor generale enunțate la articolul 3 alineatul (1), statele membre pot să-și autorizeze autoritățile de control să modifice prețul prevăzut la primul paragraf în circumstanțe și în conformitate cu criterii clar determinate. În acest sens, pot elabora o listă de circumstanțe în care prețul cel mai ridicat se poate modifica în sus sau în jos, de exemplu dacă prețul cel mai ridicat a fost stabilit prin acord între cumpărător și un vânzător, dacă prețurile de piață ale valorilor mobiliare în cauză au fost manipulate, dacă prețul de piață în general sau anumite prețuri de piață în special au fost afectate de evenimente excepționale sau pentru a permite salvarea unei societăți aflate în dificultate. Statele membre pot, de asemenea, să definească criteriile care trebuie utilizate în aceste cazuri, de exemplu valoarea medie de piață pe parcursul unei anumite perioade, valoarea de lichidare a societății sau alte criterii obiective de evaluare utilizate în general în analiza financiară."

IOSCO, International Organization Of Securities Commissions, indică clar[22] faptul că activele cotate trebuiesc evaluate prin marcarea la piață: *„The value of such (complex and hard-to-value assets, nota mea) assets cannot be determined by using quoted prices (so-called mark-to-market), but instead CIS may rely on internal techniques which imply management's judgment (so-called mark-to-model)."*

Alte referințe bibliografice

Numeroase lucrări evidențiază marcarea la piață ca fiind similară cu valoarea de piață a acțiunilor listate.

Shapiro (2013) consideră că valoarea tranzacțiilor anterioare este o bază solidă pentru aprecierea prețului de piață al acțiunilor[23]: *„Although the aim of the valuer is to provide an estimate of market value, it should not be assumed that each valuer's opinion will be the same. Different valuers could arrive at different opinions of value because they are making estimates and there is normally room, within limits, for differences of opinion. Under stable market conditions, because market prices result from estimates of value made by buyers and sellers on the basis of prices previously paid for other similar interests, the differences should be relatively small."*.

Choudhry (2010) arată că: „*In a free market economy, which apart from a handful of exceptions is now the norm for all countries around the world, the capital market exhibits the laws of supply and demand. This means that the market price of finance is brought into equilibrium by the price mechanism.*"[24]

În materialul Mark-to-Market and Mark-to-Model. Challenges for the Money Market Funds Industry[25], emis de PricewaterhouseCoopers în 2014, se menționează că: „*Both US GAAP and IFRS recognise that price quotations in an active market are the best evidence of fair value and must be used, in priority to other valuation techniques such as mark-to-model methods, when they exist. This hierarchy is also encouraged within IOSCO's policy recommendations for MMFs.*"

În sinteză:

- tranzacțiile cu propriile acțiuni se constituie într-o bază realistă de stabilire a prețului acțiunilor minoritare.
- Emitentul a înregistrat 80 de tranzacții în ultimele 6 luni, cu un volum de 958.975 acțiuni și 72.395,14 lei, inclusiv o ofertă publică de cumpărare încheiată recent.
- Sumele totale implicate justifică considerarea valorii tranzacțiilor recente ca valori care vor participa în procesul de reconciliere final.
- Fiind direct implicate în tranzacțiile bursiere, pachetele minoritare de acțiuni se evaluează în baza prețului de piață de către orice fond de investiții și de către orice participant pe piață.

Alegerea comparabilei a ținut cont de reconsiderarea valorii la nivelul mediei ponderate a tranzacțiilor din ultimele 6 luni, valoarea rezultată fiind de 0,0755 lei/acțiune.

Data	Piaţa	Tranzacţi	Volum	Valoare	Deschidere	Minim	Maxim	Mediu	Închidere
19.03.2015	POFBS	9	328.816	32.881,60	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
11.03.2015	XMBS	1	926	83,34	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
03.03.2015	XMBS	2	123.269	11.094,21	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
26.02.2015	XMBS	2	3.000	210,00	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
22.01.2015	XMBS	3	33.269	2.628,83	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
21.01.2015	XMBS	1	74	5,18	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
14.01.2015	XMBS	3	90.000	3.900,00	0,04	0,04	0,07	0,04	0,07
12.01.2015	XMBS	1	25	1,75	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
30.12.2014	XMBS	2	80.000	5.600,00	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
22.12.2014	XMBS	2	79.558	5.569,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
19.12.2014	XMBS	3	73.106	2.593,18	0,03	0,03	0,07	0,04	0,07
18.12.2014	XMBS	4	25.271	1.668,97	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07
11.12.2014	XMBS	1	74	5,18	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
10.12.2014	XMBS	1	555	38,85	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
08.12.2014	XMBS	4	39.287	2.304,69	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06
18.11.2014	XMBS	3	27.034	1.283,40	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05
27.10.2014	XMBS	1	25	1,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
24.10.2014	XMBS	1	50	2,50	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
23.10.2014	XMBS	2	1.125	56,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
21.10.2014	XMBS	1	25	1,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
20.10.2014	XMBS	2	146	7,30	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
17.10.2014	XMBS	6	29.127	1.616,08	0,04	0,04	0,08	0,06	0,06
16.10.2014	XMBS	4	1.924	76,96	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
15.10.2014	XMBS	1	53	2,12	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
14.10.2014	XMBS	3	3.170	126,80	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
13.10.2014	XMBS	1	1.000	40,00	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
10.10.2014	XMBS	2	2.274	90,96	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
09.10.2014	XMBS	3	1.299	51,96	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
08.10.2014	XMBS	4	2.625	78,75	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
07.10.2014	XMBS	5	10.055	302,20	0,04	0,03	0,04	0,03	0,03
29.09.2014	XMBS	1	1.258	50,32	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
23.09.2014	XMBS	1	555	22,20	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Total		**80**	**958.975**	**72.395,14**		**0,03**	**0,10**	**0,08**	

Table 13. Tranzacţiile SEPE în ultimele 6 luni.

Abordarea bazată pe comparaţia cu propriile tranzacţii aplicată emitentului furnizează o valoare unitară medie ponderată a tranzacţiilor, în ultimele 6 luni, de 0,0755 lei/acţiune.

Comparaţia cu propriile tranzacţii este relevantă pentru deţinerile minoritare şi dă indicii despre preţul probabil de tranzacţionare, dacă emitentul ar rămâne listat.

6.4. Reconcilierea valorilor. Valoarea propusă

Conform aceluiaşi standard, „*(C13): Pentru evaluarea unei întreprinderi sau unei participaţii la capitalul întreprinderii pot fi aplicate abordările prin piaţă şi prin venit, descrise în SEV 100 Cadrul general. În mod normal, nu poate fi aplicată abordarea prin cost, cu excepţia întreprinderilor aflate în stadiul incipient sau recent înfiinţate, când profitul şi/sau fluxul de numerar nu pot fi determinate în mod credibil şi dacă există informaţii de piaţă adecvate despre activele entităţii.*"

Reconcilierea valorilor înseamnă decizia evaluatorului, considerând experiența acestuia și normele privind cea mai bună practică, privind alegerea uneia din gama de valori rezultate prin aplicarea diverselor metode de evaluare.

Ghidul Metodologic de Evaluare GME 600 Evaluarea întreprinderii, prevede explicit: *„În cazul evaluărilor realizate pentru retragerea de la tranzacționare a acțiunilor emise de o întreprindere listată pe o piață reglementată din România, nu se aplică disconturi pentru lipsa de control, respectiv pentru lipsa de lichiditate/vandabilitate."*
De asemenea, același ghid prevede faptul că: *„Nu este acceptabilă stabilirea valorii întreprinderii prin media aritmetică sau media ponderată a două sau mai multe valori obținute din aplicarea unor abordări sau metode diferite de evaluare, cu excepția cazurilor în care legea impune în mod explicit efectuarea unei medii a valorilor."*

Ca o derogare de la normele de evaluare, care impun evaluatorului să decidă pe baza raționamentelor profesionale asupra valorii finale propuse pentru evaluare. Legea 31/90, modificată și republicată, prevede expres următoarele:

„Art. 134. ... (4) Prețul plătit de societate pentru acțiunile celui ce exercită dreptul de retragere va fi stabilit de un expert autorizat independent, ca valoare medie ce rezultă din aplicarea a cel puțin două metode de evaluare recunoscute de legislația în vigoare la data evaluării. .."

Legea 151/2014 prevede explicit, la art. 3, lit. (1): *„În situația în care adunarea generală a acționarilor hotărăște ca societatea să nu facă demersurile legale necesare în vederea admiterii la tranzacționare a acțiunilor emise de societate pe o piață reglementată sau a tranzacționării acestora în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare, acționarii au dreptul de a se retrage din societate în condițiile* ***art. 134 din Legea nr. 31/1990*** *, republicată, cu modificările și completările ulterioare."*

Referirea la art. 134 din Legea 31/1990 este firească, pentru că operațiunea de delistare poate fi asimilată cu «schimbarea formei societății» (din societate cu caracter deschis devine una închisă, în ceea ce privește modul de tranzacționare a acțiunilor), prin urmare fiind necesar un raport de evaluare, pentru a stabili valoarea de răscumpărare a acțiunilor în caz de exit a deținătorilor.

Astfel, în scopul acestei evaluări, expertul a considerat valorile rezultate din calcule, dar prețul final nu a rezultat din reconcilierea valorilor pe baza raționamentului expertului, ci prin transpunerea prevederile legale. Dacă legiuitorul nu dorea aceasta, ar fi lăsat selectarea valorii la latitudinea evaluatorului, așa cum se procedează în orice alt caz de evaluare. Evaluatorul nu poate să-și aroge dreptul de a interpreta arbitrar legea și nici de a influența subiectiv valorile rezultate din calcul.

Valorile care participă la reconciliere sunt cele rezultate din abordările bazate pe cost și pe comparația cu propriile tranzacții (evaluatorul a considerat valoarea medie ponderată a tranzacțiilor din ultimele 6 luni)

Număr acțiuni		28,668,041			
Valori evaluate		**Total [lei]**	**Unitar [lei/acțiune]**	**Obs.**	
Val. Nominală		27,234,639	0.9500		
Val. Contabilă		33,476,032	1.1677	31/01/15	
Abordarea prin multiplicatorul P/BV	0.90 †	30,128,429	1.0509	31/01/15	
Activ net corectat (ANC)		**57,790,539**	**2.0159**	**31/01/15**	
Capitalizare bursieră (valoare de piață curentă)	Rasdaq	2,580,124	0.0900		
Best BID	Rasdaq	286,680	0.0100	20/03/15	
Max ASK	Rasdaq	22,647,752	0.7900		
Medie tranzacționare ultimele 6 luni (6M)	**Rasdaq**	**2,164,214**	**0.0755**	**23/09/14**	**19/03/15**
Valoarea finală propusă		**29,977,377**	**1.05**	**Medie (ANC;medie 6M)**	

Table 14. Reconcilierea valorilor rezultate din evaluare

Valoarea unitară, propusă în scopul răscumpărării deținerilor în cazul retragerii acționarilor care nu sunt de acord cu delistarea, este de 1,05 lei/acțiune.

Se remarcă faptul că valoarea propusă este mai mare decât tranzacțiile realizate în ultimul an și chiar decât cel mai mare ASK afișat în piață (vezi Figure 1), fiind apropiată de comparația cu indicatorul P/BV al pieței.

6.5. Analiza de senzitivitate și risc a rezultatelor

Analiza de risc

Cât privește analiza de risc, se consideră principalele surse posibile de incertitudine (similare riscurilor sistemice) care pot apărea în prezenta evaluare:

Statutul evaluatorului

Nu se pune problema în cazul de față: evaluatorul este independent și nu are nicio implicare privind prețul final propus.

Scopul evaluării

Evaluatorul a efectuat toate investigațiile uzuale, în conformitate cu cerințele clientului și ale standardelor. Evaluatorul a procedat conform normelor legale și profesionale aplicabile.

Incertitudinile pieței

Evaluatorul a ținut cont de acest risc, atunci când a decis asupra considerării tranzacțiilor comparabile.

Modelele utilizate

Decizia finală asupra valorii se bazează pe un raționament explicitat în lucrare. Evaluarea se bazează pe abordări recunoscute și utilizate frecvent pe piața locală.

Incertitudinea datelor de intrare

Toate datele considerate au fost extrase din piață și din evidențele emitentului, astfel încât riscul specific a fost diminuat atât cât a fost posibil.

Analiza de senzitivitate

Rezulatul final s-a obţinut ca medie, între:

- Valoarea activului net corectat, care a depins esenţial de reevaluarea terenurilor. Acesta se exprimă în euro şi depinde de factori macroeconomici, locali şi regionali, care nu se află sub controlul emitentului. Prin urmare, valoarea este sensibilă la cauze externe, imposibil de cuantificat cu precizie.
- Cealaltă valoare considerată, respectiv media ponderată a tranzacţiilor bursiere, este tot o variabilă aleatoare, care se poate modifica oricând datorită presiunii investitorilor pe ASK/BID. Totuşi, pentru a modifica media tranzacţiilor ar fi necesară implicarea unor sume însemnate, ceea ce nu este de aşteptat în cazul de faţă.

Prin urmare, rezultatul este sensibil la condiţiile economice generale, concretizate în evoluţia pieţei imobiliare din zonă, respectiv a pieţei bursiere naţionale.

În concluzie, evaluatorul consideră că, la data evaluării, riscurile şi incertitudinile la care este supusă valoarea propusă sunt reduse, preţul propus reflectând rezonabil interesele tuturor părţilor implicate. Referirea la data evaluării este conformă cu SEV 100 - Cadrul general: *(30.) Definiţia valorii de piaţă se aplică în conformitate cu următorul cadru conceptual: ... (c)„la data evaluării" cere ca valoarea să fie specifică unui moment, adică la o anumită dată. Deoarece pieţele şi condiţiile de piaţă se pot modifica, valoarea estimată poate să fie incorectă sau necorespunzătoare pentru o altă dată. Mărimea valorii va reflecta starea şi circumstanţele pieţei, aşa cum sunt ele la data evaluării, şi nu cele aferente oricărei alte date;...".*

7. Anexe

7.1. Analiza pieţei bursiere

În întreaga lume, pieţele bursiere au suferit efectele crizei subprime declaşante în SUA şi falimentarea Lehman Brothers, în 2008. Cu toate acestea, pieţele mature au recuperat pierderile, depăşind maximele istorice şi crescând într-un ritm - adesea nejustificat de - accelerat.

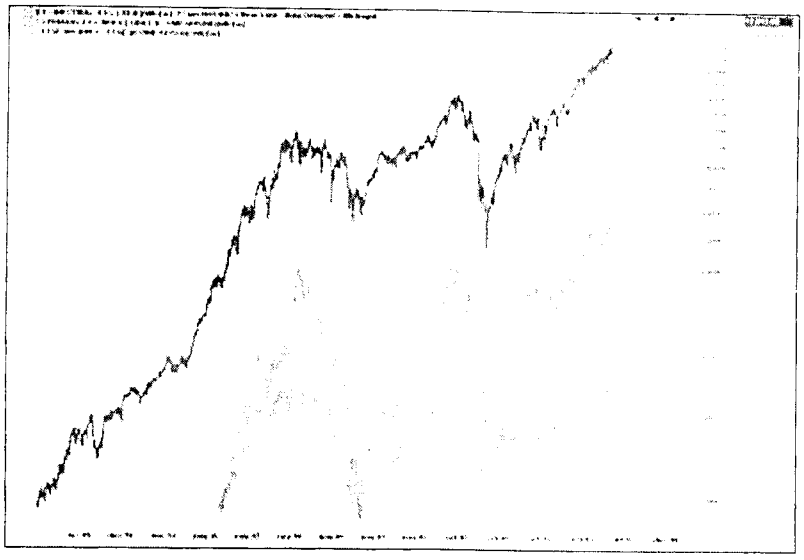

Figure 14. Evoluţia pieţelor bursiere mature[26]

Pieţele emergente, aşa cum este şi cea românească, au suferit corecţii şi mai drastice (mai ales pentru că perioada de boom a fost mult mai accelerată), dar recuperarea nu este nici pe departe mulţumitoare:

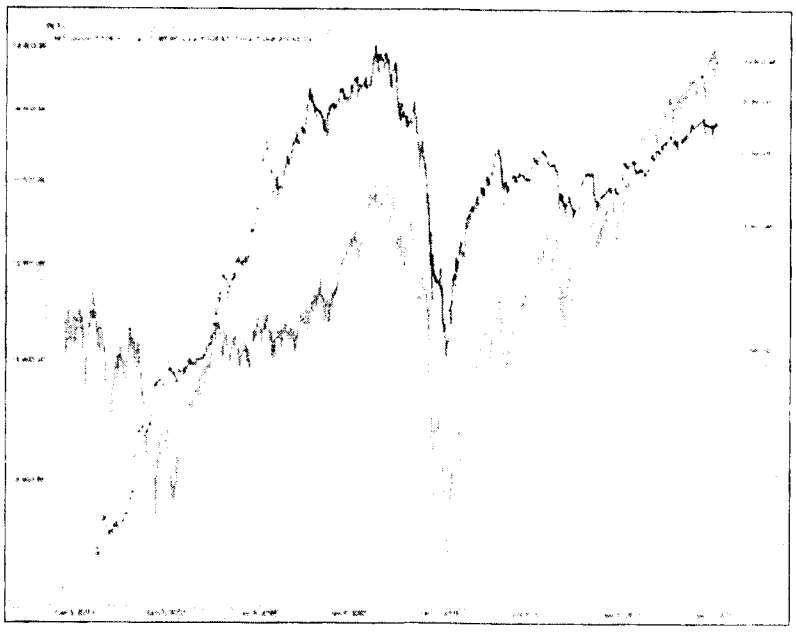

Figure 15. Indicele BET-C vs. DJIA[27]

În aceste condiţii, indicatorii pieţei bursiere interne au înregistrat valori situate într-o plajă largă, valorile conjuncturale sugerând preponderenţa opiniei subiective a participanţilor pe piaţă în raport de rezultatele fundamentale ale emitenţilor.

Data	PER	P/BV	DY
20.11.2006	17,96	2,75	1,67
31.07.2007	22,38	3,30	1,99
24.02.2009	2,56	0,49	13,41
09.04.2010	19,71	1,42	2,06
09.11.2011	8,50	0.86	5,14
26.09.2012	6,91	0,88	7,27
01.03.2013	8,17	1,01	6,44
06.01.2014	9,53	0,98	5,81
05.01.2015	7,01	0,91	8,20

Table 15. Evoluţia indicatorilor bursieri[28]

Mai mult, lichiditatea pieţei interne este foarte redusă, BVB fiind printre cele mai mici burse din Europa:

FESE Monthly Statistics

December 2014

Table 4d: Domestic Equity Trading, Year to Date

Exchange	Trading Days	Electronic Order Book Transactions		Dark Pool Transactions		Off - Electronic Order Book Transactions		Reporting Transactions	
		Trades	Turnover (EUR m)	Trades	Turnover (EUR m)	Trades	Turnover (EUR m)	Trades	Turnover (EUROm)
Athens Exchange	249	6.746.313	27.312,8	0	0,0	3.634	3.424,4	58	33,2
BME (Spanish Exchanges)	255	68.612.768	819.558,6	0	0,0	315.952	257.119,5	0	0,0
Boerse Stuttgart	252	612.[illegible]	10.854,4	//	//	//	//	//	//
Borsa Istanbul	251	79.953.360	298.781,5	0	0,0	11	74,1	12.073	0,2
Bratislava Stock Exchange	248	5.766	8,5	0	0,0	370	47,8	0	0,0
Bucharest Stock Exchange	**250**	**731.938**	**1.287,0**	**0**	**0,0**	**1.348**	**857,0**	**0**	**0,0**
Bulgarian Stock Exchange	248	107.428	298,7	0	0,0	0	0,0	1.814	308,9
CEESEG - Budapest	249	1.187.2[illegible]	5.997,2	0	0,0	110	69,0	221	10,8
CEESEG - Ljubljana	249	73.6[illegible]	608,1	0	0,0	0	0,0	31	161,0
CEESEG - Prague	250	410.608	4.331,2	0	0,0	0	0,0	0	0,0
CEESEG - Vienna	247	4.571.773	33.733,6	//	//	//	//	//	//
Cyprus Stock Exchange	245	34.864	46,8	0	0,0	14	5,1	265	6,9
Deutsche Boerse	252	99.937.376	1.048.756,3	2.182	53,7	116.890	17.533,2	979.010	63.783,2
Euronext	255	184.037.584	1.475.167,0	0	0,0	146.334	43.914,0	900.392	247.148,0
Irish Stock Exchange	254	2.132.477	13.696,6	0	0,0	87.179	17.646,4	0	0,0
Luxembourg Stock Exchange	253	11.749	91,3	0	0,0	//	//	0	0,0
Malta Stock Exchange	247	8.140	50,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0
NASDAQ Nordics & Baltics	253	78.461.812	519.989,3	198.485	1.819,9	1.327.388	63.196,1	784.916	21.480,6
Oslo Boerse	250	18.457.992	91.154,5	0	0,0	26.705	11.366,1	7.549	199,4
SIX Swiss Exchange	249	34.638.489	601.389,0	2.550	2.185,2	2.297	4.891,4	1.143.112	78.239,0
Warsaw Stock Exchange	249	14.528.481	48.959,6	0	0,0	11.284	8.116,0	0	0,0
TOTAL		595.292.105	4.992.073,2	203.217	4.058,9	2.039.496	428.260,0	3.829.441	411.371,1

Created on 25-January-2015 at 13:19

Table 16. Rulajul comparativ al pieţelor bursiere[29]

Nici din punctul de vedere al capitalizării bursiere (un indicator al "puterii financiare" al firmelor listate) România nu ocupă o poziţie relevantă, datorită temporizării îndelungate a procesului de privatizare a marilor companii de stat prin intermediul bursei şi a ezitărilor privind listarea marilor furnizori de utilităţi.

FESE Monthly Statistics

December 2014

Table 2: Market Capitalization

Exchange	Value at Month End (EUROm)	% Change MoM in EURO	% Change on Previous year end in EURO	% Change on Previous year end in loc.curr.
Athens Exchange	45.579,49	-15,2	-24,0	-24,0
BME (Spanish Exchanges)	820.543,81	-4,4	1,3	1,3
Borsa Istanbul	212.041,17	-2,6	28,0	23,3
Bratislava Stock Exchange	4.443,52	-0,8	9,0	9,0
Bucharest Stock Exchange	18.384,73	-0,8	3,1	3,5
Bulgarian Stock Exchange	4.988,29	1,3	-2,1	-2,1
CEESEG - Budapest	12.011,85	-5,9	-16,3	-11,3
CEESEG - Ljubljana	6.214,00	2,9	20,1	20,1
CEESEG - Prague	22.643,72	-4,5	3,0	4,0
CEESEG - Vienna	79.987,53	-3,9	-6,3	-6,3
Cyprus Stock Exchange	3.331,22	82,4	118,1	118,1
Deutsche Börse	1.436.728,68	-0,4	2,3	2,3
Euronext	2.742.873,00	-1,3	5,5	5,5
Irish Stock Exchange	118.560,16	3,8	-4,0	-4,0
Luxembourg Stock Exchange	52.201,63	-2,4	-8,5	-8,5
Malta Stock Exchange	3.009,54	1,9	-7,3	-7,3
NASDAQ Nordics & Baltics	988.973,89	-1,7	7,4	7,4
Oslo Bors	181.900,69	-0,1	-4,8	2,2
SIX Swiss Exchange	1.235.156,87	-5,7	10,5	8,4
Warsaw Stock Exchange	139.069,33	-6,1	-6,5	-2,8
TOTAL	8.128.643,12			

Created on 25-January-2015 at 13:19

Figure 16. Capitalizarea bursieră comparativă

Privită ca o "oglindă financiară" a stării economice, bursa are perspective de creştere. Indicatorii macroeconomici din României rămân la un nivel modest, iar în actualul context european turbulent au şanse mici de redresare. Industria, construcţiile şi în general economiile naţionale fac eforturi de revenire după criza financiară. Datoriile suverane îngreunează investiţiile, iar băncile, fragilizate de pierderile datorate produselor financiare exotice, sunt în continuare în stadiul de soluţionare ale dificultăţilor induse prin adoptarea de măsuri, printre care şi scăderea considerabilă a accesului la creditare.

Cât priveşte strict piaţa bursieră internă, evaluatorul a studiat relevanţa principalilor indicatori bursieri asupra evoluţiei emitenţilor (date considerate în luna decembrie 2014). Astfel, unii emitenţi propun dividende care acoperă chiar dobânda bancară activă, iar mai mulţi depăşind dobânda pasivă. Din păcate, politica de dividend nu e constantă, astfel încât investitorii nu pot fi siguri că DIVY este un indicator credibil.

În figurile următoare sunt prezentaţi şi ceilalţi indicatori comparativi. Se remarcă situarea titlurilor "blue chips" la valori ale PER sub 10, fapt care indică fie sub-evaluarea companiilor, fie un moment favorabil de intrare în piaţă. Se remarcă şi poziţionarea aleatoarea a indicatorului P/BV, cu tendinţe de aglomerare spre valori apropiate de 1. Oricum, tendinţa de clusterizare nu este generală şi, în opinia evaluatorului, nu indică un grad de încredere ridicat al acestui indicator.

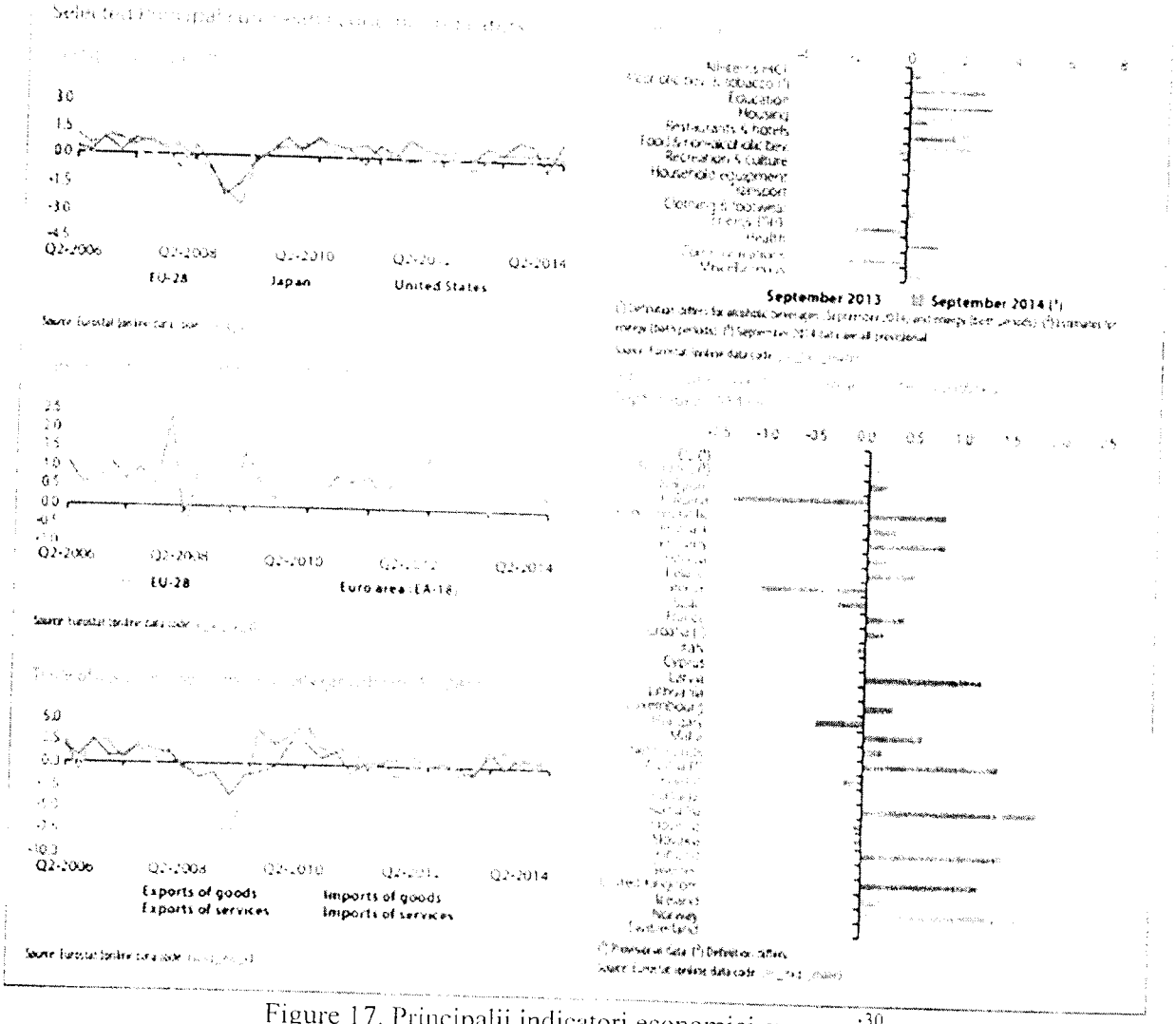

Figure 17. Principalii indicatori economici europeni[30]

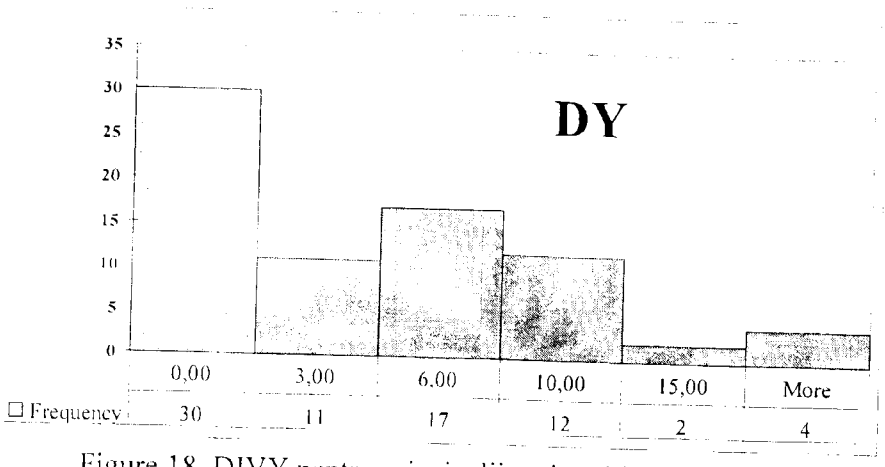

Figure 18. DIVY pentru principalii emitenţi listaţi la BVB

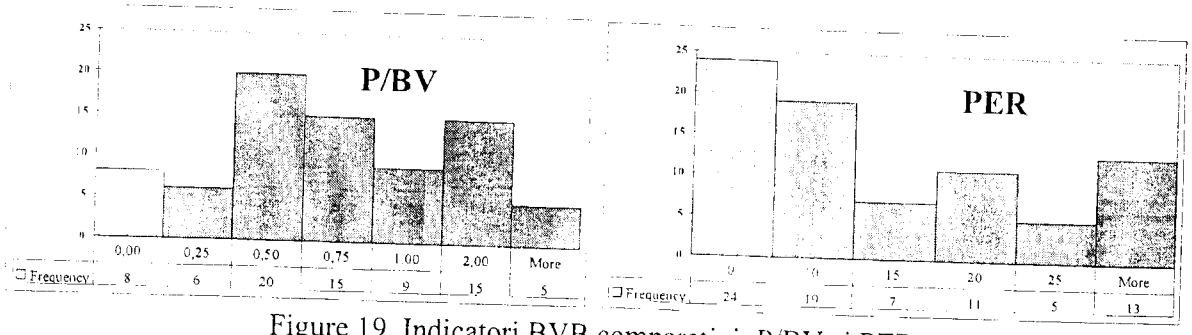

Figure 19. Indicatori BVB comparativi: P/BV şi PER

Un studiu propriu realizat de evaluator demonstrează, de altfel, discrepanţe între valorile cotaţiilor emitenţilor şi rezultatele lor economice (inclusiv valorile contabile ale activelor). Evaluatorul nu atribuie aceste diferenţe unui goodwill intrinsec al emitentului, ci, mai degrabă, evoluţiei fluctuante a pieţei bursiere interne.

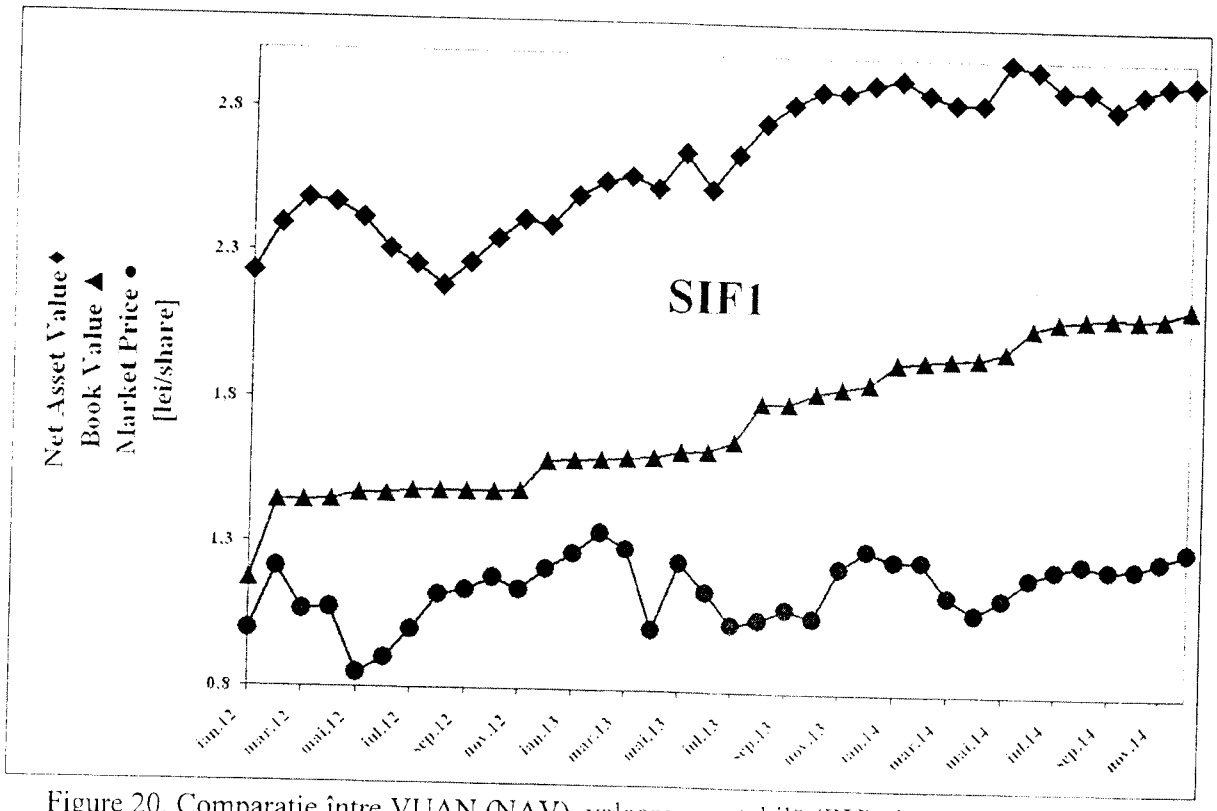

Figure 20. Comparaţie între VUAN (NAV), valoarea contabilă (BV) şi preţul din piaţă (MP) pentruemitentul SIF1

În concluzie, analiza evidenţiază fragilitatea pieţei interne de capital, potenţialul său redus de a-şi îndeplini menirea economică (de a atrage fonduri ieftine prin IPO-uri sau emisiunea de obligaţiuni) şi lichiditatea generală foarte redusă (puţin propice pentru rulaje bursiere semnificative).
În aceste condiţii, emitenţii firavi economic, cu lichiditate şi/sau tranzacţionare modestă, cu free-float redus şi care nu au perspective de finanţare ieftină prin bursă, nu beneficiază de niciun avantaj din faptul că sunt listaţi. Dimpotrivă, slaba activitate bursieră (şi, eventual, cotaţiile fluctuante sau chiar situate la valori discrepant de mici) nu fac decât să arunce o lumină nefavorabilă asupra companiei.

7.2. Analiza pieței imobiliare

Sumarul contextului macroeconomic

În cursul anului 2014, în România, consolidarea economică a continuat chiar în contextul turbulențelor din mediul internațional. Dinamica PIB a depășit semnificativ ritmul mediu de creștere din Uniunea Europeană. Semestrul al doilea al anului 2014 consemnează o reintrare a economiei pe o traiectorie sustenabilă, ca etapă finală a procesului dificil de ajustare macroeconomică derulat în România ulterior declanșării crizei financiare globale. Economia Românici a crescut în anul 2014 cu 2,8 %, cu recuperarea aproape integrală a declinului consemnat după declanșarea crizei financiare globale. În principal, creșterea economică s-a datorat dinamizării cererii interne, în principal a consumului privat, în contextul consolidării puterii de cumpărare a populației, prin majorarea veniturilor din salarii și pensii coroborată cu continuarea dezinflației și relaxării condițiilor decreditare în monedă națională (reducerile succesive ale ratei dobânzii de politică monetară). Pe baza datelor provizorii remise de Institutul Național de Statistică, **produsul intern brut** (PIB) al României s-a cifrat în 2014 la cca.150,0 miliarde euro, în creștere cu 2,8% față de 2013. Prognoza pentru sfârșitul anului curent este de creștere de 3,3% față de anul 2014. În general, în cursul semestrului I al anului 2014, acumularea de capital nu a constituit factorul determinant în susținerea ritmului PIB-lui real, când atât investițiile tehnologice cât și lucrările de construcții noi au continuat să se restrângă. În semestrul al doilea cei doi indicatori s-au redresat ca urmare a: intrării în vigoare a legislației referitoare la scutirea de impozit pe profitul reinvestit, reducerea costului finanțării, creșterea veniturilor, refacerea treptată a încrederii în mediul economic. Ca un aspect mai puțin favorabil, se semnalează restrângerea finanțării bugetare a proiectelor de infrastructură, factor care a influențat dinamica investițiilor în economie.

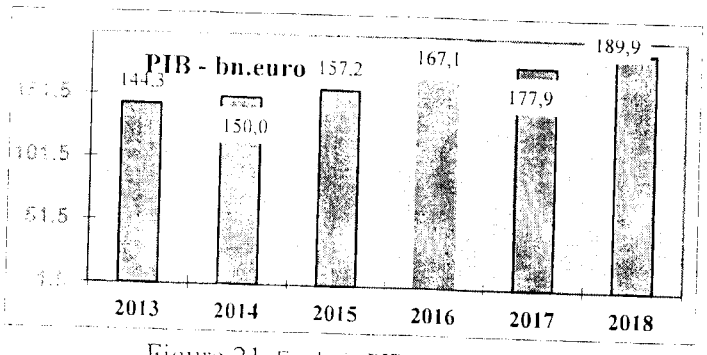

Figure 21. Evoluția PIB-ului României

La sfârșitul anului 2014, **indicele prețurilor de consum** (IPC) se afla la nivelul de 0,83% în raport cu anul 2013. Pe parcursul primelor opt luni ale anului 2015 inflația a fost relativ stabilă, cu variații în jurul nivelului de 1 %, cu un maxim de 1,21% în luna aprilie 2015, ca urmare a majorării accizei la carburanți și un minim de 0,66 % în iunie, datorat în principal aprecierii monedei naționale față de euro. Traiectoria ratei anuale a inflației a fost marcată în trimestrul II 2015 de extinderea sferei de aplicabilitate a cotei reduse a TVA de 9 % la toate alimentele, băuturile nealcoolice și serviciile de alimentație publică, indicatorul coborând în luna iunie în teritoriu negativ, -1,6 %. Evoluția indicatorului este redată mai jos[31]:

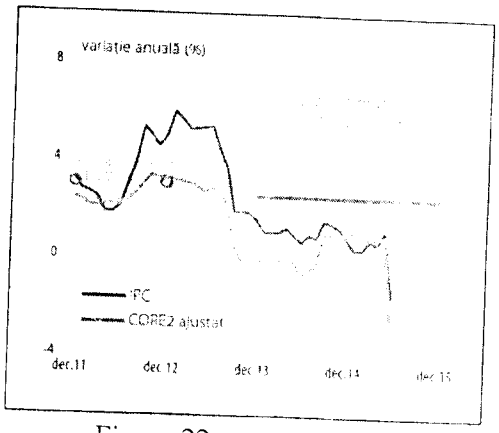

Figure 22. Evoluția inflației

Investițiile străine directe (ISD) au scăzut puternic începând cu anul 2009, anulând investițiile planificate pentru România pentru perioade mai favorabile. Anul 2013 consemnează însă o revenire, nesusținută însă și în 2014, când s-a înregistrat o scădere cu 10,6%. Conform datelor provizorii publicate de BNR, la nivelul sem.I 2015, volumul ISD a fost de 1,56 mld.euro.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Valoare ISD (mil.euro)	1.95	5.18	5.21	9.06	7.25	9.50	3.49	2.22	1.92	1.61	2.71	2.43	1.56

* date provizorii iunie 2015

Table 17. Evoluția investițiilor străine directe atrase de România în perioada 2003÷2015 (mil. euro)

Cursul de schimb leu/euro, similar ratei inflației, a avut fluctuații într-un interval relativ constant în cursul anului 2015, între 4.407 și 4.447 lei/euro, reconfirmând semnalul de stabilitate demarat din 2014. La 31.08.2015, cursul de schimb înregistrat a fost de 4,4321 lei/euro.

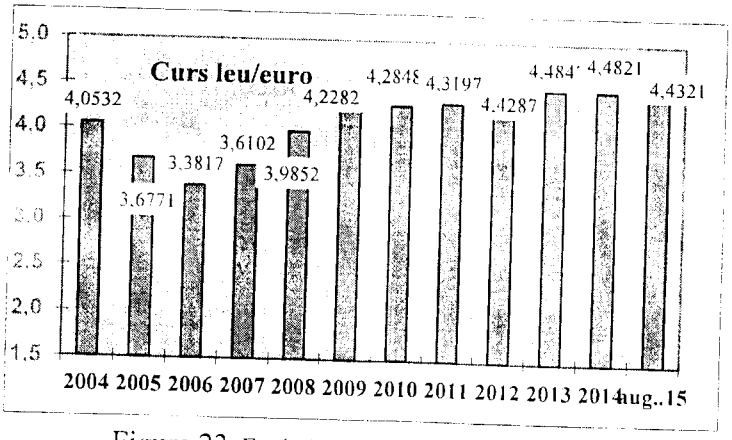

Figure 23. Evoluția cursului de schimb leu/euro

Conform celor mai recente date estimate de Comisia Națională de Prognoză, sinteza perspectivei macroeconomice a României pentru perioada 2015-2018 este prezentată alăturat prin proiecția principalilor indicatori macroeconomici:

Indicator macroeconomic	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (mld.euro)	144.3	150.0	157.2	167.1	177.9	189.9
PIB (creştere reală-%)	1.55	0.83	0.70	2.80	2.50	2.30
Creşterea preţurilor de consum (sfârşitul anului) - %	1.55	0.83	0.70	2.80	2.50	2.30
Soldul balanţei comerciale (mld.euro)	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	-1.9	-2.2
Câştigul salarial mediu net lunar (euro)	357.3	373.7	396.2	422.3	446.2	470.7
Rata şomajului (%)	7.1	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4
Cursul de schimb mediu leu/euro	4.4190	4.4446	4.4600	4.4400	4.4200	4.4000

Table 18. Proiecţia principalilor indicatori macroeconomici[32]

Rata şomajului a ajuns în decembrie 2014 la o valoare minimă a ultimilor 5 ani (6,8%, cu 0,3 pp sub media anului 2013). În structură, şomajul în rândul tinerilor a rămas ridicat, rata acestuia crescând cu 0,4 pp faţă de 2013 (până la 24,1%). Absorbţia forţei de muncă a fost însoţită de o uşoară accelerare a dinamicii anuale a câştigului salarial mediu brut (5,3 la sută), depăşindu-se astfel plafonul de 5% la care indicatorul s-a menţinut trei ani consecutivi.

Piaţa închirierilor este subsumată pieţei imobiliare, piaţă pe care ofertele sunt variate, cu valori care fluctuează, funcţie de natura activelor, vechime şi amplasament.

Factori de dinamizare a pieţei imobiliare în 2014÷2015

După ce anii 2009÷2011 au trecut sub semnul crizei economice mondiale, aşteptările de uşoară revigorare pentru perioada 2012÷2014 au fost confirmate. Contracţia urmată de stagnarea în sectorul internaţional al afacerilor imobiliare a avut un efect negativ şi asupra pieţei imobiliare din România. Piaţa imobiliară în marile oraşe din ţară, deşi a consemnat ajustări importante, menţine încă un decalaj între nivelul preţurilor la cerere şi ofertă, iar ca rezultat o serie de active bune rămân nevalorificate. Pot fi însă identificaţi factori cu efecte pozitive în reluarea creşterii stabile a pieţei imobiliare:

Ieftinirea creditelor în lei

Până în prezent creditul în euro a fost mai eligibil decât cel în moneda naţională, aspect care s-a modificat începând cu anul 2014, în care s-a adoptat o politică a Băncii Naţonale favorabilă unei susţineri puternice a împrumuturilor în lei. Mai mult, în situaţia opţiunii pentru un credit în lei, se elimină riscul valutar.

Creşterea accesului la creditare

Instituţiile de credit continuă diversificarea tot mai mare a produselor standard de creditare în lei, la rândul lor tot mai avantajoase pentru solicitanţii de finanţare. Creşterea lichidităţilor în sistem, respectiv a fondurilor disponibile pentru creditare, sunt un efect al diminuării RMO (rezerve minime obligatorii).

Suplimentarea fondurilor pentru Prima Casă

În anul 2014, la început de an, fondurile pentru programul Prima Casă au fost suplimentate cu 1.2 miliarde lei, la care se adaugă sumele rămase neutilizate în anul 2013, adică un plafon de peste 2 miliarde lei. În cursul primului semestru al anului 2015 s-a înregistrat o creștere cu 40% a volumului garanțiilor acordate față de aceeași perioadă a anului trecut. Valoarea garanțiilor acordate în anul curent a fost de 1.3 miliarde de lei, comparativ cu valoarea acordată în 2014, de 890 milioane de lei.

Stabilizarea prețurilor pe piață

Preturile locuințelor s-au ajustat până în prezent la un nivel care reprezintă aproximativ 50÷60% din nivelul din 2008, însă par a se stabiliza la acest nivel, nemaifiind semnale de scădere.

Avantajul cumpărării cu credit față de plata chiriei

În contextul scăderii costurilor pentru un credit și a stagnării prețurilor pe piața închirierilor, se conturează tot mai pregnant ideea preferinței pentru contractarea unui credit la achiziționarea unei proprietăți imobiliare față de opțiunea plății unei chirii lunare pentru aceeași proprietate, ca urmare a echilibrării celor două nivele.

Reluarea treptată a încrederii investitorilor pe piața imobiliară

Revenirea pieței imobiliare autohtone este pusă în evidență de numărul de tranzacții imobiliare în creștere de la an la an. Așteptările, deși prudențiale, începand cu 2009, au creat resursele necesare pentru creșterea treptată a cererii de locuințe, astfel că, în prezent, pe seama economiilor constituite în ultimii ani, investitorii sunt din nou dispuși să investească.

Pentru perioada 2015-2016 așteptările participanților din piață sunt mai optimiste față de perioada precedentă. Este dificil de prognozat o evoluție viitoare a pieței autohtone în contextul evoluțiilor din zona euro, totuși trebuie remarcați factori precum relaxarea condițiilor de creditare în sistemul bancar și prezența semnalelor de creștere a cererii pe piață. Dar încă nu se poate vorbi de o piață matură, de un echilibru între cerere și ofertă, în care piața va fi capabilă să absoarbă oferta actuală. Pentru a exista un echilibru, cererea solvabilă trebuie să dea semne certe de creștere și să echilibreze în cele din urmă oferta. Revirimentul prețurilor care a avut loc în ultima perioadă (2013- sem.I 2015), în cea mai mare parte a României, sugerează un punct de cotitură pentru scăderea prețurilor înregistrată în ultimii ani și creează așteptări pentru stabilitate și pregătirea unui teren propice creșterii sustenabile.

Diferențele dintre piețele imobiliare (inclusiv a închirierilor, ca sub-segment) și piețele bunurilor sau serviciilor constau în:

fiecare proprietate imobiliară este unică, cu amplasament fix;

piețele imobiliare nu sunt piețe eficiente, numărul vânzători și cumpărători fiind relativ mic, proprietățile imobiliare au valori ridicate care necesită o putere mare de cumpărare, fapt care determină ca aceste piețe să fie sensibile la stabilitatea veniturilor, schimbarea nivelului salariilor, numărul de locuri de muncă, sau de finanțarea disponibilă;

volumul creditului care poate fi obținut, mărimea avansului de plata, dobânzile, etc.;

de regulă, proprietățile imobiliare nu se integral cash, astefl încât dacă nu există condiții favorabile de finanțare tranzacția este periclitată;

piața imobiliară nu se autoreglează, fiind influențată de reglementările guvernamentale și locale.

Există deseori un decalaj între cererea și oferta de proprietăți imobiliare, punctul de echilibru fiind arareori atins. Oferta pentru un anumit tip de cerere se formează greu, în timp ce cererea poate să se modifice brusc;

cumpărătorii și vânzătorii nu dispun întotdeauna de informații corecte, iar actele de vânzare-cumpărare nu au loc în mod frecvent;

proprietățile imobiliare sunt durabile și pot fi privite ca investitii, fiind puțin lichide și de obicei cu un proces de vânzare lung.

În functie de nevoile, motivațiile, localizarea, tipul și vârsta participanților la piață pe de o parte și tipul, amplasarea, design și restricții privind proprietățile, pe de altă parte, s-au format tipuri diferite de piețe imobiliare: rezidențiale, comerciale, industriale, agricole și speciale.

Oferta pentru vânzari de proprietăți de tip industrial

Ofertanții de proprietăți de tip industrial pentru vânzare în județul Neamț se împart în trei categorii:

- persoane fizice, sau societăți comerciale private ;
- societăți comerciale cu capital majoritar de stat;
- societăți comerciale în lichidare, sau a căror proprietăți sunt executate silit.

Ofertele din partea societăților comerciale private sunt de regulă proprietăți imobiliare de tip industrial, în exces față de necesitățile lor curente de exploatare. Persoanele fizice care se manifestă ca ofertanți pe piața proprietăților de tip industrial sunt proprietari care au cumpărat aceste proprietăți în perioada ultimilor ani în scop speculative, pentru revânzarea lor în profit. Proprietățile au fost îmbunătățite în acest sens, prin efectuarea de lucrări de reparații și amenajări ale halelor. Oferta a apărut și din partea intreprinderilor de sat, confruntate cu dificultăți financiare, care au văzut în ofertarea excedentului de spații industriale soluția de redresare prin reducerea cheltuielilor și obținerea de fonduri necesare pentru finanțarea altor active aflate în exploatarea lor. Ca o caracteristică constructive, acest tip de hale au utilizări specifice industrial, cu tehnologia din perioada 1960-1970, fiind din beton, supradimensionate și compartimentate conform destinațiilor proiectate initial. Acestea ridică probleme de reamenajare, atât din punct de vedere al reproiectării accesului din exterior, cât și al tâmplăriei, termoizolației, mai ales, fapt care determină costuri excesive cu încălzirea datorită pierderilor energetice semnificative. Utilitățile halelor sunt au fost proiectate într-un tot cu rețeaua de incintă a intreprinderilor, separarea lor fiind dificilă și cu costuri ridicate.

Oferta de proprietăți de tip industrial pentru închiriere în judetul Neamț vine din partea următorilor participanți pe piață :

- proprietari care obțin profituri exclusiv din închirierea spațiilor;
- proprietari care dețin spații în exces și care le închiriază pentru suplimentarea veniturilor.

Nivelul chiriilor practicate pe piața specifică, ca și în zona altor municipii, asigură recuperarea investiției, cu achiziționarea și modernizarea acestor spații, într-un interval de timp între 12-14 ani.

Pentru proprietățile de tip industrial cererea se manifestă din partea:

- societăților comerciale din județul Neamț în dezvoltare, având nevoie de spații pentru producție sau depozitare;
- societăților comerciale din țară, care își deschid local puncte de lucru și au nevoie de spații pentru depozitare;

reprezentanțe ale producătorilor străini (de autoturisme, autocamioane, service-uri).

Echilibrul pieței

Pentru proprietăți industriale de tipul halelor, raportul cerere – ofertă atinge un echilibru relativ. Din informațiile detinute de evaluator, zona se caracterizează printr-o gamă extinsă al nivelului chiriilor practicate, amplasamentului, dimensiunii, destinației și utilității spațiului, în general al dotărilor (definitorii în formarea prețurilor pe piață). Intervalul chiriilor practicate este de 1 până la 2,5-3 euro/mp/lună pentru magazii și hale de depozitare din panouri sandwich și cărămidă, respectiv de 3 până la 5 euro/mp/lună pentru spațiile de birouri conexe. Tot din informațiile deținute de evaluator, ofertele practicate recent pe piața locală pentru terenuri în zona în care se află amplasată proprietatea și în zone similare ca dezvoltare economică se află în intervalul de 1,5 până la 4 euro/mp/lună. Prețul terenului este influențat mai ales de amplasare și dotări.
Costurile de construcție din prezent ale halelor din cărămidă și panouri sandwich se situează între 200 și 300 euro/mp suprafață desfășurată, cu luarea în considerare și a compartimentărilor făcute.

7.3. Declarația de conformitate

Prezenta evaluare a fost făcută în concordanță cu normele ANEVAR și IVS, evaluatorul respectând cerințele etice și profesionale conținute în Codul Deontologic, aferent îndeplinirii misiunii.

Evaluatorul certifică faptul că:

- prezentările faptelor din raport sunt corecte și reflectă cele mai pertinente cunoștinte ale evaluatorului;
- analizele și concluziile sunt limitate numai la ipotezele și condițiile prezentate în raport;
- evaluatorul nu a avut niciun interes asupra proprietății evaluate;
- onorariul evaluatorului nu este condiționat de vreun aspect al raportului;
- evaluarea a fost efectuată în conformitate cu Codul Deontologic și cu standardele de evaluare;
- evaluatorul îndeplinește cerințele adecvate, de calificare profesională;
- evaluatorul are experiență în ceea ce privește categoria de proprietate care este evaluată;

ing. ec. Turcaș Florin, MAA

7.4. Anexe specifice

- Balanța contabilă de verificare la 31.01.2015;
- Fișe de calcul al valorilor terenurilor;
- Documentații cadastrale.

7.5. Prezentarea evaluatorului

Cuprinde:
- Documentele oficiale de atestare;
- CV-ul evaluatorului.

Note de subsol

[1] ASOCIAȚIA NAȚIONALĂ A EVALUATORILOR AUTORIZAȚI DIN ROMÂNIA (2014). *Standardele de evaluare ANEVAR.* București. ISBN 978-973-0-16798-6

[2] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (2013) *International Valuation Standards.* London, U.K.

[3] *REGULAMENTUL (CE) NR. 1126/2008 AL COMISIEI din 3 noiembrie 2008 de adoptare a anumitor standarde internaționale de contabilitate în conformitate cu Regulamentul (CE) nr. 1606/2002 al Parlamentului European și al Consiliului* (Text cu relevanță pentru SEE) (JO L 320, 29.11.2008, p. 1)

[4] IVSC (February 2011) *Depreciated Replacement Cost (Exposure Draft - Technical Information Paper)*

[5] IVSC (January 2011) *The Discounted Cash Flow (DCF) Method – Real Property and Business Valuations (Exposure Draft Technical Information Paper).*

[6] Aswath Damoradan *Investment Valuation, second edition*

[7] Rawley Thomas, Benton E. Gup (2010) *The Valuation Handbook.* ed. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

[8] http://radinc153062.ro/2015/10/05/dezvoltarea-industriei-prelucrarii-lemnului-si-a-mobilei-realitati-si-perspective/

[9] http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=umar

[10] Ulrich Wiehle ș.a. *100 Financial Ratios.* Cometis Publishing GmbH. Wiesbaden

[11] Palepu, Krishna G.; Healy, Paul M.; Peek, Erik (2013) *Business Analysis and Valuation. IFRS edition. Third Edition.* Cengage Learning EMEA. ISBN: 978-1-4080-5642-4

[12] Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis. A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies.* Wiley Finance Series, ISBN 9781118843048

[13] Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M. (2011). *Equity Valuation and Portfolio Management.* John Wiley & Sons, Inc. 978-1-118-15654-4

[14] https://static.anaf.ro/static/10/Anaf/legislatie/OMFP_1802_2014.pdf

[15] Standardele de evaluare ANEVAR. București, 2014

[16] Private Companies. Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment / Dr. Kerstin Dodel, CFA. John Wiley & Sons, Ltd. 2014

[17] Business valuation discounts and premiums / Shannon P. Pratt. John Wiley & Sons, Inc., 2009

[18] Financial valuation : applications and models / James R. Hitchner. – 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011

[19] http://asfromania.ro/legislatie/legislatie-sectoriala/legislatie-capital/legislatie-secundara-cnvm/regulamente-cnvm/357-2014-regulamente-capital-legislatie/3146-rregulament-nr-9-2014-privind-autorizarea-si-functionarea-s-a-i-o-p-c-v-m-si-depozitarilor-o-p-c-v-m

[20] http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/HTML/?uri=CELEX:32008R1126&rid=1

[21] http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?qid=1449128934679&uri=CELEX:32004L0025

[22] Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes. Final Report. IOSCO, May 2013

[23] Modern methods of valuation / Eric Shapiro, David Mackmin and Gary Sams. – 11th ed. Routledge, 2013

[24] Capital Market Instruments Analysis and Valuation. 3rd Edition. / Moorad Choudhry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira, Rod Pienaar. / Palgrave Macmillan, 2010

[25] http://download.pwc.com/ie/pubs/2014_challenges_for_the_mmf_industry.pdf

[26] www.incrediblecharts.com

[27] www.ifbfinwest.ro/complexcharts/index.php?id_lista=1786

[28] www.bvb.ro/IndicesAndIndicators/Indicators.aspx?s=&t=0&m=&d=11/09/2011&tab=1

[29] http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4

[30] http://ec.europa.eu/eurostat/documents/4031688/6193635/KS-GL-14-004-EN-N.pdf/555d60fb-a7de-4c79-a9f4-254802961d5e

[31] http://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=3922 (RAI-aug.2015)

[32] http://cnp.ro/user/repository/prognoza_2015_2018_varianta_de_primavara_2015.pdf