

**ing. ec. Turcaș Florin Marius**

Evaluator autorizat ANEVAR EI, EPI, EIF  
Expert tehnic judiciar evaluarea proprietății imobiliare

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

# **Raport de evaluare**

**Activul evaluat: Acțiuni listate**

**Emitent: Compania Hotelieră  
Intercontinental România SA**

**Solicitant: LIDO SA, acționar**

**Scopul evaluării: Vânzare pachet minoritar de  
acțiuni**

**Tipul valorii: Valoarea de piață**

**Nr. evaluare: TFM 17/19**

## Cuprins

1.	Raportarea evaluării.....	3
2.	Descrierea activelor .....	5
2.1.	Identificarea activului subiect. Descrierea juridică. ....	5
2.2.	Analiza emitentului .....	6
2.3.	Istoric, incluzând vânzările anterioare și oferte sau cotații curente.....	8
3.	Disclaimer și Disclosure.....	11
3.1.	Natura și sursa de informații pe care se va baza evaluarea.....	11
3.2.	Ipoteze.....	11
3.3.	Restricții de utilizare, difuzare și publicare .....	12
3.4.	Declararea conformității evaluării cu standardele de evaluare ANEVAR .....	12
4.	Analiza pieței.....	13
4.1.	Piața bursieră.....	13
4.2.	Piața hotelieră .....	14
5.	Abordări în evaluare.....	17
5.1.	Abordarea prin comparația cu propriile tranzacții .....	17
5.2.	Abordarea prin utilizarea multiplicatorilor bursieri .....	20
5.3.	Abordarea prin venit .....	25
5.4.	Abordarea prin cost.....	25
5.5.	Reconcilierea valorilor. Valorile propuse .....	26
5.6.	Analiza de sensibilitate și risc a rezultatelor .....	29
6.	Bibliografie. Note de subsol.....	32

# 1. Raportarea evaluării

## Termenii de referință ai evaluării:

### **(a) Identificarea și competența evaluatorului**

Evaluatorul este Turcaș Florin, expert ANEVAR specializările EI, EPI, EIF, leg. 16866, expert tehnic judiciar EPI. Evaluatorul confirmă că poate oferi o evaluare obiectivă și imparțială și este competent să efectueze evaluarea. Evaluatorul nu a apelat la asistență substanțială din partea altor specialiști.

### **(b) Identificarea clientului și a oricărui alți utilizatori desemnați**

Solicitantul evaluării (clientul) este acționarul LIDO SA București, CIF 1573677. Utilizatorii evaluării sunt solicitantul și acționarii acestuia, în vederea deciziei privind vânzarea acțiunilor.

### **(c) Scopul evaluării**

Scopul evaluării este stabilirea valorii de piață, în vederea vânzării unui pachet minoritar de acțiuni RCHI.

### **(d) Identificarea activului sau a datoriei subiect al evaluării**

Activul evaluat este o participație minoritară în emitentul Compania Hotelieră Intercontinental România SA, CIF 9019856, listată pe segmentul ATS al pieței bursiere AeRO Premium sub ticker-ul RCHI, cod ISIN ROCHIOACNOR3, .

Participația evaluată este de 1,89% din capitalul social al emitentului, adică 15.779.790 acțiuni.

Activul evaluat nu se consideră pentru prezenta evaluare împreună cu alte active.

### **(e) Tipul valorii**

Tipul valorii este valoarea de piață, considerată adecvată scopului evaluării (vânzare). Definiția acesteia este stipulată de SEV 100 Cadrul general din cadrul Standardelor de evaluare a bunurilor 2018 emise de ANEVAR: „29. Valoarea de piață este suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă) la data evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere.”

### **(f) Data evaluării**

Data evaluării este 18.03.2019. Data predării raportului se estimează a fi 20.03.2019. Data finalizării investigațiilor pe teren este 18.03.2019.

### **(g) Documentarea necesară pentru efectuarea evaluării**

Expertului i s-a cerut să se bazeze exclusiv pe datele de piață disponibile public.

### **(h) Natura și sursa informațiilor utilizate pe care s-a bazat evaluarea**

Expertul a nu realizat personal o inspecție a activelor.

Expertul a utilizat date provenind din surse publice, private, studii proprii și ale altor experți.

### **(i) Ipoteze și ipoteze speciale**

Ipotezele de lucru și ipotezele speciale sunt specificate pe parcursul lucrării.

### **(j) Restricții de utilizare, difuzare sau publicare**

Evaluarea se adresează numai utilizatorilor și scopurilor menționate. Posesia acestui raport sau a unei copii nu conferă drept de publicare, fără acordul scris al evaluatorului. Raportul de evaluare nu va putea fi inclus, în întregime 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.

#### **(k) Declaraarea conformității evaluării cu SEV**

Evaluatorul declară că prezentul raport este conform cu SEV; nu există devieri.

#### **Rezultatele evaluării**

##### **(l) Abordarea în evaluare și raționamentul**

Abordările utilizate sunt prin piață, prin comparația cu propriile tranzacții, respectiv utilizarea multiplicatorilor bursieri.

Selectarea (reconcilierea) valorii finale s-a bazat pe relevanța, calitatea, cantitatea și credibilitatea informațiilor disponibile, precum și de raționamentul profesional și experiența evaluatorului.

##### **(m) Valoarea sau valorile obținute**

**Expertul propune ca prețul minim de vânzare a pachetului de acțiuni să fie de 0,1700 lei/acțiune.**

Nu există nicio garanție că acest preț, sau oricare altul, poate fi atins în procesul efectiv de tranzacționare al acțiunilor pe bursă.

##### **(n) Data raportului de evaluare**

Raportul de evaluare are numărul TFM 17/19 și a fost emis în martie 2019.

Raportul de evaluare trebuie actualizat dacă apar informații privind rezultatele activității emitentului în 2018 sau modificări radicale ale pieței de capital.

##### **(o) Descrierea raportului**

Raportul de evaluare va fi prezentat în format .pdf pe e-mail, cu semnătură electronică<sup>1</sup>. Nu vor fi excluse părți relevante din raport.

Expert evaluator,  
Turcaș Florin Marius

---

<sup>1</sup> «Acolo unde în text apare termenul „semnătură” acesta poate fi interpretat și ca semnătură electronică certificată extinsă”, în măsura în care părțile convin acest lucru. Termenul semnătură electronică este considerat termenul generic ce permite autentificarea unui document electronic. Se folosește generic termenul de „semnătură electronică” pentru a conferi neutralitate și pentru a nu limita prevederile la tehnologia criptografică actuală. Practic, semnătura electronică este echivalentă cu procesul de autentificare a unui document electronic printr-un certificat digital calificat.» GLOSAR 2017, Standardele de evaluare a bunurilor 2018, ANEVAR

## 2. Descrierea activelor

### 2.1. Identificarea activului subiect. Descrierea juridică.

Activul evaluat este emitentul Compania Hoteliera Intercontinental România SA, având sediul social în București, bd. Nicolae Bălcescu, nr. 4, CIF 9019856, nr. ORC J40/10364/1996.

Întreprinderea este o societate pe acțiuni, care funcționează după legile din România, în special Legea Societăților nr. 31/1990.

Emitentul este listat pe piața bursieră din România, segmentul ATS, categoria AeRO Premium, având codul ISIN ROCHIOACNOR3 și ticker-ul bursier RCHI.

Acționarii<sup>1</sup> la 31.12.2018 sunt:

<b>Acționar</b>	<b>Acțiuni</b>	<b>Procent</b>
MOUNTBAY LIMITED loc. NICOSIA CYP	274.235.500	32,9000 %
S.C. DE ASIGURARE-REASIGURARE ASTRA S.A. loc. BUCUREȘTI jud. SECTOR 1	136.064.000	16,3236 %
THE NOVA GROUP INVESTMENTS ROMANIA S.A. loc. BUCUREȘTI jud. SECTOR 3	130.965.800	15,7119 %
alți acționari / others	104.742.058	12,5659 %
<b>LIDO loc. BUCUREȘTI jud. SECTOR 1</b>	<b>99.134.100</b>	<b>11,8931 %</b>
S.I.F. BANAT-CRIȘANA S.A. loc. ARAD jud. ARAD	88.401.642	10,6055 %
<b>TOTAL</b>	<b>833.543.100</b>	<b>100%</b>

Tabelul 1. Structura acționariatului

Conform Raportului de audit întocmit de Roedl & Partner Audit SRL și prezentat<sup>2</sup> în AGOA din 31.08.2018, asupra acțiunilor deținute de The Nova Group Investment România SA și a celor deținute de Mountbay Limited Nicosia Cyprus a fost instituit sechestru asigurator la cererea DNA. De asemenea, trebuie menționat că acționarul Societatea de Asigurare-Reasigurare Astra SA este în faliment.

Fiecare acțiune dă dreptul la un vot în AGA și drepturi proporționale de a participa la profit (de a primi dividende).

Tranzacționarea acțiunilor se realizează pe piața bursieră, în conformitate cu legile specifice. Emitentul nu are tunel de preț (limită superioară/inferioară de variație), iar mărimea minimă a blocului de tranzacționare este de 1 acțiune.

Evaluatorul nu a efectuat un due-diligence pentru a verifica starea firmei.

## 2.2. Analiza emitentului

Evaluarea fiind destinată acționarilor existenți, este succintă și relevă numai informațiile de interes pentru efectuarea tranzacției.

Activitatea principală a emitentului constă din exploatarea complexului hotelier Intercontinental din București<sup>3</sup>.



Figura 1. Hotelul Intercontinental București

Situația activelor și pasivelor este prezentată în tabelul următor. Menționăm că ultimele date disponibile public sunt cele la 30.06.2018, emitentul fiind plasat de Bursă în Lista specială de observare pentru nerespectarea obligațiilor de raportare periodică, respectiv de transmitere și publicare a Raportului anual complet pentru 2017 și a Raportului pentru sem. I 2018.

<b>Elemente bilanțiere [mii lei]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Active imobilizate	121.006	118.007	118.428	114.690
Stocuri	269	406	366	427
Creanțe	3.487	3.422	2.454	3.982
Numerar	4.832	5.293	5.189	11.192
<b>Total activ</b>	<b>129.594</b>	<b>127.128</b>	<b>126.436</b>	<b>130.291</b>
Capitaluri proprii	69.623	74.625	81.133	92.455
Datorii termen scurt	12.521	12.762	13.843	14.213
Datorii termen mediu și lung	47.451	39.741	31.460	23.623
<b>Total Pasiv</b>	<b>129.594</b>	<b>127.128</b>	<b>126.436</b>	<b>130.291</b>

Tabelul 2. Situația posturilor bilanțiere

Evoluția rezultatelor este ascendentă.

<b>Rezultate [mii lei]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Venituri exploatare	46.051	49.853	52.783	59.936
Rezultat exploatare	1.746	8.285	9.528	14.199
EBITDA	-4.380	3.352	4.708	9.627
Rezultat financiar	-3.953	-3.283	-2.760	-2.558
Profit brut	-2.207	5.002	6.768	11.641
Profit net	-2.207	5.002	6.508	11.321

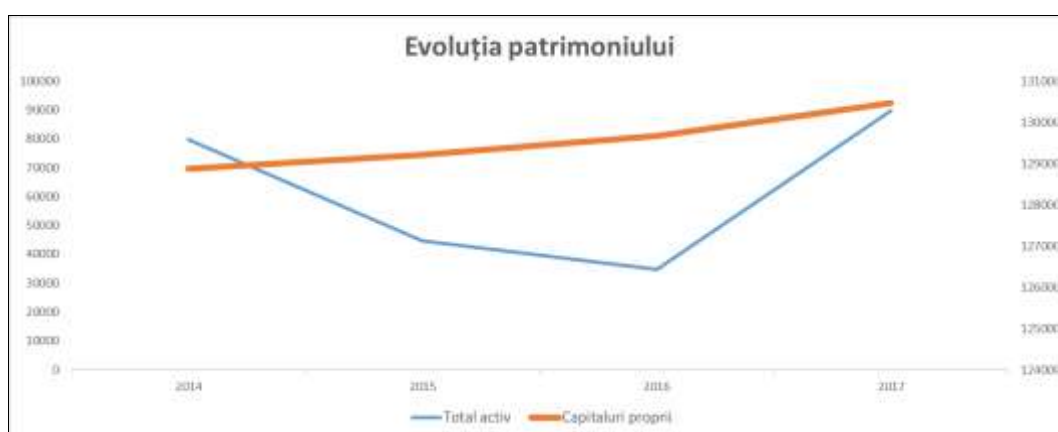
Tabelul 3. Evoluția rezultatelor

Evoluția principalilor indicatori ai emitentului este prezentată în tabelul următor:

<b>Indicatori financiari</b>	<b>Formula</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Lichiditate rapidă	$(\text{Active circulante}-\text{Stocuri})/\text{Datorii termen scurt}$	0,7	0,7	0,6	1,1
Grad de îndatorare	$\text{Total datorii}/\text{Total pasiv}$	46%	41%	36%	29%
ROE	$\text{Profit net}^+/\text{Capital propriu}$	-3%	7%	8%	12%
ROA	$\text{Profit brut}/\text{Total activ}$	-2%	4%	5%	9%
Randamentul activelor	$\text{Cifra de afaceri}/\text{Total activ}$	36%	39%	42%	46%
Rata profitului brut	$\text{Profit brut}/\text{Cifra de afaceri}$	-5%	10%	13%	19%
Rotația stocurilor	$\text{Stocuri}*365/\text{Cifra de afaceri [zile]}$	2	3	3	3
Rotația creanțelor	$\text{Creanțe}*365/\text{Cifra de afaceri [zile]}$	28	25	17	24
Rotația datoriilor	$\text{Datorii}*365/\text{Cifra de afaceri [zile]}$	475	384	313	230

Tabelul 4. Evoluția principalilor indicatori financiari

Evoluția este una pozitivă, situația emitentului fiind situată pe un evident trend ascendent.



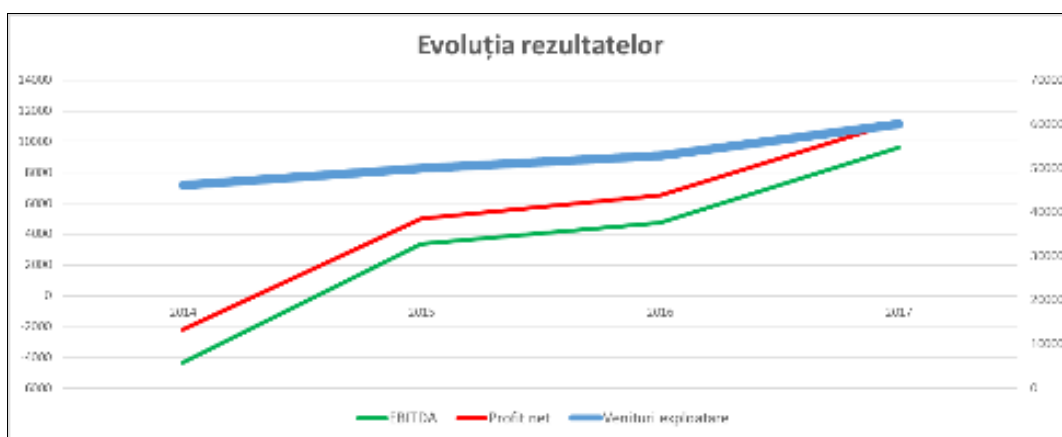


Figura 2. Reprezentarea grafică a evoluției performanțelor emitentului

Rezultatele la 6 luni din 2018 sunt oarecum similare cu cele din 2017. Rezultatul brut a crescut cu 10,31%, dar cel net a crescut cu 31.84% (de la 3,7 la 4,9 mil. lei). Motivul este aplicarea unei rate de impozitare globale de 2,16% în 2018. Totuși, rezultatele anuale nu sunt previzibile, astfel încât prognoza de preț nu poate fi modificată.

Din Raportul administratorilor pentru semestrul I 2018, prezentat cu o întârziere remarcabilă (postat pe site-ul Bursei la 21.11.2018) rezultă că parametrii activității turistice la 6 luni se păstrează în 2018 similari cu cei din 2017:

Indicator	sem. I 2017	sem. I 2018
Nr. noapți cazare	37.110	37.053
Grad de ocupare	79,80%	79,13%
Tarif mediu	456,03	483,23
Nr. turiști	48.643	49.118
- români	14.593	12.962
- străini	34.050	36.156

Tabelul 5. Indicatori hotelieri

Conducerea Lido SA a făcut demersuri să obțină date concrete sau cel puțin informații calitative mai recente, privind rezultatele pe 2018. Refuzul RCHI de a le disemina înseamnă că foarte probabil nu vor apărea noutăți pe piață până la data AGEA de la Lido SA. De altfel, pagina subțire a emitentului menționată la BVB demonstrează lipsa de transparență a RCHI față de acționari. Emitentul nu a publicat calendarul financiar, deși legea o cere.

### 2.3. Istoric, incluzând vânzările anterioare și oferte sau cotații curente

Acțiunile emitentului sunt listate și se tranzacționează public prin mecanismele Bursei de Valori București.



Similar evoluției rezultatelor, și cotațiile bursiere au înregistrat o creștere semnificativă în ultima perioadă. Creșterea este chiar mai susținută decât a pieței bursiere în general, adică comparativ cu indicele BET (care urmărește evoluția principalelor acțiuni cotate).



Figura 3. Evoluția cotațiilor bursiere ale RCHI comparativ cu indicele BET

Se remarcă însă volumele reduse din ultima perioadă, ceea ce determină de altfel, în opinia expertului, și fluctuațiile mari, fără legătură cu rezultatele companiei sau cu situația macroeconomică.

La data evaluării, piața în adâncime demonstrează că RCHI nu prezintă o atracție deosebită pentru investitori.

	Var. Pret (%)	Volum	Valoare	Nr. tranz.
<b>Astazi</b>	-	-	-	-
<b>1 saptamana</b>	-	-	-	-
<b>1 luna</b>	-12,69 ▼	196.003	33.704,75	13
<b>6 luni</b>	7,50 ▲	9.286.879	1.579.806,22	276
<b>1 an</b>	18,62 ▲	10.973.624	1.834.916,02	371
<b>Anul curent</b>	-4,44 ▼	7.178.803	1.221.742,12	122

Tabelul 6. Volumele recente de tranzacționare.

RCHI [XRS1] - COMPANIA HOTELIERA INTERCONTINENTAL ROMANIA SA BUCURESTI					
<input type="checkbox"/> Actualizare automata					
Piata in adancime		Grafic			
BID 1,051,608 / ASK 727,577					17:33:39
	Vol BID	Pr BID	Pr ASK	Vol ASK	
[1]	100	0.1710	0.1750	1,500	[1]
[1]	1,036,799	0.1700	0.1940	1,500	[1]
[1]	4,709	0.1590	0.1960	2,000	[1]
[1]	10,000	0.1000	0.1970	5,300	[1]
			0.1980	3,457	[1]
			0.2000	91,510	[1]
			0.2200	19,968	[2]
			0.2380	46,084	[2]
			0.2400	439,200	[3]
			0.2700	10,000	[1]
			0.3000	9,474	[1]
			0.3500	4,300	[1]

Tabelul 7. Cererea și oferta de acțiuni RCHI

**În aceste condiții, vânzarea celor 15.779.790 acțiuni de către Lido SA trebuie făcută cu maximă precauție, pentru că o presiune la vânzare ar putea duce la variații extreme ale cotațiilor.**

Reamintesc tuturor acționarilor că valorificarea acțiunilor trebuie făcută printr-un broker, pe piața bursieră AeRO gestionată de BVB. Piața emitentului RCHI este slabă (sute de mii de acțiuni în bid/ask, mult sub cele peste 15,7 milioane de acțiuni propuse la vânzare). Astfel, deși brokerul este obligat să execute ordinul de vânzare în cele mai bune condiții, e posibil să nu poată să efectueze tranzacția respectând cerințele de preț/volum/timp impuse. Spre exemplu, SIF3 încearcă fără succes de 4 ani să vândă pachetul majoritar la BALN Buziaș.

De asemenea, este imposibil de garantat că emitentul sau piața bursieră vor evolua într-un sens anume. De aceea este menționată data evaluării, pentru că orice schimbare ulterioară a condițiilor poate duce la variația prețurilor și invalidarea valorii propuse. Astfel, riscurile menționate în evaluare trebuie înțelese ca fiind cele legate de raționament în condițiile informațiilor cunoscute la data evaluării și în nici un caz cele privind evoluțiile viitoare ale pieței emitentului.

Tranzacția care ar scădea participarea Lido SA la 10% (1,89% din acțiunile emitentului) poate fi apreciată ca utilă pentru acționar din mai multe puncte de vedere:

- Acoperă necesarul de lichidități imediate a vânzătorului, așa cum rezultă din analizele CA prezentate la convocările anterioare ale AGA
- Dacă e făcută cu profesionalism, tranzacția poate să nu distorsioneze piața
- Lido SA rămâne un acționar semnificativ în Hotelul Intercontinental, deținerea de 10% fiind importantă.

### 3. Disclaimer și Disclosure

#### 3.1. Natura și sursa de informații pe care se va baza evaluarea

Prezentul raport de evaluare a fost întocmit în conformitate cu recomandările și metodologia de lucru recomandată de către ANEVAR (Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România) pe baza Standardelor de evaluare a bunurilor<sup>4</sup> ANEVAR 2018 care încorporează *Standardele Internaționale de Evaluare (IVS), ediția 2017*<sup>5</sup> și care sunt obligatorii pentru activitatea de evaluare în România<sup>6</sup> în conformitate cu OG nr. 24/2011 aprobată prin Legea nr. 99/2013, în concordanță cu Codul de Etică al profesiei de evaluator autorizat, precum și pe baza Standardelor Internaționale de Raportare Financiară<sup>7</sup>.

Evaluatorul nu își asumă niciun fel de răspundere pentru datele puse la dispoziție de către emitent și nici pentru rezultatele obținute în cazul în care acestea sunt viciate cu date incomplete sau greșite.

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.

Informațiile și datele care stau la baza materialelor prezentate în acest material au fost obținute sau provin din surse considerate de încredere, însă evaluatorul nu își asumă responsabilitatea pentru eventualele obligații sau pierderi rezultate în urma folosirii acestora.

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.

#### 3.2. Ipoteze

Raportul de evaluare a fost realizat pe baza următoarelor ipoteze:

- Informațiile furnizate de terțe părți sunt considerate de încredere, dar nu li se acordă garanție pentru acuratețe;
- În pregătirea evaluării au fost utilizate doar acele informații și specificații avute la dispoziție, din surse publice;
- 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.
- Ipotezele speciale sunt prezentate în raport, acolo unde au fost utilizate.

### **3.3. Restricții de utilizare, difuzare și publicare**

Posesia acestui raport sau a unei copii nu conferă drept de publicare. Evaluatorul, prin natura evaluării, 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 întregime 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.

### **3.4. Declararea conformității evaluării cu standardele de evaluare ANEVAR**

STANDARDELE DE EVALUARE A BUNURILOR ANEVAR, ediția 2018, aplicate în prezenta lucrare sunt STANDARDE GENERALE: SEV 100 – CADRU GENERAL (IVS CADRU GENERAL), SEV 101 – Termenii de referință ai evaluării (IVS 101 Sfera misiunii de evaluare), SEV 102 – Implementare (IVS 102) și SEV 103 – Raportarea evaluării (IVS 103), STANDARDELE PENTRU ACTIVE, GLOSAR 2018.

## 4. Analiza pieței

### 4.1. Piața bursieră

Piața bursieră internă continuă să rămână una de frontieră, încercând să devină emergentă într-un cerc vicios în care, datorită volumelor de tranzacționare reduse, fondurile nu pot investi, astfel încât nici lichiditatea nu poate crește.

Spre exemplu<sup>8</sup>, în 2018, BVB a avut un volum de tranzacționare (turnover) de 875,9 milioane euro, comparativ cu Budapesta (1.947,0 Me), London Stock Exchange Group (1.091.084,0 Me) sau Cboe Europe Equities (8.253.284,0 Me).

Mai mult, instabilitatea legislativă și măsurile pripite fac ca bunul mers al pieței să aibă drastic de suferit. „Ordonanța lăcomiei” este doar ultimul exemplu care descurajează investitorii: scăderea din decembrie 2018 i se datorează în exclusivitate.



Figura 4. Evoluția bursei românești

Considerații privind indicatorii bursieri au fost prezentate în cadrul evaluării. Valorile lor se situează mult sub cele ale bursei dezvoltate, concluzia comună fiind că acțiunile societăților românești sunt subevaluate.

Se remarcă de asemenea numărul redus de IPO-uri, investitorii și emitenții neavând încă cultura finanțării prin piața de capital.

## 4.2. Piața hotelieră

Similar întregii piețe hoteliere, Intercontinental traversează o perioadă bună, activitatea nefiind sezonieră. Conform Memorandumului de prezentare pentru admiterea acțiunilor pe piața MTF, din 2014, cota din piața bucureșteană deținută de Hotel Intercontinental este de 12%.

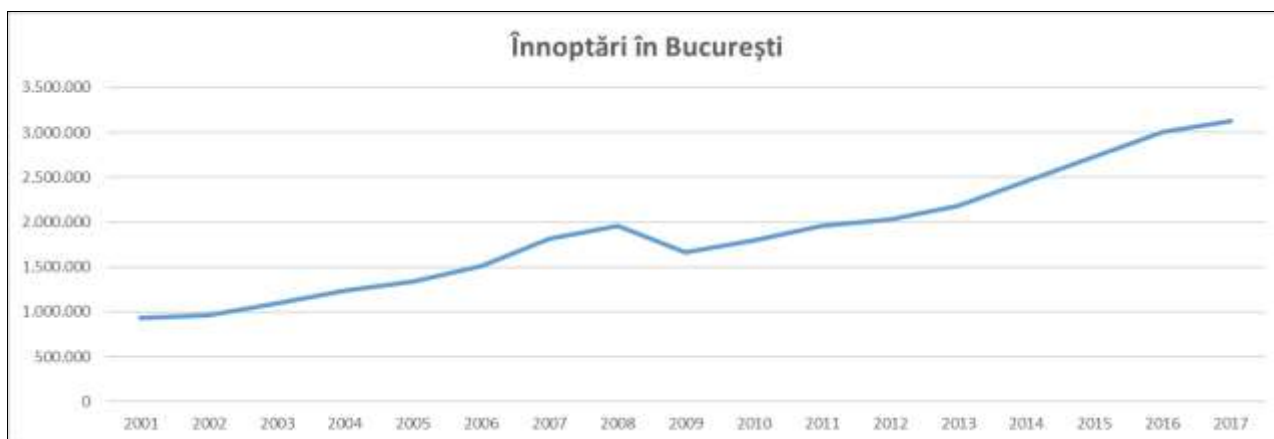


Figura 5. Evoluția numărului de oaspeți în hoteluri<sup>9</sup>

Conform ultimelor date statistice<sup>10</sup>, cheltuielile cu cazarea continuă să reprezinte ponderea în bugetul turiștilor:

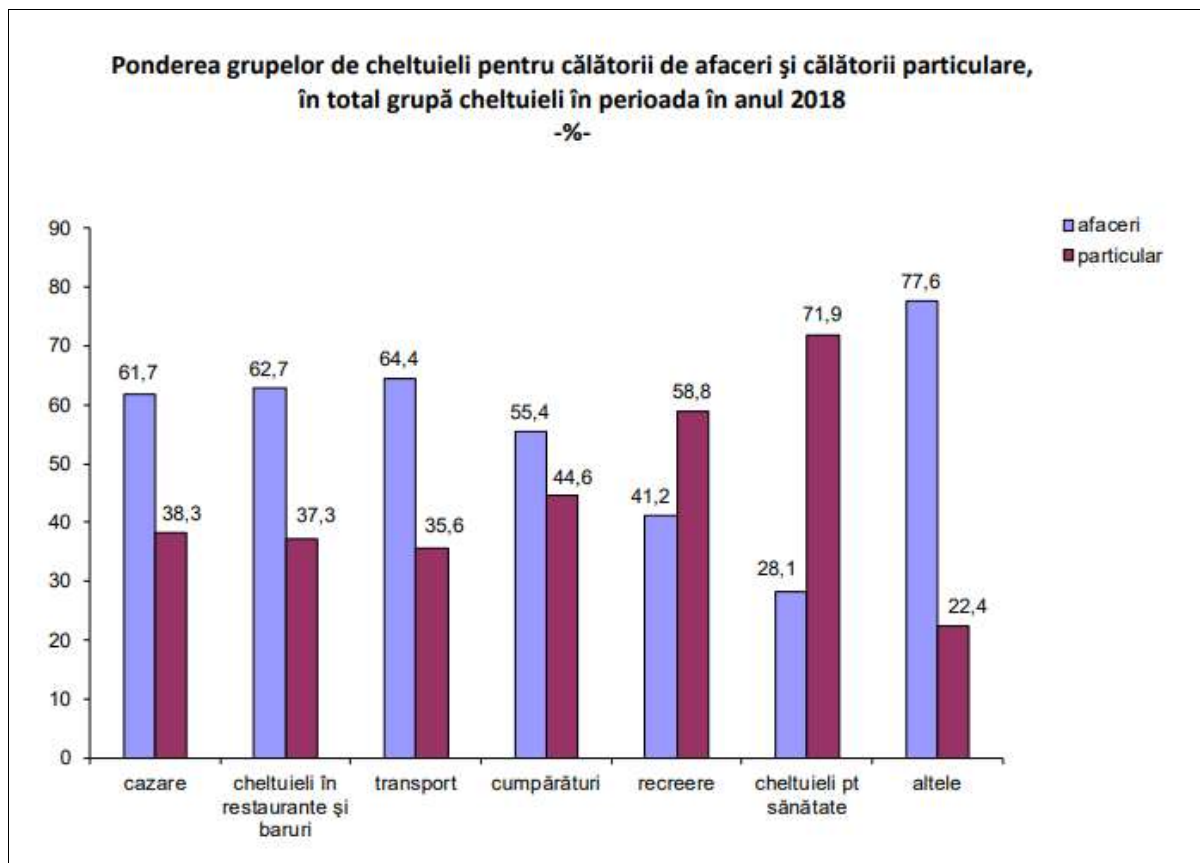


Figura 6. Ponderea cheltuielilor turiștilor

O simplă căutare pe TRIVAGO<sup>11</sup> plasează Hotel Intercontinental pe primul loc între cazările de 4 stele, evaluate la 8,5+, din centrul Bucureștiului.







	<p><b>InterContinental Bucharest</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 1.1 km față de Centru</p> <p><b>8.7</b> Excelent (1300 opinii) Amplasare excelentă · Extrem de curat</p>	<p>Agoda 421 lei</p> <p>abookers.com 445 lei</p> <p>Hotels.com 440 lei</p> <p>Oferta de la 431 lei</p>	<p>Discount <del>617 lei</del> <b>27%</b></p> <p>Booking.com 449 lei</p> <p>Plata la hotel</p> <p><b>Vizualizați oferta &gt;</b></p>
	<p><b>Athenee Palace Hilton Bucharest</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 1.7 km față de Centru</p> <p><b>8.7</b> Excelent (1981 opinii) Amplasare excelentă · Extrem de curat</p>	<p>Aronia.com 264 lei</p> <p>abookers.com 423 lei</p> <p>Agoda 355 lei</p> <p>Oferta de la 353 lei</p>	<p>Discount <del>582 lei</del> <b>38%</b></p> <p>Booking.com 356 lei</p> <p><b>Vizualizați oferta &gt;</b></p>
	<p><b>Novotel Bucharest City Centre</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 1.2 km față de Centru</p> <p><b>8.5</b> Excelent (2172 opinii) Amplasare excelentă · Extrem de curat</p>	<p>Hotels.com 338 lei</p> <p>Booking.com 337 lei</p> <p>Hotels.com 336 lei</p> <p>Oferta de la 335 lei</p>	<p>abookers.com 335 lei</p> <p><b>Vizualizați oferta &gt;</b></p>
	<p><b>The Mansion Boutique Hotel</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 0.5 km față de Centru</p> <p><b>8.7</b> Excelent (103 opinii) Extrem de curat · Servicii excelente</p>	<p>Booking.com 472 lei</p> <p>Hotels.com 472 lei</p> <p>abookers.com 489 lei</p> <p>Oferta de la 429 lei</p>	<p>Discount <del>550 lei</del> <b>31%</b></p> <p>Aronia.com 429 lei</p> <p><b>Vizualizați oferta &gt;</b></p>
	<p><b>Europa Royale Bucharest</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 0.3 km față de Centru</p> <p><b>8.7</b> Excelent (3571 opinii) Amplasare excelentă · Extrem de curat</p>	<p>Aronia.com 317 lei</p> <p>abookers.com 340 lei</p> <p>Agoda 291 lei</p> <p>Oferta de la 291 lei</p>	<p>Discount <del>464 lei</del> <b>38%</b></p> <p>Booking.com 334 lei</p> <p>Plata la hotel</p> <p><b>Vizualizați oferta &gt;</b></p>
	<p><b>Mercure Bucharest City Center</b> ★★★★★ Hotel</p> <p>București, 1.8 km față de Centru</p> <p><b>8.5</b> Excelent (1113 opinii)</p>	<p>Aronia.com 284 lei</p> <p>Hotels.com 271 lei</p> <p>abookers.com 352 lei</p>	<p>Hotels.com <del>386 lei</del></p> <p>Booking.com 337 lei</p>

Figura 7. Clasamentul TRIVAGO

Principala amenințare pe piață o reprezintă serviciile de cazare în apartamente, de tip airbnb.com – oarecum similar concurenței Uber asupra taximetriștilor. La o căutare<sup>12</sup> pentru o cazare peste 200 lei/noapte sunt propuse apartamente excepționale:



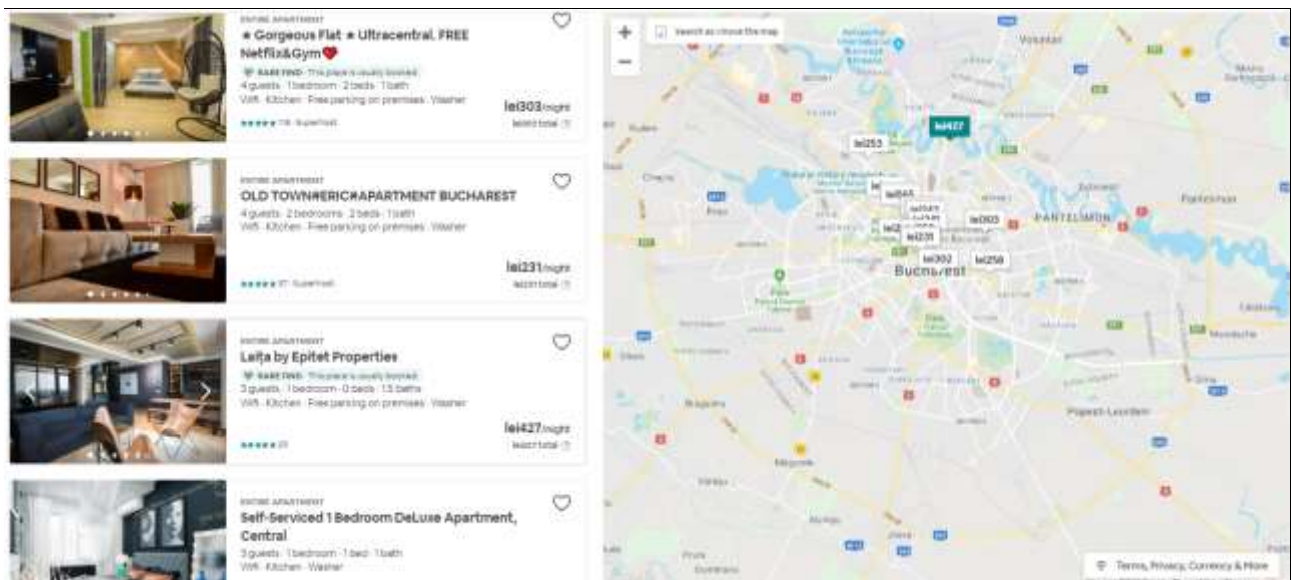


Figura 8. Cazări propuse de AIRBNB

Un alt aspect interesant îl constituie prețul hotelului, asupra căruia voi reveni la evaluarea prin cost. Hoteluri de 4 stele se vând/ofertează la prețuri mai mari pe cameră decât valoarea contabilă a Hotelului Intercontinental:

Hotel	Site	Preț (eur)	Nr. camere	Preț (eur/cam)
Piața Unirii	<a href="https://www.storia.ro/oferta/hotel-4-stele-78-camere-piata-unirii-ID4YUf.html">https://www.storia.ro/oferta/hotel-4-stele-78-camere-piata-unirii-ID4YUf.html</a>	8.500.000	80	106.250
Centru	<a href="https://www.titirez.ro/vanzari-hotel-pensiune/bucuresti/floreasca/hotelpensiune-de-vanzare-17-camere-city-imob-wwwcity-imobro-1111c">https://www.titirez.ro/vanzari-hotel-pensiune/bucuresti/floreasca/hotelpensiune-de-vanzare-17-camere-city-imob-wwwcity-imobro-1111c</a>	1.580.000	17	92.941
Radisson Blu și Park Inn	<a href="https://www.stiripesurse.ro/doua-dintre-cele-mai-luxoase-hoteluri-din-bucuresti--scoase-la-vanzare--care-este-suma---foto_1184458.html">https://www.stiripesurse.ro/doua-dintre-cele-mai-luxoase-hoteluri-din-bucuresti--scoase-la-vanzare--care-este-suma---foto_1184458.html</a>	160.000.000	928	172.414
<b>Intercontinental</b>	<b>Valoare contabilă</b>	<b>21.502.768</b>	<b>257</b>	<b>83.668</b>

Tabelul 8. Comparabile hoteluri ofertate

În concluzie:

- Piața bursieră a fost grav afectată de ultimele măsuri legislative, dar este în curs de revenire
- Evoluția cursului bursier al emitentului RCHI este ascendentă, în concordanță cu rezultatele recente favorabile și nu se corelează cel al indicelui bursei (BET)
- Hotelul Intercontinental are o imagine bună în viziunea oaspeților și un grad de ocupare bun
- Suspicionez că activul este subevaluat în raportările contabile
- Evoluția pieței turistice și hoteliere este una favorabilă în ultimii ani
- Principala amenințare la adresa pieței specifice a emitentului vine din partea serviciilor alternative de tip sharing (airbnb.com).



## 5. Abordări în evaluare

Pentru evaluarea întreprinderilor și participațiilor la întreprinderi, SEV 200 Întreprinderi și participații la întreprinderi prevede că: «C13. Pentru evaluarea unei întreprinderi sau unei participații la capitalul întreprinderii pot fi aplicate abordările prin piață și prin venit, descrise în SEV 100 Cadrul general. În mod normal, nu poate fi aplicată abordarea prin cost, cu excepția întreprinderilor aflate în stadiul incipient sau recent înființate, când profitul și/sau fluxul de numerar nu pot fi determinate în mod credibil și dacă există informații de piață adecvate despre activele entității.»

Alături de Standarde, și alte lucrări de referință în domeniu<sup>13, 14, 15, 16, 17</sup> recomandă abordările utilizate în prezenta evaluare: prin piață (comparație), prin venit (profitabilitate, rentabilitate) și prin cost (patrimonială, pe bază bilanțului).

Rezultatul trebuie interpretat astfel, în contextul standardelor:

«C1. În contextul acestor Comentarii se aplică următoarele definiții:

(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 toți proprietarii ei.»

### 5.1. Abordarea prin comparația cu propriile tranzacții

«C15. Abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu întreprinderi, participații la capital și acțiuni similare, care au fost tranzacționate pe piață, precum 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. Trei din cele mai uzuale surse de date utilizate în abordarea prin piață sunt piețele de capital pe care se tranzacționează participațiile la capitalurile unor întreprinderi similare, piața achizițiilor de întreprinderi pe care se cumpără și se vând întreprinderi în ansamblul lor, precum și tranzacțiile anterioare sau ofertele de tranzacții de acțiuni ale întreprinderii subiect.»

Principalele prevederi normative/legislative care precizează modul de calcul al valorii acțiunilor cotate sunt prezentate în cele ce urmează. 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<sup>18</sup>:**

«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 "RGSB";

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

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

### **Standardul Internațional de Raportare Financiară 13. Evaluarea la valoarea justă<sup>19</sup>:**

«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.»

### **Standardele de Evaluare ANEVAR, 2018. SEV 200 Întreprinderi și participații la întreprinderi:**

« C15. Abordarea prin piață compară întreprinderea subiect cu întreprinderi, participații la capital și acțiuni similare, care au fost tranzacționate pe piață, **precum 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. Trei din cele mai uzuale surse de date utilizate în abordarea prin piață sunt piețele de capital pe care se tranzacționează participațiile la capitalurile unor întreprinderi similare, piața achizițiilor de întreprinderi pe care se cumpără și se vând întreprinderi în ansamblul lor, precum și **tranzacțiile anterioare sau ofertele de tranzacții de acțiuni ale întreprinderii subiect**. »

### **Directiva 2004/25/CE a Parlamentului European și a Consiliului<sup>20</sup>:**

«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 criteriile 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<sup>21</sup> faptul că activele cotate trebuie 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)<sup>22</sup> consideră că valoarea tranzacțiilor anterioare este o bază solidă pentru aprecierea prețului de piață al acțiunilor: «*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)<sup>23</sup> 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.*»

În materialul Mark-to-Market and Mark-to-Model. Challenges for the Money Market Funds Industry<sup>24</sup>, emis de PricewaterhouseCoopers în 2014, se menționează că: «*Both US GAAP and IFRS*

*recognize 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.»*

Elementul esențial de care trebuie ținut cont este activitatea pieței, respectiv lichiditatea acțiunilor, reflectată prin volumele de tranzacționare.

Prețul actual este de 0,1700 lei/acțiune (19.03.2019, la închiderea pieței), fiind stabilit prin 3 tranzacții din 06.03.2019, cu un volum total de 5.000 acțiuni (859 lei).

Evident, aceste ultime tranzacție nu sunt relevante pentru prețul potențial la care se speră a se vinde 15.779.790 acțiuni.

În opinia expertului, mult mai relevant ar fi un preț mediu de tranzacționare, pe o perioadă rezonabilă (1÷3 ani, nu mai mult), astfel încât volumul de tranzacționare să fie semnificativ pentru stabilirea prețului. Urmărind istoricul de tranzacționare, evaluatorul a identificat tranzacții semnificative (cu zeci de milioane de acțiuni) desfășurate în octombrie 2017. Urmărind și graficul de evoluție (pentru a ține seama de cursul bursier), expertul consideră că o perioadă de 2 ani este relevantă pentru prețul mediu de tranzacționare (tranzacții totale cu 104.073.553 acțiuni).

Prețul mediu de tranzacționare se determină prin împărțirea valorii totale a tranzacțiilor la numărul de acțiuni tranzacționate.

Rezultatul este sintetizat în tabelul următor.

Data	Tranzactii	Volum	Valoare	Pret deschidere	Pret minim	Pret maxim	Pret mediu	Pret inchidere
06.03.2019	3	5.000	859	0,1720	0,1700	0,1720	0,1720	0,1700
20.03.2017	2	3.886	486	0,1250	0,1250	0,1295	0,1250	0,1295
<b>TOTAL</b>	<b>1.028</b>	<b>104.073.553</b>	<b>10.816.565</b>		<b>0,0934</b>	<b>0,2480</b>	<b>0,1039</b>	

Tabelul 9. Sinteza tranzacțiilor din ultimii 2 ani

**În concluzie, cotația actuală a RCHI este de 0,1700 lei/acțiune.**

**Valoarea medie de tranzacționare din ultimii 2 ani este de 0,1039 lei/acțiune.**

## 5.2. Abordarea prin utilizarea multiplicatorilor bursieri

Conform Standardelor de evaluare: «C19. În urma analizei întreprinderilor cotate la bursă sau a tranzacțiilor efective se calculează ratele de evaluare, care, de obicei, reprezintă prețul împărțit la unele forme de venit sau la activele nete.»

Standardul SEV 200 specifică faptul că: «C20. Analistii 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 atribue 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.»*

Evaluarea se bazează pe utilizarea multiplicatorilor (ratelor de valoare) determinați pentru comparabile, selectați după criteriul consistenței interne și aplicați întreprinderii subiect:

$$M = \frac{P_{ac} \text{ sau } V_{ic}}{P_{irc}}; \quad V_i \text{ sau } P_a = M \cdot P_{ir} \quad (1)$$

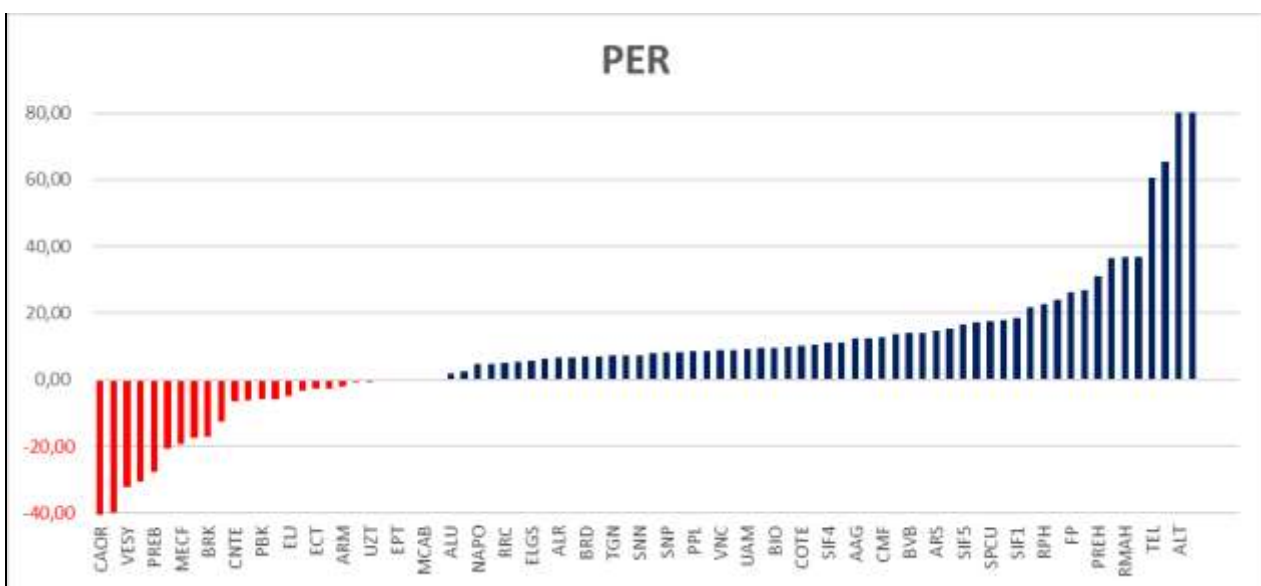
unde M = multiplicator, Pa = prețul activului, Vi = valoarea întreprinderii (valoarea de piață a capitalului), Pir = parametru economic relevant; indicele suplimentar c se referă la comparabile.

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

$$PER = \frac{Pps}{EPS} \quad P/BV = \frac{MC}{TE} = \frac{Pps}{VUAN} \quad DY = \frac{Dps}{Pps} \quad (2)$$

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, VUAN = Valoarea Unitară a Activului Net, DY (sau DIVY) = Dividend Yield, Dps = dividendul pe acțiune.

Însă aplicarea indicatorilor bursieri, în special pe piața românească, trebuie utilizată cu precauție, cel puțin din motivele care vor fi prezentate în continuare.



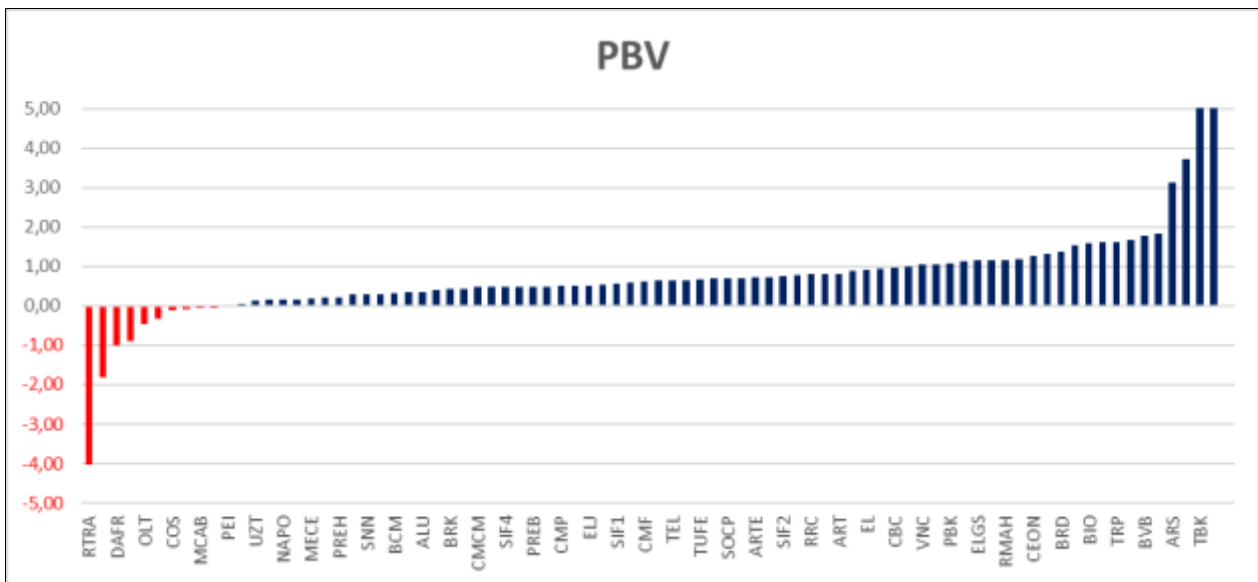


Figura 1. Distribuția indicatorilor bursieri<sup>25</sup>

Analiza statistică a datelor relevă faptul că distribuția lor permite un grad minim de încredere (încredere) în valorile rezultate. Distribuția nu este normală, gaussiană, nefiind posibilă utilizarea mediei, respectiv a abaterii medii pătratice, pentru stabilirea valorii centrale, respectiv a intervalului de încredere a rezultatelor

Datele trebuie utilizate cu precauție pentru estimarea corectă a valorii unui emitent. Dispersia foarte mare a datelor și ecartul exagerat între valorile extreme (*heavy tail*) implică faptul că abaterile față de medie sunt mari.

Ponderarea cu capitalizarea bursieră (pentru a stabili valoarea de referință a indicatorului pentru întreaga piață) este nerecomandată, pentru că un emitent cu capitalizare mare și indicator situat în marginea intervalului va atrage îndepărtarea rezultatului de medie.

Pentru piața internă, indicatorii bursieri calculați de BVB<sup>26</sup> sunt:

Indicatori Principali / Main Figures	An / Year			
	2018		2019	
	Mil. RON	Mil. EUR	Mil. RON	Mil. EUR
<b>Total Piata / Market Total</b>				
Valoare tranzactionata totala (Toate instrumentele / All instruments)	13.989,35	3.004,31	1.895,12	401,25
<b>Societati Admise la Tranzactionare / Listed Companies</b>				
Numar societati / Number of companies	87		85	
Capitalizare bursiera / Market capitalization	142.986,11	30.658,06	156.490,58	33.003,75
Valoare tranzactionata / Turnover	11.271,13	2.421,20	1.863,89	394,64
Rata lichiditatii (Val tranz/capitalizare)/ Turnover Velocity (TV) (Turnover/Mkt cap)	16,67		6,65	
PER piata / Market P/E Ratio (PER)	7,67		8,05	
Pret piata / Valoare contabila / Price/Book value (P/BV)	0,83		0,87	
Randamentul dividendului / Dividend yield (DIVY)	10,11		9,66	

Tabelul 10. Indicatorii BVB

Valorile acestor indicatori se situează mult sub valorile pe plan european, așa cum rezultă ele din datele prelucrate de firmele de specialitate<sup>27</sup>:

<b>Industry Name</b>	<b>Number of firms</b>	<b>Current PE</b>	<b>Trailing PE</b>	<b>Forward PE</b>	<b>PEG Ratio</b>
Hotel/Gaming	109	119,65	296,20	25,70	1,50

<b>Industry Name</b>	<b>Number of firms</b>	<b>PBV</b>	<b>ROE</b>	<b>EV/ Invested Capital</b>	<b>ROIC</b>
Hotel/Gaming	109	2,27	7,57%	2,22	10,11%

Tabelul 11. Indicatori bursieri, la nivel european

Totuși, pentru piața principală și domeniul hotelier, cifrele sunt mai apropiate de cele europene:

<b>Sector de activitate / Sector</b>	<b>Capitalizare bursiera / Market capitalization</b>	<b>Valoarea tranzactionata / Turnover</b>	<b>PER*</b>	<b>PBV</b>	<b>DIVY</b>
	<b>RON</b>	<b>RON</b>			
Intermedieri financiare si asigurari / Financial and insurance activities	97.967.952.738,75	621.044.627,92	8,94	0,97	8,38
Industria extractiva / Mining and quarrying	31.101.579.367,28	119.368.424,96	6,89	0,84	12,13
Industria prelucratoare / Manufacturing	9.352.744.690,06	13.217.597,26	7,45	1,07	5,45
Transport si depozitare / Transportation and storage	4.886.778.285,40	21.337.259,33	7,35	0,98	12,82
Activitati profesionale, stiintifice si tehnice / Professional, scientific and technical activities	4.369.556.714,50	30.817.551,42	14,07	0,93	5,61
Productia si furnizarea de energie electrica si termica, gaze, apa calda si aer conditionat / Electricity, gas, steam and air conditioning supply	4.336.624.696,95	43.193.537,67	13,05	0,43	18,98
Sanatate si asistenta sociala / Human health and social work activities	602.346.230,40	3.101.840,40	-	3,91	-
Constructii / Construction	287.199.484,57	246.799,77	5,20	0,59	3,90
Hoteluri si restaurante / Accommodation and food service activities	253.122.298,50	344.423,55	34,94	0,44	1,47
Comert cu ridicata si cu amanuntul; repararea autovehiculelor si motocicletelor / Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	247.498.106,55	85.636,45	12,36	0,99	5,68
Tranzactii imobiliare / Real estate activities	59.181.574,00	10.949,00	213,36	0,64	6,62
Alte sectoare / Other	3.026.000.000,00	14.876.672,40	-	-	-

\*PER pe sectoare este calculat pe baza capitalizarii bursiere a societăților care au înregistrat profit. / PER is calculated based on market capitalization of companies which recorded profit

PBV si DIVY se calculeaza pentru actiuni emise de din Romania/ PBV and DIVY are computed for domestic companies

Tabelul 12. Indicatori sectoriali

Considerând valorile fundamentale ale emitentului la 31.12.2017 (ultimele public disponibile, la care expertul a avut acces), precum și indicatorii menționați, RCHI se încadrează astfel în peisajul bursier:

Indicatori financiari	Valoare curentă	Damodaran <sup>†</sup>		Recomandări <sup>†</sup>
		Hotel/Gaming	ANEVAR	
Lichiditate rapidă	106,76%		> 1	✓
Grad de îndatorare	29,04%		< ½	✓
ROE	12,25%	7,57%	> 5%	✓
Randamentul activelor	46,00%		> 2	X
EV/EBITDA	10,9			✓
Rotația creanțelor	24		< 30 zile	✓
† Evaluarea Întreprinderii. ANEVAR, 2016				
‡ <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>				

Tabelul 13. Indicatori financiari comparative

Indicatorii financiari calculați pentru emitentul RCHI au fost comparam cu cei ai pieței interne, precum și cu valorile medii europene. Deși se tranzacționează în România, acționariatul Intercontinental este mixt (român și străin), iar interesul investitorilor se situează cel puțin la nivel european.

Indicatori financiari	Valoare curentă	Damodaran Hotel/Gaming	Medie BVB
PER	9,17	25,70	12,82
P/BV	1,12	2,27	0,91
DY	0,00%	5,44%	7,22%
PEG	1.587	1,50	
Rentabilitatea acțiunii	34%		1,54% ++
++ dobânda bancară medie la depozitele populației - sept. 2018			

Tabelul 14. Comparație dintre indicatorii RCHI și cei ai pieței

RCHI nu a distribuit dividende în ultimii ani, astfel încât DIVY nu a putut fi aplicat.

Valoarea companiei, pe baza datelor financiare la 31.12.2017 și a indicatorilor bursieri importanți, rezultă din tabelul următor:

Indicator	Valoare	Piață	Val. fundamentală	Preț acțiune
PER	12,82	BVB	EPS	0,1741
	25,70	EU		0,3490
P/BV	1,12	BVB	VUAN	0,1245
	2,27	EU		0,2523

Tabelul 15. Calculul prețului pe acțiune funcție de indicatorii bursieri



**În urma aplicării indicatorilor bursieri, valoarea acțiunilor RCHI se situează în intervalul 0,1245 ÷ 0,3490 lei.**

### 5.3. Abordarea prin venit

*«C22. În abordarea prin venit, pentru estimarea valorii se utilizează diferite metode. Aceste metode sunt metoda capitalizării fluxului de numerar sau a beneficiilor și metoda fluxului de numerar actualizat.»*

Evaluarea se pretează atât participațiilor majoritare, cât și celor minoritare.

Ea nu este credibilă și nu poate fi realizată decât prin consultarea managementului privind politicile și perspectivele emitentului.

Evaluatorul nu a avut contact cu conducerea emitentului și nu a avut acces la previziunile acesteia privind continuarea activității.

**Prețul acțiunilor nu a putut fi determinat prin abordări bazate pe venituri.**

### 5.4. Abordarea prin cost

*«C13. Pentru evaluarea unei întreprinderi sau unei participații la capitalul întreprinderii pot fi aplicate abordările prin piață și prin venit, descrise în SEV 100 Cadrul general. În mod normal, nu poate fi aplicată abordarea prin cost, cu excepția întreprinderilor aflate în stadiul incipient sau recent înființate, când profitul și/sau fluxul de numerar nu pot fi determinate în mod credibil și dacă există informații de piață adecvate despre activele entității.»*

Prin urmare, abordarea prin cost nu poate fi aplicată în cazul de față. Excepții de la această regulă sunt specificate în standarde:

*«Implementare (SEV 102) 4. Dacă evaluarea se face pentru o participație la capital care dă dreptul la lichidarea activelor întreprinderii, se va avea în vedere dacă valoarea totală a activelor, care se vând în mod individual în procesul de lichidare, depășește valoarea totală a activelor determinată pe ipoteza continuării activității.»*

Cât privește tradiționala metodă a evaluării pe baza bilanțului economic corectat, aceasta nu este o abordarea propriu zisă în evaluare:

*«C14. Valoarea anumitor tipuri de întreprinderi, de exemplu, o întreprindere de investiții sau de tip holding, poate fi obținută printr-o însumare a valorilor activelor și datoriiilor. Aceasta este numită uneori „abordarea prin activul net” sau „abordarea prin active”. **Aceasta nu este o abordare***

*propriu-zisă în evaluare, deoarece valorile activelor și datoriilor individuale se obțin din aplicarea uneia sau mai multor abordări principale în evaluare descrise în SEV 100 Cadrul general, înainte de a fi însumate.»*

Explicația pentru care valoarea activelor nu poate fi considerată o bază logică de evaluare a valorii acțiunilor este legată de utilitatea acestora. Proprietățile imobiliare ale emitenților sunt utilizate strict în procesul productiv, nefiind destinate vânzării sau închirierii. Astfel, valoarea lor de piață (de vânzare sau de închiriere) nu este relevantă, deoarece ele nu pot fi valorificate direct.

**Valoarea companiei nu a fost determinată prin cost.**

**De altfel, valoarea patrimonială a companiei nu are nicio relevanță pentru evaluarea unui pachet minoritar de acțiuni listate, pentru că discount-urile (corecțiile) pentru lipsa de control și lipsa de lichiditate nu pot fi estimate rațional rezonabil.**

O observație suplimentară referitoare la valoarea activului net al companiei.

Din datele prezentate la 31.12.2017 rezultă că imobilizările corporale (practic, Hotelul Intercontinental) ar avea o valoare de 101.063.011 lei, adică cca. 83.668 eur/cameră (257 camere și apartamente, conform Memoriului de prezentare). Apreciez această valoare ca fiind foarte mică pentru un hotel de 4 stele din centrul Bucureștiului. Deși în raportul de audit se menționează că: „... am identificat riscuri cu privire la existența și evaluarea imobilizărilor corporale, cu posibile implicații legate de tratamentul fiscal aplicat amortizărilor.”, nu rezultă niciun fel de concluzie utilă în prezenta evaluare. Fără a avea acces la vreo evaluare realizată pentru stabilirea valorii juste sau pentru impozitare, îmi exprim îndoiala că valoarea construcției reprezintă numai jumătate din valoarea activului:

Activ	Valoare brută	Amortizare	Valoare netă	%
	lei	lei	lei	
Teren	47.099.587		47.099.587	47%
Construcție	55.141.452	9.014.727	46.126.725	46%
Alte imobilizări corporale	35.304.017	28.467.318	6.836.699	7%
<b>TOTAL</b>	<b>137.545.056</b>	<b>37.482.045</b>	<b>100.063.011</b>	<b>100%</b>

Tabelul 16. Situația imobilizărilor emitentului

## 5.5. Reconcilierea valorilor. Valorile propuse

Conform standardelor, «52. În fundamentarea concluziei asupra valorii, în raportul de evaluare se va face referire la abordarea sau abordările în evaluare aplicate, la datele de intrare utilizate și la argumentarea concluziilor stabilite.

53. *Selectarea și argumentarea abordărilor, metodelor și tehnicilor de evaluare adecvate depinde de calitatea, cantitatea și credibilitatea informațiilor disponibile, precum și de raționamentul profesional al evaluatorului, raționament ce trebuie prezentat în raportul de evaluare. În anumite situații se poate ca una sau două abordări să nu fie relevante sau aplicabile, evaluatorul având obligația profesională de a prezenta în cadrul raportului de evaluare argumentele și raționamentele care au stat la baza neaplicării acestora».*

**Expertul a identificat următoarele valori care au participat la procesul de reconciliere, toate bazate pe comparații bursiere:**

<b>Abordarea</b>	<b>Valoare acțiune</b>
Preț curent BVB	0,1700
Medie tranzacționare 2 ani	0,1039
<b>pe baza PER RO</b>	<b>0,1741</b>
pe baza forward PER EU	0,3490
pe baza P/BV RO	0,1245
pe baza P/BV EU	0,2523

Tabelul 17. Sinteza valorilor rezultate din evaluare

**Practic, atât abordarea prin cost cât și cea prin venit au fost substituite prin considerarea PER și P/BV în cadrul prin metodei bazate de multiplicatorii bursieri.**

Din literatura studiată<sup>28</sup> a rezultat că PER pe baza rezultatelor previzionate este cel mai bun indicator, cel puțin pentru piața americană (pentru care a fost efectuat studiul): *«Our result confirms what was already suggested by previous empirical studies: Analysts' earnings forecasts provide a better estimate of firms' future profitability and, since they reflect a larger information set, are likely to be more accurate. Among forward multiples, **ratios that exploit two- or three-years' forward earnings are typically more precise than the ones using one-year forecasts, suggesting that more-forward earnings are more accurate than less-forward earnings in explaining stock prices.** »*

Cu toate acestea, la acest moment nu se întrevide o creștere spectaculoasă a cotației, astfel încât propunerea unui preț de 0,3490 lei pe acțiune nu este realistă în acest moment.

Totuși, analiza tehnică relevă un trend ascendent<sup>29</sup> al emitentului RCHI, cu target de preț la 0,2000 lei (vezi Figura 9).

Prin urmare, cel puțin pe termen scurt, evaluatorul estimează că poate fi atinsă valoarea anterioară. Cu excepția tranzacțiilor din 27.07.2018 (când s-a atins o cotație maximă de 0,2480 lei și o închidere de 0,1980 lei), cotația maximă a fost de 0,1980 lei/acțiune. Din analiza grafică, acesta ar fi următorul target de preț, pe trendul ascendent pe care se situează cotația emitentului.

Evident, această valoare poate fi atinsă numai printr-o strategie corectă de brokeraj, dar nu există nicio garanție că piața va accepta acest preț la volumul propus de acțiuni.

**Din analiza tehnică<sup>30</sup>, evaluatorul consideră că target-ul pe termen mediu-scurt pentru valoarea acțiunilor RCHI este de 0,20 lei.**

Trebuie menționat că analiza tehnică nu este cea mai adecvată pentru RCHI, având în vedere lichiditatea redusă.



Figura 9. Trendul RCHI

Cotația actuală se situează la nivelul unui fost prag de rezistență (0,1770 lei, maxim în 20.04.2018), care s-a transformat, în opinia analistului, în prag suport.

Având în vedere că prezentul raport va fi prezentat în AGA Lido SA, expertul propune ca decizia de vânzare a acțiunilor să fie luată în sensul în care valoarea medie de vânzare a întregului pachet să nu fie mai mică decât cotația actuală (0,17 lei/acțiune). Această propunere are în vedere faptul că trendul cotației este crescător, iar rezultatele financiare se situează și ele pe o pantă ascendentă.

Un argument suplimentar legat de confirmarea PER-ului ca reper pentru stabilirea prețului este verificat de ultima tranzacție mare efectuată pe simbolul RCHI (74.626.458 acțiuni în 23.10.2017, la 0,095 lei/acțiune) la un PER de 12,17, considerând profitul la 2016 (0,0078 lei EPS = profit/acțiune).

**Evaluatorul propune ca prețul minim de vânzare al pachetului de 1,89% din capitalul social al RCHI să fie de 0,1700 lei/acțiune.**

Ultimele tranzacții<sup>31</sup> cu volume rezonabile au fost realizate la acest preț, existând și un ordin de cumpărare, de 1.036.799 acțiuni, la 0,17 lei (vezi Tabelul 7).

Data	Tranzacții	Volum	Valoare	Preț deschidere	Preț minim	Preț maxim	Preț mediu	Preț închidere
06.03.2019	3	5.000	859	0,1720	0,1700	0,1720	0,1720	0,1700
05.03.2019	4	180.000	30.688	0,1850	0,1700	0,1850	0,1710	0,1700
04.03.2019	5	10.253	2.010	0,1960	0,1710	0,1980	0,1960	0,1980
26.02.2019	1	750	149	0,1980	0,1980	0,1980	0,1980	0,1980
13.02.2019	2	4.300	845	0,1960	0,1960	0,1980	0,1970	0,1980
08.02.2019	7	30.200	5.824	0,1870	0,1870	0,1960	0,1930	0,1960
07.02.2019	2	2.272	416	0,1800	0,1800	0,1870	0,1830	0,1870
06.02.2019	3	2.728	491	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800
31.01.2019	2	100.000	17.000	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
28.01.2019	11	519.040	88.237	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
25.01.2019	12	620.000	105.400	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
23.01.2019	42	4.210.000	715.700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
22.01.2019	11	575.000	97.750	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
17.01.2019	11	712.640	121.249	0,1700	0,1700	0,1800	0,1700	0,1700
16.01.2019	3	175.000	29.750	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
10.01.2019	2	30.620	5.205	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
09.01.2019	1	1.000	170	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
21.12.2018	1	2.700	486	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800
20.12.2018	1	3.300	594	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800	0,1800
19.12.2018	2	10.000	1.730	0,1730	0,1730	0,1730	0,1730	0,1730
17.12.2018	2	2.347	399	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
12.12.2018	1	760	130	0,1710	0,1710	0,1710	0,1710	0,1710
10.12.2018	1	6.482	1.102	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
28.11.2018	4	2.240	419	0,1870	0,1870	0,1870	0,1870	0,1870
26.11.2018	2	227.700	38.709	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
23.11.2018	20	873.920	148.566	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
22.11.2018	30	405.000	68.850	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700
21.11.2018	27	279.150	47.442	0,1700	0,1690	0,1700	0,1700	0,1700
20.11.2018	39	145.909	24.805	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700	0,1700

Tabelul 18. Tranzacții recente RCHI (până la 19.03.2019)

## 5.6. Analiza de sensibilitate și risc a rezultatelor

### Senzitivitatea

Rezultatele obținute sunt sensibile la evoluțiile pieței imobiliare și la rezultatele emitentului.

Evoluția generală a pieței bursiere influențează toate acțiunile listate. La data evaluării, piața este în creștere, la fel și cotațiile emitentului.

Nu există nicio garanție că această tendință se va păstra sau că nu vor interveni elemente care să inverseze trendul.

Rezultatele emitentului sunt și ele pe un trend ascendent, în perioada 2014 ÷ 2017. Nu se cunosc rezultatele la zi și nu există garanții că acest trend se va păstra și în viitor.

Se așteaptă ca rezultatele emitentului să influențeze direct cursul bursier.

### **Analiza de risc**

Cât privește analiza de risc, se consideră principalele surse posibile ale 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 valoarea estimată.

#### *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 să nu considere cotația bursieră curentă ca singură sursă pentru determinarea prețului propus.

#### *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 bursieră.

#### *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. Nu se cunosc rezultatele la zi, astfel încât riscul ca acestea să influențeze cotațiile viitoare nu poate fi estimat și/sau contracarat.

În concluzie, evaluatorul consideră că, la data evaluării, riscurile și incertitudinile la care este supusă valoarea propusă sunt importante, determinate în special de faptul că pachetul de acțiuni supus evaluării este semnificativ mai mare decât volumele tranzacționate uzual și de lipsa de transparență a emitentului.

Aruncarea pe piață a acțiunilor ar putea duce la prăbușirea prețului, astfel că vânzarea trebuie făcută cu precauție.

Deși tranzacția prin care deținerea se reduce de la 11,89% la peste 10% nu trebuie raportată în piață, volumul mare (presiunea pe vânzare) poate determina reticența investitorilor și prin urmare retragerea de la cumpărare, cu posibila consecință a scăderii cotației.

## **Valabilitatea evaluării**

Referirea la data evaluării este conformă cu SEV 100 - Cadrul general: «(30.) *Definiția valorii de piață 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 piețele și condițiile de piață se pot modifica, valoarea estimată poate să fie incorectă sau necorespunzătoare pentru o altă dată. Mărimea valorii va reflecta starea și circumstanțele pieței, așa cum sunt ele la data evaluării, și nu cele aferente oricărei alte date;».*

## 6. Bibliografie. Note de subsol.

---

- <sup>1</sup> <https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=RCHI>
- <sup>2</sup> <https://www.interconti.ro/>
- <sup>3</sup> <https://www.ihg.com/intercontinental/hotels/gb/en/bucharest/buhha/hoteldetail>
- <sup>4</sup> *Standardele de evaluare a bunurilor*. ANEVAR, 2018.
- <sup>5</sup> INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (2017) *International Valuation Standards*. London, U.K.
- <sup>6</sup> <http://site2.anevar.ro/pagini/legislatie>
- <sup>7</sup> *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)
- <sup>8</sup> <https://fese.eu/statistics/>
- <sup>9</sup> <http://statistici.inse.ro:8077/tempo-online/#/pages/tables/inse-table>
- <sup>10</sup> [http://www.inse.ro/cms/sites/default/files/com\\_presa/com\\_pdf/chelt\\_nerez\\_tr4r18.pdf](http://www.inse.ro/cms/sites/default/files/com_presa/com_pdf/chelt_nerez_tr4r18.pdf)
- <sup>11</sup> <https://www.trivago.ro/?aDateRange%5Barr%5D=2019-03-23&aDateRange%5Bdep%5D=2019-03-24&aPriceRange%5Bfrom%5D=0&aPriceRange%5Bto%5D=0&iRoomType=7&aRooms%5B0%5D%5Badults%5D=2&cpt2=439258%2F200%2C1322%2F105%2C1320%2F105%2C1324%2F106&iViewType=0&blsSeoPage=0&sortingId=1&slideoutsPageItemId=&iGeoDistanceLimit=20000&address=&addressGeoCode=&offset=0>
- <sup>12</sup> [https://www.airbnb.com/s/Bucharest--Romania/homes?refinement\\_paths%5B%5D=%2Fhomes&adults=1&children=0&checkin=2019-03-22&checkout=2019-03-23&allow\\_override%5B%5D=&price\\_min=227&zoom=12&search\\_by\\_map=true&sw\\_lat=44.32903781855757&sw\\_lng=25.95400579595997&ne\\_lat=44.50086627888914&ne\\_lng=26.266663204039848&s\\_tag=YP-pU7BV](https://www.airbnb.com/s/Bucharest--Romania/homes?refinement_paths%5B%5D=%2Fhomes&adults=1&children=0&checkin=2019-03-22&checkout=2019-03-23&allow_override%5B%5D=&price_min=227&zoom=12&search_by_map=true&sw_lat=44.32903781855757&sw_lng=25.95400579595997&ne_lat=44.50086627888914&ne_lng=26.266663204039848&s_tag=YP-pU7BV)
- <sup>13</sup> 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
- <sup>14</sup> 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
- <sup>15</sup> Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M. (2011). *Equity Valuation and Portfolio Management*. John Wiley & Sons, Inc. 978-1-118-15654-4
- <sup>16</sup> Stan, Sorin; Anghel, Ion (2016). *Evaluarea întreprinderii. Ediția a opta revizuită*. Iroval, București
- <sup>17</sup> - Stan, Sorin V. (2003). *Ghid practic de evaluare*. Iroval, București.
- <sup>18</sup> <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>
- <sup>19</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/HTML/?uri=CELEX:32008R1126&rid=1>
- <sup>20</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?qid=1449128934679&uri=CELEX:32004L0025>
- <sup>21</sup> *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes. Final Report*. IOSCO, May 2013
- <sup>22</sup> *Modern methods of valuation* / Eric Shapiro, David Mackmin and Gary Sams. – 11th ed. Routledge, 2013
- <sup>23</sup> *Capital Market Instruments Analysis and Valuation. 3rd Edition.* / Moorad Choudhry, Didier Joannas, Gino Landuyt, Richard Pereira, Rod Pienaar. / Palgrave Macmillan, 2010
- <sup>24</sup> [http://download.pwc.com/ie/pubs/2014\\_challenges\\_for\\_the\\_mmf\\_industry.pdf](http://download.pwc.com/ie/pubs/2014_challenges_for_the_mmf_industry.pdf)
- <sup>25</sup> sursa datelor: <http://www.bvb.ro/FinancialInstruments/SelectedData/Indicators>
- <sup>26</sup> [https://www.bvb.ro/press/2018/RAPORT\\_LUNAR\\_SEPTEMBRIE%202018.pdf](https://www.bvb.ro/press/2018/RAPORT_LUNAR_SEPTEMBRIE%202018.pdf)
- <sup>27</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- <sup>28</sup> Emanuele Rossi, Gianfranco Forte. *Assessing Relative Valuation in Equity Markets. Bridging Research and Practice*. Palgrave Macmillan, 2016. DOI 10.1057/978-1-137-56335-4



---

<sup>29</sup> <https://www.investing.com/equities/intercontinental-romania-chart>

<sup>30</sup> *Technical analysis of the financial markets*. John J. Murphy, 1986.

<sup>31</sup> <https://www.ifbfinwest.ro/tranzactionare/index.php>