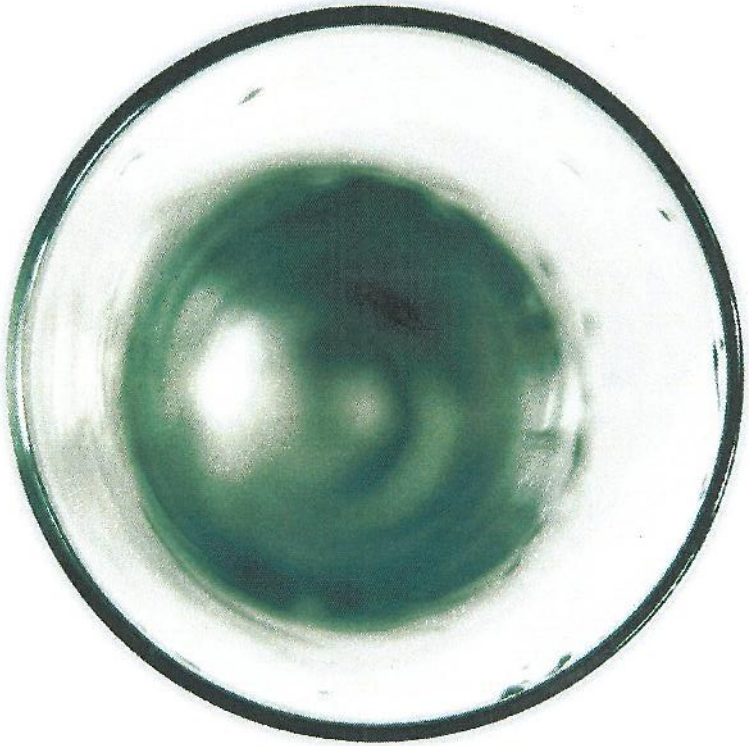
Deloitte.



Estimarea valorii juste a capitalurilor proprii pe actiune la 31 decembrie 2016

Stirom SA

23 martie 2017

Deloitte.

Deloitte Consultanta SRL
Soseaua Nicolae Titulescu, Nr. 4-8
Intrarea de Est, Etajul 3
Sector 1, 011141, Bucuresti
Romania
Tel: +40 (21) 222 16 61
Fax: +40 (21) 222 16 60
www.deloitte.ro

Carlos Antonio Rocha Moreira da Silva – membru CA
Sandra Maria Soares Santos – membru CA
BA Glass I – Servicos de Gestao e Investimentos SA
Avenida Vasco da Gama, 8001
4434 508 Vila Nova de Gaia

Stimate Domnule, stimata Doamna,

Acest raport a fost realizat de Deloitte Consultanta SRL ("Deloitte") pentru uzul BA Glass I – Servicos de Gestao e Investimentos SA (Clientul) si poate fi folosit doar pentru a asista Clientul in estimarii valorii juste a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA("Societatea") la 31 decembrie 2016. Scopul evaluarii este stabilirea pretului in cadrul unei oferte publice de preluare obligatorie a actiunilor detinute de actionarii minoritari.

Termenii de referinta ai lucrarii de evaluare sunt cei stabiliti in cadrul contractului incheiat intre parti in data de 31 ianuarie 2017.

Raportul este destinat uzului Clientului si al actionarilor societatii Stirom SA si poate fi utilizat numai in scopul mentionat mai sus. Raportul este valabil numai in cazul in care este prezentat in intregime. Raportul nu poate fi pus la dispozitia altor terte parti, citat, mentionat sau utilizat in alte scopuri, fara instiintarea si aprobarea in prealabil de catre Deloitte si fara semnarea unei scrisori de exonerare de raspundere de catre partea care va primi acces la raport.

Deloitte nu accepta nici-un fel de responsabilitate pentru orice utilizare a acestui raport de catre terte parti sau pentru alt scop decat acela agreeat in mod explicit cu Deloitte. In cazul in care rezultatul valorii juste estimate este folosit de catre terte parti, iar aceste terte parti adopta decizii pe baza rezultatului prezentat in raport, responsabilitatea revine in exclusivitate acestor terte parti.

Onorariile Deloitte nu sunt legate in nici o masura de concluziile asupra valorii juste prezentate. Atat Deloitte cat si mebrii conducerii sau angajatii Deloitte nu au niciun interes direct sau indirect, prezent sau viitor in societatile Stirom SA sau BA Glass I – Servicos de Gestao e Investimentos SA.

Deloitte Consultanta este membru corporativ al Asociatiei Nationale a Evaluatorilor Autorizati din Romania (ANEVAR), echipa de evaluare avand competenta, experienta si certificarea necesara pentru efectuarea prezentei misiuni de evaluare.

Deloitte isi rezerva dreptul insa nu isi asuma si obligatia de a revizui toate calculele incluse sau mentionate in raport care pot rezulta din informatii existente la 31 decembrie 2016 puse la dispozitia noastra dupa data emiterii raportului de evaluare. Nu ne putem asuma responsabilitatea de a actualiza raportul pentru evenimente si circumstante care au intervenit dupa data emiterii raportului.

Cu stima,

Deloitte Consultanta SRL

Glosar

BNR	Banca Nationala a Romaniei
CAPM	Modelul de evaluare a activelor financiare
CMPC	Costul Mediu Ponderat al Capitalului
EBIT	Profit inainte de dobanzi si impozitare
EBITDA	Profit inainte de dobanzi, impozitare si amortizare
EUR	Euro
VI	Valoarea intreprinderii (Enterprise Value)
Mil	Milioane
Mld	Miliarde
PIB	Produs intern brut
Societatea	Stirom SA
SUA	Statele Unite ale Americii
UE	Uniunea Europeana
USD	Dolari Americani

Cuprins

Capitol	Pag.
Sumar executiv	**5**
Analiza de piata - Romania	**11**
Descrierea Societatii	**16**
Metodologia de evaluare	**24**
Abordarea prin Venit	**29**
Concluzia valorii	**43**
Anexe	**45**

Sumar executiv

Sumar executiv

Obiectivul misiunii de evaluare este estimarea valorii juste a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA la 31 decembrie 2016 in scopul unei oferte publice de preluare obligatorie a actiunilor detinute de actionari minoritari

Contextul si scopul evaluarii

- Stirom SA ("Societatea") este o filiala a MGL Mediterranean Glass Ltd., care detine un pachet de 93,41% din capitalul social. MGL Mediterranean Glass Ltd este indirect detinuta de catre BA Glass BV. Societatea este cel mai mare producator intern de articole de sticlarie de ambalaj, fiind prezenta pe listele de furnizori importanti ale tuturor companiilor locale care utilizeaza ambalaje din sticla.
- In ianuarie 2017, Societatea a devenit o subsidiara a grupului BA Glass Portuguese ca urmare a preluarii grupului Yioula Glassworks. Inainte de data respectiva, actionarul majoritar al Societatii - MGL Mediterranean Glass Ltd, facea parte din grupul Yioula Glassworks.
- In conformitate cu articolul 203, Sectiunea 6 din Legea nr. 297/2004 privind piata de capital, o persoana care, urmare a achizitiilor sale sau ale persoanelor cu care actioneaza in mod concertat, detine mai mult de 33% din drepturile de vot asupra unei societati comerciale este obligata sa lanseze o oferta publica adresata tuturor detinatorilor de valori mobiliare si avand ca obiect toate detinerile acestora cat mai curand posibil, dar nu mai tarziu de 2 luni de la momentul atingerii respectivei detineri. Potrivit articolului 204 din legea mentionata mai sus, pretul oferit in cadrul ofertei publice de preluare va fi cel putin egal cu cel mai mare pret dintre urmatoarele valori determinate de catre un evaluator autorizat, potrivit legii, si desemnat de ofertant:
  a) pretul mediu ponderat de tranzactionare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei de depunere la C.N.V.M. a documentatiei de oferta;
  b) valoarea activului net al societatii, impartit la numarul de actiuni aflat in circulatie, conform ultimei situatii financiare auditate;
  c) valoarea actiunilor rezultate dintr-o expertiza efectuata potrivit standardelor internationale de evaluare.
- In ceea ce priveste prezentul raport de evaluare, acesta ofera o estimare a valorii actiunilor Societatii stabilita in conformitate cu standardele internationale de evaluare in conformitate cu punctul "c" de mai sus.
- Scopul misiunii de evaluare este estimarea valorii juste a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA. Estimarea valorii juste va fi folosita pentru calculul pretului de oferta in cadrul unei oferte publice de preluare obligatorie a actiunilor detinute de actionarii minoritari ai societatii (6,59% din total capitaluri proprii). Avand in vedere numarul mare de actionari minoritari si dimensiunea diferita a participatiilor acestora, rezultatul evaluarii va fi prezentat ca o valoare justa a capitalurilor proprii pe actiune, valoarea justa a participatiei fiecarui actionar minoritar fiind ulterior calculata prin inmultirea valorii unei actiuni cu numarul de actiuni detinute.
- Misiunea de evaluare a fost realizata in conformitate cu Standardele Internationale de Evaluare si Standardele de Evaluare ANEVAR aplicabile la Data Evaluarii in conditiile ipotezelor cuprinse in prezentul raport.
- Data de referinta pentru analiza de evaluare este 31 decembrie 2016 ("Data Evaluarii"). Moneda functionala si cea utilizata de Societate pentru raportare financiara este Leul Romanesc ("lei"). In analiza de evaluare este folosita moneda functionala.

Sumar executiv

Obiectivul misiunii de evaluare este estimarea valorii juste a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA la 31 decembrie 2016 in scopul unei oferte publice de preluare obligatorie a actiunilor detinute de actionari minoritari

Bazele valorii

- Valoarea justa este "pretul estimat pentru transferul unui activ sau a unei datorii intre parti identificate, aflate in cunostinta de cauza si hotarate, care reflecta interesele acestor parti." (Standardele de Evaluare ANEVAR, SEV 100 - Cadrul General, paragraful 38).
- Tipul valorii utilizat in cadrul analizei de evaluare a fost valoarea justa care difera de conceptul de valoare justa folosit in cadrul Standardelor Internationale de Raportare Financiara (IFRS). Conform IFRS, valoarea justa este definita drept "preţul care ar putea fi primit din vanzarea unui activ sau care ar fi platit pentru transferarea unei datorii in cadrul unei tranzacţii normale intre participanţii pe piaţa la data evaluarii" (IFRS 13, para. 9) contrar definitiei valorii juste dupa cum este definita de standardele ANEVAR in contextul judiciar. Conform IFRS, valoarea justa presupune cumparatori si un vanzatori hotarati asupra vanzarii unui activ sau platii unei datorii, care nu sunt insa constransi sa tranzactioneze si actioneaza in cunostinta de cauza in ceea ce priveste o tranzactie ipotetica. Definitia valorii juste, in contextul judiciar, este aplicata participatiilor minoritare si presupune determinarea unui pret echitabil pentru vanzatorul constrans sa vanda.
- Premisa valorii aplicabila este premisa continuarii activitatii. Aceasta premisa considera ca managementul Societatii va implementa numai acele strategii financiare si operationale care maximizeaza valoarea intreprinderii. Mai mult de atat, se presupune ca nu exista nicio incertitudine asupra evenimentelor viitoare cum ar fi pierderi operationale recurente sau dificultati financiare care ar putea pune in discutie ipoteza continuarii activitatii.

Abordarea folosite in evaluare

- Abordarea utilizata in cadrul analizei de evaluare a capitalurilor proprii ale Societatii a fost Abordarea prin Venit. Evaluarea folosind Abordarea prin Venit (metoda fluxului de numerar actualizat) a fost aplicata folosind un set de proiectii financiare pentru venituri si cheltuieli si un plan de investitii in mijloacele fixe ale Societatii furnizate de management.
- Valoarea de piata a activelor in afara exploatarii ale Stirom (in special utilaje scoase din uz), a fost considerata conform estimarii furnizate de catre Societate privind pretul la care acestea s-ar putea valorifica in starea lor actuala sau drept fier vechi.

Sumar executiv

Analiza de evaluare s-a bazat pe informatii primite de la management precum si pe informatii suplimentare din surse publice

Surse de informatii

- Informatiile necesare realizarii analizei de evaluare au fost colectate si furnizate in format electronic de catre Dl. Georgios Frangoulis, membru al Consiliului de Aministratie al Societatii, Director financiar al Yioula Glassworks. Suplimentar, au avut loc doua teleconferinte in cadrul carora au fost oferite clarificari la informatiile primite.

  Informatiile utilizate in analiza de evaluare furnizate de managementul Societatii au inclus in principal urmatoarele:
  - Prezentarea si descrierea Societatii;
  - Descrierea pietei si lista principalilor competitori;
  - Lista principalilor furnizori si clienti;
  - Informatii financiare istorice pentru perioada 1 ianuarie 2014 – 31 decembrie 2016
  - Strategia de dezvoltare a Societatii, explicatii privind capacitatea de productie, utilizarea capacitatii si investitiile necesare
  - Proiectii privind productia, proiectii de venituri si cheltuieli si planul de investitii in mijloace fixe pentru Societate pentru perioada 2017-2022;
  - Lista activelor in afara exploatarii si conditiile de valorificare ale acestora;
  - Alte informatii privind activitatea de exploatare si situatiile financiare.

- Pe langa informatiile primite de la management, in cadrul analizei de evaluare au fost considerate urmatoarele informatii din surse publice:
  - Rapoarte ale Bursei de Valori Bucuresti privind actiunile Stirom (simbolul STIB)
  - Indicatori macroeconomici din Rapoartele de tara, publicate de The Economist Intelligence Unit, Prognoza pe termen mediu a Comisiei Nationale de Prognoza si rapoarte ale Bancii Nationale a Romaniei cu privire la rata inflatiei;
  - Informatii necesare pentru calculul costului mediu ponderat al capitalului din Valuation Handbook 2016 – Guide to Cost of Capital (Duff & Phelps), platforma S&P Capital IQ si buletinele lunare ale Bancii Nationale a Romaniei;
  - Rapoarte de cercetare cu privire la pietele regionale si nationale de productie a produselor de sticlarie;

Sumar executiv

Analiza de evaluare a fost realizata luand in considerare urmatoarele ipoteze si ipoteze speciale

- Situatiile financiare si proiectiile financiare precum si alte informatii financiare, tehnice si comerciale care au fost furnizate de catre Societate si/care au fost acceptate si utilizate fara o verificare a acestora, considerandu-se ca reflecta in mod corect activitatea de exploatare a Societatii. In conditiile in care misiunea de evaluare nu a inclus un proces de audit al situatiilor financiare, evaluatorul nu poate exprima o opinie cu privire la corectitudinea si completitudinea acestor informatii.
- In cadrul analizei de evaluare au fost folosite si informatii publice primite de la terti preluate din surse considerate a fi de incredere, in masura in care s-a considerat ca acestea sunt relevante. Cu toate acestea, Deloitte nu poate sa isi asume responsabilitati si nu poate oferi garantii asupra calitatii acestor informatii.
- In calitate de evaluator, Deloitte nu este in masura sa ofere asigurari cu privire la indeplinirea previziunilor financiare furnizate de management prezentate in raport, deoarece evenimentele si circumstantele nu se desfasoara in mod frecvent asa cum sunt previzionate. Astfel, pot exista diferente materiale intre rezultatele realizate si prognoze, iar atingerea rezultatelor prognozate depinde in mare masura de actiunile managementului.
- Deloitte, in calitate de evaluator nu isi asuma nicio responsabilitate pentru orice aspecte juridice inclusiv considerente juridice legate de dreptul de proprietate al activelor evaluate. Drepturile asupra proprietatilor, activelor sau participatiilor evaluate sunt considerate a fi valide si tranzactionabile.
- Se presupune ca, pentru scopul acestei evaluari, activele evaluate sunt libere de orice sarcini si ca exista conformitate deplina cu toate legile si reglementarile aplicabile (inclusiv cu cele privind raportarea financiara).
- In conformitate cu prevederile contractului incheiat intre parti, raportul de evaluare este destinat in exclusivitate utilizarii de catre BA Glass I – Servicos de Gestao e Investimentos SA si al actionarilor Societatii si numai in scopul specificat in contract. Raportul (in intregime sau partial) nu poate fi pus la dispozitia unor persoane cu exceptia membrilor Consiliului de Administratie, a managementului si a unor angajati identificati ai Clientului precum si a actionarilor Societatii fara instiintarea si aprobarea in prealabil de catre Deloitte si fara semnarea unei scrisori de exonerare de raspundere de catre partea care primeste acces la raport.
- Planul de afaceri furnizat de management este denominat in euro si a fost convertit in lei la cursul mediu al perioadei pentru conturile de profit si pierdere si la cursul de inchidere pentru conturile bilantiere. O serie de nereconcilieri intre planul de afaceri al managementului denominat in lei si balantele de verificare la 31 decembrie 2014, 2015 si 2016 constatate de evaluator nu au fost materiale si nu au avut un impact in concluzia valorii.

Sumar executiv

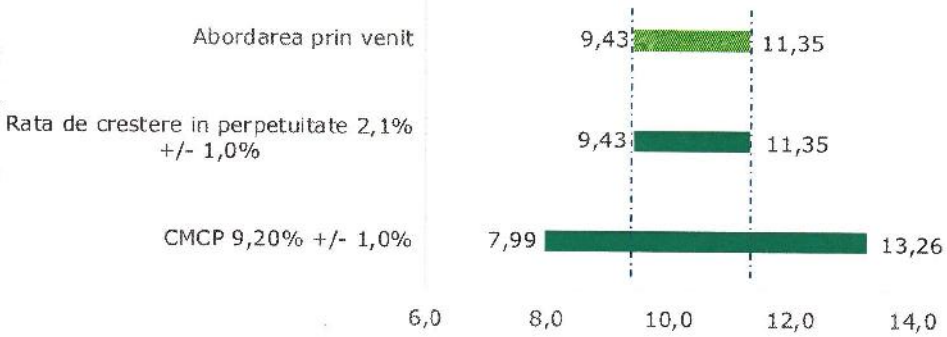
In urma aplicarii abordarilor in evaluare, un interval rezonabil al valorii justa a capitalurilor proprii pe actiune al Societatii la data de 31 decembrie 2016 este 9,43 - 11,35 lei, cu o valoare centrala de 10,26 lei

Concluzia valorii

- Rezultatul aplicarii Abordarii prin Venit (metoda fluxului de numerar actualizat) si al unei analize de senzitivitate este un interval al valorii juste a capitalurilor proprii ale Societatii pe actiune de 16,87 - 22,46 lei.
- Avand in vedere calitatea si disponibilitatea informatilor, stabilitatea si maturitatea business-ului precum si caracteristicile abordarilor de evaluare, metoda fluxului de numerar actualizat din cadrul Abordarii prin Venit a fost considerata relevanta in estimarea valorii capitalurilor proprii pe actiune.
- **Luand in considerare ipotezele si metodele de evaluare utilizate in analiza de evaluare precum si rezultatele analizei de senzitivitate, valoarea justa a capitalurilor proprii pe actiune ale Societatii la 31 decembrie 2016 se incadreaza in intervalul:**

9,43 - 11,35 lei, cu o valoare centrala de 10,26 lei pe actiune

Valoarea justa a unei actiuni in Stirom SA la 31 decembrie 2016



Analiza de piata - Romania

Analiza mediului macroeconomic

Romania, a doua cea mai mare economie din totalul celor 11 tari est-europene ce au intrat in UE dupa 2004, a urmat un trend economic ascendent in ultimii trei ani, inregistrand o crestere a PIB-ului in termeni reali de 5,0% in anul 2016

Context international

- In anul 2016, economia globala a inregistrat o crestere in termeni reali de 2,2%, in comparatie cu evolutia inregistrata in anul anterior de 2,4%. Cresterea s-a datorat in cea mai mare parte evolutiei economiei din China, aceasta fiind urmata la mare distanta de SUA si zona Euro.
- Contextul European a fost influentat de votul Marii Britanii de a iesi din Uniunea Europeana, decizie ce a luat prin surprindere pietele financiare, printre efecte numarandu-se scaderea pronuntata a randamentului obligatiunilor guvernamentale si devalorizarea lirei sterline in comparatie cu alte valute.
- Un alt eveniment important ce a cauzat fluctuatii pe pietele financiare a fost castigarea alegerilor prezidentiale in SUA, in decembrie 2016, de catre Donald Trump. Investitorii s-au adaptat rapid promisiunilor de stimul fiscal (reduceri de taxe, reglementari in mediul de business american), conducand in final la o crestere a economiei si implicit a inflatiei pe piata americana.
- Pentru perioada 2017 – 2021, conform Economist Intelligence Unit, tarile dezvoltate vor avea nevoie de sprijinul bancilor centrale pentru a evita trendul deflationist, iar tarile in curs de dezvoltare vor avea o moneda slaba, iesiri de capital si un risc geopolitic crescut.
- In anul 2016, PIB-ul real al Uniunii Europene a atins 1,8% si conform previziunilor acesta va scadea pe parcursul perioadei analizate, ajungand la 1,4% in anul 2021.

Context macroeconomic in Romania

- Romania este tara cu a doua cea mai mare economie din totalul celor 11 tari est-europene ce au intrat in Uniunea Europeana inca din 2004. Romania a urmat un trend economic ascendent in ultimii trei ani, inregistrand o crestere a PIB-ului in termeni reali de 5,0% in anul 2016 si fiind previzionat sa atinga 3,4% in anul 2021, cu doua procente mai mult fata de media Uniunii Europene.
- Cu toate acestea, Romania inca este sub media europeana in ceea ce priveste PIB-ul pe capita. O puternica economie secundara, evaziunea fiscala si o populatie rurala ce aduce un aport scazut la buget au contribuit la un PIB pe locuitor scazut.
- In urma alegerilor guvernamentale din luna decembrie 2016, coalitia formata din partidul de stanga PSD si alianta de dreapta ALDE a castigat alegerile cu un procent de 46%, inlocuind guvernul tehnocrat condus de Dacian Ciolos. Noul guvern condus de Sorin Grindeanu, fost ministru al comunicatiilor in guvernul Ponta in perioada 2014-2015, promite sa adopte politici anti-austeritate ce sunt estimate ca vor cauza o crestere a deficitului bugetar peste limita de 3 procente impusa de UE.
- In luna iunie a anului 2015, guvernul Romaniei a redus TVA-ul la alimente (excluzand bauturile alcoolice si tutunul) de la 24%, la 9%. In luna ianuarie 2016, a urmat scaderea TVA-ului de la 24% la 20 de procente. Incepand cu ianuarie 2017, TVA-ul a fost redus cu inca un punct procentual, ajungand la 19%.
- In urma unei analize in martie 2016, FMI a prevenit Romania despre posibilitatea unui dezechilibru financiar in urma reducerilor fiscale si majorarii salariale, ce poate cauza un deficit fiscal si al contului curent peste limita impusa de UE in anul urmator. In aceste conditii, se estimeaza ca Banca Nationala a Romaniei va aplica o politica restrictionata pentru a preveni o supraincalzire a economiei Romaniei in anul 2017.

Analiza mediului macroeconomic

Perspectivele economice ale Romaniei in perioada 2017-2021 se pastreaza optimiste, rata anuala de crestere a produsului intern brut fiind estimata la circa 3,5% in conditiile unor rate ale inflatiei cuprinse intre 2,1% si 3,0%

Context macroeconomic in Romania (continuare)

- Agentiile de rating Standard & Poor's, Moody's si Fitch au evaluat Romania ca fiind o economie stabila. Acest rating este un indicator al performantei mediului economic, iar trendul ascendent al economiei atrage investitori straini pe piata locala, vizibil si prin cresterea investitiilor straine directe nete fata de anul anterior, de la 3,3 miliarde USD in 2015, la 3,8 miliarde USD in 2016.
- Indicele preturilor de consum si-a continuat trendul deflationist si in anul 2016, Romania inregistrand o deflatie de -1,5% in principal din cauza reducerii taxelor si impozitelor, dar si ca urmare a trendului deflationist la nivel european.
- Pe parcursul perioadei prognozate 2017-2021, se estimeaza ca indicele preturilor de consum va atinge in medie 2,3% (pe baza unei cresteri a cererii), procent ce se afla peste media UE de 1,5%. Obiectivul pe termen lung al inflatiei impus de BNR este 2,5% ± 1%, tinta ce nu a fost atinsa in 2016.
- Leul romanesc s-a depreciat cu 1,35% fata de principalele valute EUR si USD in anul 2016. Pe parcursul perioadei analizate, este estimat ca moneda nationala se va aprecia in termeni reali, insa exista riscul ca o crestere puternica a salariului nominal sa submineze competitivitatea pe piata.
- Perspectivele economice ale Romaniei in perioada previzionata 2017-2021 se pastreaza optimiste. Rata anuala de crestere a PIB-ului real este estimata la 3,5%, in timp ce rata somajului se asteapta sa scada pana la un nivel de 5,1% la finalul anului 2021.

Context international

Indicatori	Unitate	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cresterea PIB real global	%	2,5%	2,4%	2,2%	2,5%	2,4%	2,0%	2,5%	2,6%
Cresterea PIB real UE	%	1,4%	1,8%	1,8%	1,4%	1,5%	1,4%	1,6%	1,4%
IPC UE	%	0,5%	0,0%	0,2%	1,5%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%
Curs de schimb	USD/EUR	1,33	1,11	1,11	1,06	1,07	1,11	1,13	1,15

Mediul macroeconomic in Romania

Indicatori	Unitate	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Populatie	Milioane	19,7	19,5	19,4	19,2	19,1	19,0	18,8	18,7
PIB nominal	Miliarde RON	668	713	781	839	890	951	1.014	1.078
PIB nominal per capita	USD/capita	10.140	9.120	9.950	10.720	11.410	12.510	13.570	14.710
Cresterea PIB real	%	3,0%	3,8%	5,0%	3,6%	3,5%	3,4%	3,6%	3,4%
Rata somajului	%, sfarsit de an	6,8%	6,8%	6,0%	5,9%	5,6%	5,6%	5,4%	5,1%
Indicele preturilor de consum	%, medie anuala	1,4%	(0,4%)	(1,5%)	1,6%	3,0%	2,6%	2,2%	2,1%
Indicele preturilor de productie	%, medie anuala	(0,1%)	(2,2%)	(2,0%)	2,8%	3,7%	3,2%	3,4%	3,4%
Investitii straine directe nete	Miliarde USD	3,6	3,3	3,8	4,3	4,2	4,5	4,7	4,7
Curs de schimb	USD/lei	3,35	4,01	4,28	4,16	4,24	4,07	4,11	3,88
Curs de schimb	EUR/lei	4,44	4,44	4,58	4,41	4,58	4,56	4,69	4,54

Sursa: The Economist Intellingence Unit, Romania Country Forecast

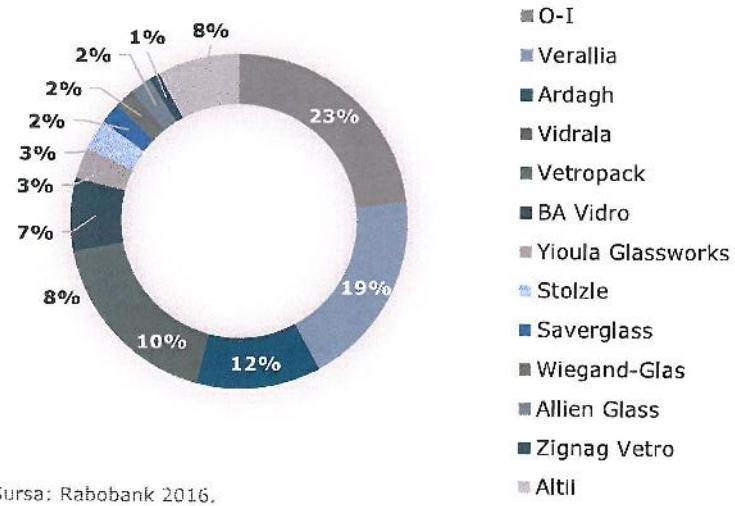
Piata ambalajelor din sticla in Europa si Romania

La data evaluarii, grupul din care face parte Societatea, detine 3% din piata europeana a ambalajelor din sticla

Uniunea Europeana

- Industria Europeana a ambalajelor din sticla pentru produse alimentare si bauturi a crescut constant in ultimii ani, atingand in prezent un nivel de echilibru comparativ cu alte sectoare ale industriei ambalajelor.
- Industria ambalajelor din sticla este un segment de piata concurential si necesita o capacitate de adaptare mare a principalilor producatori. In ultimii 5 ani, cererea pentru ambalaje din sticla pentru produsele alimentare si bauturi produse in cadrul UE a ramas relativ stabila dupa criza din 2008 pana in 2014, in timp ce industria ambalajelor din metale rigide, materiale plastice rigide si materiale de ambalare flexibile, a inregistrat o rata inalta de crestere.
- Potrivit unui studiu de piata efectuat de Technavio, in 2015 productia de ambalaje din sticla in cele 28 de tari europene a atins un volum de 21,67 milioane tone, evidentiindu-se, atat o crestere globala de 3,88% fata de anul 2014, cat si un trend ascendent dupa marea criza din 2009.
- Conform aceluiasi studiu, metionat mai sus, in Uniunea Europeana aproape 70 de companii cu un total de 140 de unitati de productie sunt implicate in producerea de recipiente din sticla. Cel mai mare consumator al ambalajelor din sticla este sectorul bauturilor care absoarbe in medie 75% din volumul total al ambalajelor de sticla produse in UE.
- In ceea ce priveste nivelul de productie al sticlei Europa este cel mai mare producator de sticla din lume, Germania fiind cea mai mare tara producatoare, urmata de Franta, Spania, Italia si UK.
- In graficul alaturat sunt ilustrate cotele de piata a celor mai importanti producatori de ambalaje din sticla din Uniunea Europeana. La data evaluarii, grupul din care face parte subiectul evaluarii - Yioula Glassworks detine 3% din piata europeana, iar grupul ce urmeaza sa achizitioneze subiectul evaluarii - BA Vidra, detine 7%.

Cota de piata a principalilor producatori de ambalajelor din sticla UE - 2016



Sursa: Rabobank 2016.

Piata ambalajelor din sticla in Romania

Perspectivele pietei locale depind in principal de cresterea economica generala si de legislatia aferenta ambalajelor nereciclabile (de exemplu ambalaje din plastic)

Romania

- Piata ambalajelor din sticla din Romania este o piata cu un consum mic pe locuitor comparativ cu pietele din Europa de Vest, in principal datorita legislatiei mai permisibile in ceea ce priveste ambalajele din plastic si aluminiu (principalele produse substituente) dar si a nivelului de dezvoltare general.
- Avand in vedere nivelul de trai din Romania si pretul ridicat al ambalajelor din sticla comparativ cu alte ambalaje (plastic si aluminiu), cererea pentru ambalajele din sticla pe termen mediu si lung depinde de cresterea economica generala. Un alt factor important care ar putea impulsiona piata ambalajelor de sticla din Romania este legislatia aferenta abalajelor reciclabile. Ambalajele din sticla sunt 100% reciclabile, ceea ce ii ofera un avantaj in fata ambalajelor poluante.
- Principalele segmente de consum pentru care se produc ambalajele din sticla sunt:
  - vin (butelii cu capacitati intre 187 si 2000 ml, in culori alb, verde, olive green);
  - bauturi alcoolice (butelii cu capacitati intre 50 si 3000 ml, in culoare alba);
  - bere (butelii cu capactitati intre 330 si 750 ml, in culori verde si brun);
  - bauturi racoritoare (butelii cu capacitati intre 200 si 1.000 ml, in culori alb si verde);
  - apa (butelii cu capacitati intre 200 si 1.000 ml, in culori alb si verde);
  - conserve (borcane cu capacitati intre 80 si 5 000 ml in culoare alba);
  - flacoane pentru industria chimica (flacoane cu capacitati intre 5 si 1000 ml in culori alb, verde si brun).
- Pe piata din Romania, Stirom SA, este singurul producator de ambalaje din sticla, ceea ce ii ofera un avantaj competitiv fata de produsele din import, in principal datorita costurilor mai mici in cea ce priveste transportul bunurilor.
- Conform Raportului Consiliului de Administratie al Stirom, in 2015 piata romaneasca a produselor de ambalaj din sticla a fost impartita astfel: Stirom SA - 54%, fabricile de sticla din Bulgaria - 17%, fabricile din Moldova - 12%, Ucraina 5%, fabricile din Polonia 2%, alti importatori - 10%.
- In cazul produselor de menaj, structura pietei este: Stirom SA - 36%, diversi producatori de pe piata interna - 3%, importuri din: Turcia - 21 %, Belgia 12%, Cehia 7%, Olanda 6%, China - 6%, Franta - 5%, Grermania 2%, alti importatori - 2%.
- In acelasi raport, mentionat mai sus, sunt prezentate principalele categorii de produse care sunt vandute de competitorii Stirom: Yioula Group (Bulgaria, Ucraina si Grecia) - toate categoriile, Vetropack (Elvetia, Austria si Ucraina) - sticlarle pentru bere si pentru industria alimentara, Owens Illinois (Cehia, Franta, Germania) - pentru vinuri si industria alimentara, producatori din Republica Moldova - pentru bauturi alcoolice, industria alimentara si vinuri.

Descrierea Societatii

Descrierea Societatii | Profil

Stirom SA este o societate pe actiuni ce activeaza in domeniul productiei de sticla, fiind cel mai mare producator national de articole de sticlarie de ambalaj

Descrierea Societatii

- Stirom SA este o societate pe actiuni ce are ca obiect de activitate atat productia de sticla cat si productia de articole de sticlarie. Societatea are sediul in Bucuresti, Bd Theodor Pallady nr 45, Sector 3, Romania, fiind inregistrata la Registrul Comertului cu numarul J40/10/26.12.1990. Istoria Societatii incepe in 1968, cand a fost infiintata Intreprinderea de Articole de Sticlarie Bucuresti. O cronologie a Societatii este prezentata in graficul de mai jos.
- Societatea este detinuta in proportie de 93,4076% de catre MGL Mediterranean Glass Limited cu sediun in Nicosia, Cipru, aceasta din urma fiind indirect detinuta de catre BA Glass B.V.
- La Data Evaluarii, Societatea avea un capital social integral subscris varsat in valoare de 40.696.730 lei, impartit in 16.278.692 actiuni, cu o valoare nominala de 2,5 lei/actiune. Incepand cu 22 mai 2012, actiunile emise de catre Societate sunt tranzactionate pe Bursa de Valori Bucuresti SA, categoria a 2-a, sub simbolul STIB, anterior acestea fiind tranzactionate pe platforma RASDAQ (din 22 februarie 1997).
- Societatea isi desfasoara activitatea in concordanta cu reglementarile in vigoare specifice activitatii sale. Astfel, Stirom a implementat si obtinut urmatoarele certificari: SR EN ISO 9001:2008/HACCP, SR EN ISO 14001:2009, BRC IoP.
- Societatea produce articole din sticla si matrite, portofoliul sau de produse fiind divizat in urmatoarele categorii:

a) **Sticlarie de ambalaj -** este destinata clientilor industriali si cuprinde urmatoarele categorii de produse: i) butelii realizate din sticla de diverse culori (alba, verde, bruna si olive green), ce au capacitati intre 40 ml si 2000 ml, fiind utlizate pentru vinuri, bauturi alcoolice, bauturi racoritoare carbonatate sau necarbonatate, bere si ape minerale; ii) borcane alimentare din sticla alba, ce au capacitati intre 80 ml si 4250 ml, utilizate pentru conserve; iii) flacoane ce au capacitati intre 8 ml si 1000 ml, realizate din sticla alba, verde si bruna.

b) **Articole de menaj -** este destinata consumatorilor casnici si cuprinde o gama larga de produse, de la pahare cu sau fara picior, scrumiere, halbe de bere, cani, pana la carafe. Pe langa acestea, Societatea mai ofera si serviciul de personalizare cu logo-uri ce contin pana la 6 culori, acest serviciu fiind disponibil doar pentru pahare, halbe de bere si scrumiere.

Descrierea Societatii | Analiza activitatii Societatii

Portofoliul de clienti al Stirom este foarte bine dezvoltat si diversificat, in timp ce baza de furnizori este concentrata

Descrierea Societatii (continuare)

- Activitatea de productie a Societatii se desfasoara la aceeasi adresa ca si sediul acesteia. Stirom SA detine sapte linii de productie si doua cuptoare de productie a sticlei topite, ce au capacitati de 48.600 tone, respectiv 86.400 de tone. Sticla topita in cele doua cuptoare este de tipul calcosodica alba, bruna, verde si olive green.
- Cele sapte linii de productie sunt impartite in: *i) cinci linii de fabricatie* in functiune, din care o linie este in sistem simpla/dubla picatura si patru linii in sistem dubla picatura si *ii) 2 linii de fabricatie* in sistem dubla picatura in functiune, din care una este o investitie noua. Societatea a investit recent in utilajele sale de productie, astfel ca doua linii de fabricatie din cadrul primei categorii sunt linii nou construite.
- La 30 septembrie 2016, productia realizata era de 126.066 tone de sticla topita, reprezentand aproximativ 94% din totalul capacitatii de productie de 135.000 tone de sticla topita (aproximativ 158 mii tone de produs finit). Aceata productie ii permite Societatii sa deserveasca un numar semnificativ de clienti din tara si din afara tarii.
- Astfel, cei mai importanti clienti ai sticlariei de ambalaj sunt din domeniul bauturilor alcoolice, bauturilor racoritoare, al berii si a vinului, precum si al conservelor. Pentru acestia, distributia se realizeaza direct sau prin canalul scurt. Clientii externi pentru sticlaria de ambalaj sunt imbuteliatorii de apa si bauturi alcoolice precum si cei de conserve, cu piete de desfacere in Ungaria, Bulgaria, Austria, Grecia, Turcia, Elvetia si Serbia.
- Clientii de articole de menaj sunt, in principal, lanturile de supermarketuri si cash&carry precum si engrosistii ce distribuie la nivelul intregii tari. Pentru acestia, distributia se realizeaza exclusiv prin intermediari: engrosisti (canalul scurt) si detailisti (canalul lung).
- Stirom este lider de vanzari al articolelor de sticlarie pe piata romaneasca, detinand la 31 decembrie 2015 54% din piata ambalajeor din sticla si 36% din piata produselor de menaj. Portofoliul de clienti al Stirom cuprinde clienti din fiecare zona geografica a tarii, iar cei mai importanti 20 clienti ai Societatii genereaza aproximativ 73% din cifra de afaceri a acesteia potrivit datelor disponibile la Data Evaluarii. Societatea Stirom are un portofoliu de clienti foarte bine dezvoltat, acesta mentinandu-si structura in ultimii trei ani de analiza (2014-2016).
- Datorita investitiilor semnificative in utilajele de productie, Societatea poate produce mai multe nuante de sticla comparativ cu anii precedenti, ceea ce a dus la o diversificare semnificativa a portofoliului de clienti, in special la aparitia noilor clienti.
- Relatiile intragrup ale Societatii au constat, in principal, in vanzari de produse finite, bunuri, active fixe, matrite, materiale, servicii precum si piese de schimb. In 2016 vanzarile de produse finite au reprezentat 72% din totalul vanzarilor intragrup, in timp ce vanzarile de bunuri au fost mai reduse, cu o pondere de 19%. In 2016, totalul vanzarilor intragrup a fost de aproximativ 33,9 milioane lei.
- In ceea ce priveste furnizorii Societatii, primii sase furnizori reprezinta 63% din totalul furnizorilor in sold la Data Evaluarii. Astfel, 17% din soldul furnizorilor la Data Evaluarii era aferent furnizorului de gaze Engie Romania, urmat de Ciech Spolka Akcyjna V (15%) pentru furnizarea de soda calcinata si Yioula Glassworks S.A. (13%) pentru furnizarea de masini si echipamente, articole din sticla, piese de schimb si matrite.
- Principalele materii prime achizitionate de la furnizori au fost: soda calcinata, nisip, dolomita, feldspat, calcar, oxid de cobalt, selenit de sodiu, oxid negru de fier, cromita si grafit. Societatea isi achizitiona materiile prime atat de pe plan intern (Ciech Spolka Akcyjna Varsovia – Sucursala Ramnicu Valcea, Fipro Trade SRL Craiova) cat si international (Bulgaria, Olanda si Italia).

Descrierea Societatii | Analiza activitatii Societatii

In perioada 2013-2015 Stirom SA a desfasurat un amplu proces de retehnologizare al instalatiilor de productie, detinand in prezent cea mai noua tehnologie de productie din domeniu

Descrierea Societatii (continuare)

- La Data Evaluarii, Societatea avea in proprietatea sa un numar de 18 cladiri, localizate pe bulevardul Theodor Pallady. Cladirile implicate direct in productie si cu cele mai mari suprafete erau: hala pentru fabricatie cu o suprafata construita de 41.227 mp si turn amestec si depozit nisip cu o suprafata construita desfasurata de 11.094 mp. Alte cladiri implicate in procesul de productie dar cu suprafete considerabil mai mici erau: cladire compresoare si statie pompe, statie electrica si ateliere, cladire generator electric si UPS, depozit oxigen carbid, cladire statie reglare gaze etc. Celelalte cladiri erau de tip administrativ sau erau folosite pentru depozitare.
- Pe langa cladirile mentionate, la data evaluarii, Societatea avea in proprietate doua terenuri situate in Bucuresti, pe bulevardul Theodor Pallady, nr 43-45 si in Blejoi, judetul Prahova, cu suprafete de 138.215 mp, respectiv 4.200 mp, pe terenul din Bucuresti fiind amplasata fabrica de sticla cu toate capacitatile de productie.
- In perioada 2013-2015 Stirom SA a desfasurat un amplu proces de retehnologizare al instalatiilor de productie, detinand in prezent cea mai noua tehnologie de productie din domeniu. Aceste investitii au fost efectuate in cadrul Programului Operational Sectorial "Cresterea Competitivitatii Economice 2007-2013 Axa Prioritara 4". In cadrul acestui program Societatea a benefeciat de fonduri europene nerambursabile in proportie de 40% (51,5 milioane lei) din valoarea totala a proiectului subventionat.
- Ca urmare a acestui proces de retehnologizare, Societatea a efectuat investitii majore in cresterea capacitatii de productie a cuptoarelor de topire a sticlei. Dupa modernizarea cuptoarelor de topire a sticlei, capacitatea de productie a Societatii a crescut cu 50% de la 100.000 tone sticla la 150.000 tone sticla. Aceasta modernizare a cuptoarelor i-a permis Societatii sa acopere cererea pietei din productia proprie. Anterior modernizarii, pentru a putea onora cererile primite de la clienti, Societatea achizitiona marfuri de la terte parti din cadrul grupului, astfel diminuindu-si profitabilitatea generala datorita costurilor mari aferente transportului marfurilor.
- Odata cu aceasta modernizare a cuptoarelor de topire a sticlei si a liniilor de productie aferente, o serie de active imobilizate, din cauza uzurii morale, nu mai pot fi folosite in activitatea operationala. Valoarea contabila neta a acestor active la data evaluarii era de aproximativ 2,5 milioane lei. In cazul in care Societatea va casa aceste mijloace fixe si le va vinde in starea lor actuala sau in calitate de deseu, un venit de aproximativ 450 mii lei ar putea fi obtinut.
- Odata cu cresterea capacitatii de productie a Societatii, a crescut si necesarul de depozitare al produselor finite, in special datorita sezonalitatii afacerii. Astfel in timpul iernii, cand cererea este mai redusa, o cantitate semnificativa de produse finite (aprox. 25 mii tone produs finit) trebuie sa fie inmagazinata. Datorita conditiilor meteo nefavorabile din timpul iernii, produsele finite nu pot fi depozitate in aer liber. La Data Evaluarii Societatea detine un depozit cu o capacitate de stocare de 4 mii tone produs finit, fiind insuficent pentru necesarul Societatii.
- In ceea ce priveste gradul de uzura al mijloacelor fixe ale Societatii, la 31 decembrie 2015 acestea erau amortizate in proportie de 56% - cladiri, 40% - utilaje si masini si 88% alte instalatii. Singurele active imobilizate care necesita reparatii capitale periodice sunt cuptoarele de topire a sticlei, datorita uzurii caramizii refratare in cadrul procesului tehnologic de fabricare a sticlei. Astfel, odata la 10 ani, Societatea opreste productia cuptoatelor pentru 3-4 luni pentru a efectua reparatia capital a acestora.
- Buna functionare a procesului de productie si desfasurarea activitatilor Societatii este sustinuta de 411 angajati (Potrivit informatiilor primite de la Management valabile la 31 decembrie 2015), din care un numar de 196 de salariati erau implicati in mod direct in productie, 160 erau implicati indirect in productie iar restul de 55 angajati faceau parte din categoria personal administrativ.
- Din punct de vedere al nivelului de pregatire al personalului Societatii, salariatii erau impartiti in urmatoarele categorii: 52 salariati cu studii superioare, 160 salariati cu studii medii, 191 salariati cu studii de scoala profesionale si 8 salariati cu studii de scoala generala. Gradul de sindicalizare era de 77,35%.
- Societatea are o structura organizationala divizata in departamente operationale si functionale, dupa cum urmeaza: directia de productie, directia financiara, directia comerciala precum si directia de resurse umane. Raporturile ierarhice dintre manager si salariati sunt de coordonare si de colaborare si sunt reglementate prin Regulamentul de Organizare si Functionare al Societatii, Organigrama, contractele individuale de munca si fisele de post, Contractul Colectiv de Munca si Regulamentul Intern al Stirom SA.

Descrierea Societatii | Analiza financiara istorica

La Data Evaluarii, structura de finantare a Societatii era reprezentata de capitaluri proprii (63% din totalul bilantier) si pe imprumuturi de la institutii financiare (37%)

Bilantul

- Analiza financiara istorica a fost realizata pe baza situatiilor financiare auditate (intocmite in conformitate cu Ordinul Ministrului Finantelor Publice nr. 1286/2012) ale Societatii pentru anii financiari 2014 si 2015 precum si pe baza balantei de verificare la 31 decembrie 2016.
- Imobilizarile corporale si cele necorporale sunt prezentate la costul istoric ajustat cu amortizarea acumulata si pierderile din depreciere.
- Terenurile si cladirile sunt prezentate in situatiile financiare la cost reevaluat; valoarea justa (costul reevaluat) a fost considerata de catre Sociatate drept cost presupus la data tranzitiei la IFRS (Standarde Internationale de Raportare Financiara) - 1 ianuarie 2011. Prima reevaluare dupa data tranzitiei a fost efectuata la data de 31 decembrie 2011. Ulterior Societatea a inregistrat terenurile si cladirile la valoarea justa minus amortizarea cumulata a cladirilor si pierderile din depreciere recunoscute dupa data reevaluarii. La data de 31 decembrie 2015, Societatea a efectuat reevaluarea terenurilor si a cladirilor, inregistrand un surprul din reevaluare de 11 milioane lei.
- In cursul anului 2016, Societatea a inregistrat achizitii si capitalizari de imobilizari corporale aferente activitatii sale de baza, majoritatea activelor fiind achitionate pentru liniile de productie, liniile de prelucrare si cuptoare. Nu s-au inregistrat casari sau vanzari semnificative de mijloace fixe.
- Creanta privind impozitul amanat reprezinta valoarea neta dintre creante si datorii aferente impozitului amanat. Cele mai importante componente care au generat impozit amanat sunt mijloacele fixe (942 mii lei) si provizioanele aferente creantelor (1,27 milioane lei). La data acestui raport, Societatea nu a efectuat calculul final al impozitului amanat la 31 decembrie 2016, astfel valoarea creantei a ramas neschimbata comparativ cu 31 decembrie 2015.
- In ceea ce priveste activele circulante, cele mai importante active la data bilantului contabil sunt creantele cu o pondere de 75% urmate de stocuri cu o pondere de 20% din total active circulante.
- Creantele comerciale ale Societatii includ atat creantele fata de terti, cat si cele fata de companiile afiliate.

Bilant financiar

Mii RON	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Imobilizari corporale	331.748	375.473	341.604
Imobilizari necorporale	818	618	434
Imobilizari financiare	331	252	253
Creante privind impozitul amanat	2.981	2.254	2.254
Active imobilizate	**335.878**	**378.597**	**344.545**
Stocuri	49.782	51.017	41.127
Creante comerciale	132.409	135.825	154.089
Alte creante	4.550	4.054	2.256
Numerar si echivalente de numerar	44.685	7.781	7.089
Active circulante	**231.426**	**198.678**	**204.560**
Active totale	**567.305**	**577.275**	**549.105**
Capital social	40.697	40.697	40.697
Ajustari ale capitalului social	46.311	46.311	46.311
Prime de capital	14.162	14.162	14.162
Rezerve	105.467	119.614	100.472
Rezultat reportat	81.582	88.167	93.573
Total capital propriu	**288.219**	**308.951**	**295.214**
Imprumuturi pe termen lung inclusiv leasing	53.438	51.197	83.013
Subventii guvernamentale	29.725	41.504	36.808
Provizioane	745	806	1.603
Datorii pe termen lung	**83.908**	**93.507**	**121.424**
Furnizori	55.846	24.374	27.843
Alte datorii	14.905	13.206	7.190
Partea curenta a imprumuturilor pe termen lung inclusiv leasing	13.563	8.122	8.128
Partea curenta - Subventii guvernamentale	2.771	4.695	4.695
Imprumuturi purtatoare de dobanzi pe termen scurt	108.093	124.420	84.610
Datorii curente	**195.177**	**174.817**	**132.466**
Total capitaluri si datorii	**567.305**	**577.275**	**549.105**

Sursa: Informatii management, analiza Deloitte

Societatea a inregistrat in perioada istorica un fond de rulment net pozitiv care s-a ridicat la 55% in 2014 si la circa 59% in 2015 si 2016

Active Circulante (continuare)

- Comparativ cu 31 decembrie 2015, soldul creantelor la 31 decembrie 2016 a crescut cu aproximativ 14%, in principal datorita cresterii volumului de activitate al Societatii (vanzarile Societatii au inregistrat o crestere de 7% in 2016 comparativ cu 2015) si datorita ratei mai mici de colectare a creantelor cu aproximativ 6 zile. Cresterea termenului mediu de plata in 2016 comparativ cu 2015 a fost determinat in principal de structura creantelor, astfel ponderea creantelor din cadrul grupului care au depasit termenul de plata cu peste 90 de zile este mai mare de 80% din total creante intragrup. Un alt impact semnificativ in cresterea termenului mediu de incasare al creantelor, a fost generat de inceperea colaborarii cu noi clienti importanti, care au generat venituri semnificative, in decursul anului 2016.
- In ceea ce priveste provizionele pentru deprecierea creantelor, acestea sunt constituite doar pentru creantele indoielnice fata de terti si reprezinta aproximativ 8% din total creante comerciale (la 31.12.2015: 10%).

Fondul de rulment net

- Fondul de rulment net raportat in decembrie 2015 si 2016 a fost pozitiv (59,9 % respectiv 59,60 % din cifra de afaceri) ca urmare a deciziilor adoptate de management cu privire la gestionarea numerarului si a termenelor de plata ale clientilor si furnizorilor. Managementul estimeaza in planul de afaceri al Societatii o marja a fondului de rulment net de minim 60,9% in 2017 si maxim 66,4% in 2019. Astfel modelul continua trendul in marja fondului de rulment din perioada istorica.

Denumire element	31.12.14	31.12.15	31.12.16
Fond de rulment net	115.991	153.317	162.438
Vanzari	209.213	255.896	272.334
% din Vanzari	55,4%	59,9%	59,6%

Numerar si echivalente de numerar

- Evolutia negativa a pozitiei de numerar a Societatii, in contextul cresterii activitatii comerciale si in contextul unei viteze de rotatie a fondului de rulment favorabile, se datoreaza in principal rambursarii unei parti semnificative a imprumuturilor bancare pe termen scurt (scadere a soldului cu 32% la 31.12.2016 comparativ cu soldul de la 31.12.2015). La 31 decembrie 2014, Societatea avea imprumuturilor bancare pe termen scurt (scadere a soldului cu 32% la 31.12.2016

zun sold de numerar semnificativ mai mare decat in perioadele urmatoare, datorita unui acreditiv deschis in valoare de 35,5 milioane lei.

Datorii curente si pe termen lung

- La Data Evaluarii Societatea are o serie de imprumuturi pe termen scurt si pe termen lung de la insitutii financiare din Romania, cele mai importante fiind:
  - Imprumut pe termen lung de la CEC Bank, maturitatea finala a imprumutui: 16 ianuarie 2023, cu o dobanda de 3,0 % plus rata de referinta.
  - Mai multe facilitati pe termen scurt in principal de la Piraeus Bank, rata dobanzii de 4,5% plus rata de referinta, Bancpost Romania – rata dobanzii 5,58% peste rata de referinta, Banca Transilvania cu o dobanda de 3% peste rata de referinta, Unciredit Tiriac Bank – dobanda de 3,5 % peste rata de referinta.
  - Societatea genereaza suficient numerar astfel incat sa sustina plata dobanzii si a ratelor imprumuturilor.
  - Din total datorii pe termen lung de 91,14 milioane la 31 decembrie 2016, leasingul financiar reprezinta 5,13% si se refera in principal al utilaje pentru productie achizitionate in leasing.
- In cadrul Programului Operational Sectorial "Cresterea Competitivitatii Economice 2007-2013 Axa Prioritara 4" Societatea a benefeciat de fonduri europene nerambursabile in proportie de 40% (51,5 milioane lei) din valoarea totala a proiectului subventionat. In conformitate cu normele contabile in vigoare, Societatea inregistreaza o datorie egala cu valoarea subventiei nerambursabile pe care o amortizeaza pe toata durata de utilizare a activelor achizitionate in cadrul proiectului. Astfel, in cazul in care Societatea indeplineste toti indicatorii de monitorizare aferenti subventiei primite, datoria inregistrata in bilant nu va presupune o iesire de numerar.

Descrierea Societatii | Analiza financiara istorica

Dinamica productiei vandute in 2014 - 2016 a fost determinata de cresterea cu 50% a capacitatii de productie a Societatii, inlocuind vanzarea marfurilor mai putin profitabile

- Tabelul alaturat prezinta contul de profit si pierdere al Societatii in perioada istorica folosind informatii din situatii financiare auditate (intocmite in conformitate cu Ordinul Ministrului Finantelor Publice nr. 1286/2012) ale Stirom SA pentru anii financiari 2014 si 2015 si, de asemenea, pe baza balantei de verificare la 31 decembrie 2016.
- Per ansamblu, evolutia veniturilor a fost influentata de investiile recente in noi echipamente care permit Societatii producerea unei game mai largi de produse. In 2016 comparativ cu 2015, Societatea a inregistrat o dublare a veniturilor din vanzarea de sticle pentru bere si o crestere moderata (20%) a sticlelor pentru bauturi non-alcoolice. In urma investitiilor semnificative in echipamentele Societatii, Stirom a reusit sa diversifice portofoliul de produse. Astfel Societatea in 2016 a reusit sa livreze sticle de mai multe culori, comparativ cu perioadele anterioare, ceea ce a atras o serie de noi clienti.
- In 2014 si 2015 Societatea a crescut capacitatea de productie a cuptoarelor de topire a sticlei cu 50%, ceea ce s-a reflectat in structura vanzarilor. Dupa cum se observa si in tabelul alaturat, veniturile din vanzarea produselor finite proprii au crescut considerabil in perioada 2014 - 2016, inlocuind o parte din veniturile din vanzarea de marfuri, acestea fiind mai putin profitabile (marja bruta a marfurilor a fost de 26% in 2015 si de 15% in 2016). Efectul schimbarii mixului vanzarilor se reflecta direct in EBITDA ultimilor 3 ani.
- In ceea ce priveste portofoliul de clienti, acesta a crescut semnificativ comparativ cu anul precedent, generand marea majoritate din cresterea veniturilor.
- Costurile de exploatare ale Societatii excluzand impactul din provizioane au crescut in aceeasi masura ca si veniturile, total crestere – 8% comparativ cu 2015. Daca luam in cosiderare si impactul net din miscarea in provizioane, cheltuielile operationale ar ramane la acelasi nivel ca si in anul 2015. Cele mai importante tipuri de cheltuieli care au inregistrat cresteri fata de perioada precedenta sunt costurile de productie si de distributie a bunurilor vandute. Societatea a reusit sa mentina cheltuielile admisitrative la un nivel comparabil cu cel din 2015, astfel reusind sa isi imbunatateasca profitabilitatea operationala, observam o crestere a EBITDA cu 26% comparativ cu 2015.

Cont de profit si pierdere

Mii RON	2014	2015	2016
Venituri din vanzarea bunurilor	136.337	195.024	233.819
Venituri din vazarea marfurilor si a produselor reziduale	68.122	55.790	34.718
Alte venituri din exploatare	4.754	5.081	3.797
Total venituri din exploatare	**209.213**	**255.896**	**272.334**
Costul bunurilor vandute	115.832	127.542	133.325
Cheltuieli aferente transportului bunurilor vandute	2.602	4.544	8.832
Cheltuieli cu alte lucrari si servicii executate de terti	9.347	10.989	12.001
Cheltuieli privind chiriile	4.464	6.186	7.565
Cheltuieli cu personalul	20.686	22.015	25.094
Cheltuieli cu taxe	1.242	1.847	3.239
Cheltuieli/venituri din provizioane	1.447	11.379	-3.184
(Venit)/Cheltuiala net din diferente	-629	1.263	507
Alte cheltuieli de exploatare	2.183	5.050	2.671
Total cheltuieli de exploatare	**157.173**	**190.815**	**190.050**
EBITDA	**52.040**	**65.081**	**82.284**
Cheltuiala cu amortizarea	35.243	37.524	51.054
EBIT	**16.796**	**27.557**	**31.230**
Cheltuieli financiare nete	6.173	7.817	6.543
EBT	10.624	19.740	24.687
Cheltuiala cu impozitul pe profit	3.149	4.410	3.962
Venit din impozit amanat	1.791	1.042	0
Profitul net	**9.266**	**16.372**	**20.725**

Sursa: Informatii management, analiza Deloitte

Marja EBITDA	*25%*	*25%*	*30%*
Cresterea Cifrei de Afacere	-	*23%*	*7%*
Cresterea Cheltuielilor din exploatare excluzand impactul din provizioane	-	*15%*	*8%*

Imbunatatirea marjei EBITDA in perioada istorica de la 25% la 30% se datoreaza cresterii capacitatii de productie si renuntarii la vanzarile de marfuri putin profitabile

- Imbunatatirea marjei EBITDA in perioada istorica de la 25% la 30% se datoreaza cresterii capacitatii de productie si renuntarii la vanzarile de marfuri putin profitabile.
- Pe langa impactul in EBITDA determinat de schimbarea mixului vanzarilor, un impact semnificativ in variatia EBITDA comparativ cu 2015 a avut reversarea provizioanelor aferente activelor curente, constituite in anii precedenti.
- Cheltuiala cu amortizarea si deprecierea cuprinde amortizarea imobilizarilor corporale; Societatea nu a recunoscut cheltuieli privind deprecierea activelor in anul curent. Cresterea in cheltuiala cu amortizarea si deprecierea activelor imobilizate a fost generata de punerea in functiune a unor active semnificative (linii de productie, cuptoare, etc) in cursul anului precedent.
- Cheltuielile financiare nete cuprind cheltuielile aferente imprumuturilor si leasingurilor financiare.
- Crestearea cheltuielilor financiare in 2015 comparativ cu celelalte doua perioade de comparatie, a fost in principal determinata de impactul negativ pe care l-a avut cresterea cursului de schimb al tuturor valutelor. In 2016, diferentele de curs au avut un impact moderat asupra cheltuielilor Societatii, in principal datorita stabilizarii relative a pietii monetare.
- In ceea ce priveste cheltuiala cu impozitul pe profit, acesta e compusa din cheltuiala aferenta impozitului curent si cheltuiala aferenta impozitului amanat. Avand in vedere ca la 31 decembrie 2016, Societatea nu a finalizat calculul impozitului amanat pe profit, in Contul de profit si pierderede nu este prezentat efectul din modificarea impozitului amanat.
- In urma analizei financiare a Societatii, nu am identificat ajustari materiale care ar avea un impact semnificativ asupra evaluarii. Astfel, cifrele istorice considerate in stabilirea valorii capitalurilor proprii ale Stirom, sunt relevante.

Cont de profit si pierdere

Mii RON	2014	2015	2016
Venituri din vanzarea bunurilor	136.337	195.024	233.819
Venituri din vazarea marfurilor si a produselor reziduale	68.122	55.790	34.718
Alte venituri din exploatare	4.754	5.081	3.797
Total venituri din exploatare	**209.213**	**255.896**	**272.334**
Costul bunurilor vandute	115.832	127.542	133.325
Cheltuieli aferente transportului bunurilor vandute	2.602	4.544	8.832
Cheltuieli cu alte lucrari si servicii executate de terti	9.347	10.989	12.001
Cheltuieli privind chiriile	4.464	6.186	7.565
Cheltuieli cu personalul	20.686	22.015	25.094
Cheltuieli cu taxe	1.242	1.847	3.239
Cheltuieli/venituri din provizioane	1.447	11.379	-3.184
(Venit)/Cheltuiala net din diferente	-629	1.263	507
Alte cheltuieli de exploatare	2.183	5.050	2.671
Total cheltuieli de exploatare	**157.173**	**190.815**	**190.050**
EBITDA	**52.040**	**65.081**	**82.284**
Cheltuiala cu amortizarea	35.243	37.524	51.054
EBIT	**16.796**	**27.557**	**31.230**
Cheltuieli financiare nete	6.173	7.817	6.543
EBT	10.624	19.740	24.687
Cheltuiala cu impozitul pe profit	3.149	4.410	3.962
Venit din impozit amanat	1.791	1.042	0
Profitul net	**9.266**	**16.372**	**20.725**

Sursa: Informatii management, analiza Deloitte

Marja EBITDA	*25%*	*25%*	*30%*
Cresterea Cifrei de Afacere	-	*23%*	*7%*
Cresterea Cheltuielilor din exploatare excluzand impactul din provizioane	-	*15%*	*8%*

Metodologia de evaluare

Metodologia de evaluare

Pentru determinarea valorii juste a unei intreprinderi sau participatii, se pot folosi trei abordari principale: abordarea prin venit, abordarea prin piata si abordarea prin active

Abordari si metode principale folosite in evaluare

- Abordarile utilizate pentru estimarea valorii unei intreprinderi pot fi clasificate in trei categorii generale: abordarea prin venit, abordarea prin piata si abordarea prin active. O descriere a celor trei abordari precum si a celor mai utilizate metode de evaluare este prezentata in continuare.

Abordarea prin venit

- In cadrul abordarii prin venit, valoarea unei intreprinderi se estimeaza prin insumarea valorii actualizate a beneficiilor economice viitoare pe care aceasta le poate genera. Abordarea prin venit porneste de la premiza ca un investitor prudent nu ar plati pentru o intreprindere mai mult decat aceasta ar putea genera in viitor. Cele doua metode uzuale folosite in cadrul abordarii prin venit sunt: metoda actualizarii fluxurilor de numerar (engl. "Discounted Cash Flow") si metoda capitalizarii (in cadrul careia se considera ca un flux de numerar normalizat se obtine in perpetuitate).
- Abordarea prin venit este metoda principala utilizata pentru evaluarea intreprinderilor a caror valoare provine din generarea de profit in premisa continuitatii activitatii deoarece se bazeaza pe valoarea prezenta a beneficiilor economice viitoare tinand cont si de riscurile aferente acestora.

Abordarea prin piata

- Abordarea prin piata presupune ca valoarea unei intreprinderi poate fi estimata prin comparatie pornind de la valoarea unor participatii la intreprinderi similare tranzactionate pe piata, precum si cu orice tranzactii relevante cu participatii ale intreprinderii subiect.
- In cadrul abordarii prin piata exista doua metode distincte de evaluare: metoda comparatiei cu companii cotate respectiv metoda tranzactiilor comparabile (fuziuni si achizitii de companii similare private).
- Pentru aplicarea oricareia dintre cele doua metode se alege un esantion reprezentativ de companii similare listate sau tranzactii comparabile pe baza unor criterii de comparabilitate bine definite. In cazul ideal, companiile similare selectate fac parte din aceeasi industrie din care face parte intreprinderea subiect, au o dimensiune comparabila si au un model de afacere asemanator.
- Evaluarea folosind abordarea prin piata se realizeaza prin intermediul unor multipli de piata, care se prezinta ca un raport intre un indicator al valorii si diferiti indicatori financiari (cifra de afaceri, EBITDA, EBIT, flux de numerar, etc.). Multipli calculati pe baza companiilor comparabile cotate sau a tranzactiilor comparabile se inmultesc cu indicatorul corespunzator al societatii subiect, rezultand o indicatie de valoare (care poate fi valoarea de piata/justa a capitalurilor proprii sau valoarea capitalurilor proprii adunata la valoarea datoriilor nete – engl. "enterprise value").

Abordarea prin active

- Abordarea prin active (numita si abordare prin cost) se bazeaza pe principiul ca valoarea economica a unui activ poate fi determinata pe baza valorii actuale a inlocuirii activului respectiv cu un activ substituibil care prezinta aceeasi utilitate.
- In cadrul abordarii prin active, valoarea unei intreprinderi poate fi determinata prin scaderea valorii datoriilor din valoarea activelor. Tehnica de evaluare folosita in acest caz, denumita "metoda activului net corectat" presupune ajustarea bilantului contabil intocmit conform politicilor contabile adoptate de intreprindere, astfel incat sa reflecte toate activele corporale, necorporale si financiare precum si datoriile, la valoarea de piata. De asemenea, activele care nu se regasesc in bilant, dar indeplinesc criteriile de identificare si recunoastere precum si datoriile care nu se regasesc in bilant trebuiesc identificate si luate in considerare pentru calcularea capitalului propriu.
- Abordarea prin active se utilizeaza la evaluarea intreprinderilor a caror valoare provine in principal din activele detinute (societati imobiliare, societati de tip holding), a intreprinderilor nou infiintate sau a celor aflate in dificultate financiara, caz in care premisa continuarii activitatii este pusa in discutie.

Metodologia de evaluare

Abordarea prin venit se bazeaza pe principiul conform caruia valoarea unei intreprinderi este data de suma beneficiilor economice pe care aceasta le poate genera in viitor

Abordarea prin venit

- In cadrul abordarii prin venit, valoarea unei participatii la capitalul actionarilor al unei societati este egala cu valoarea actualizata a beneficiilor economice viitoare asteptate. Din perspectiva unei intreprinderi acestea ar putea fi (printre altele): venit brut, profit brut, profit din exploatare, profit net, fluxuri de numerar din exploatare sau fluxuri de numerar disponibile pentru distribuire catre proprietari (dividende).
- Conceptul de baza al abordarii prin venit este de a prognoza beneficiile economice viitoare asociate participatiei si de a actualiza fluxul de beneficii economice prognozate folosind o rata de actualizare adecvata pentru riscul asociat fluxurilor respective.
- In cadrul modelelor de evaluare se pot folosi: fluxurile de numerar net disponibile pentru actionari sau fluxurile de numerar net disponibile pentru investitorii in intreprindere (actionari si creditori). Actualizarea fluxurilor catre actionari se face folosind costul capitalului propriu in timp ce fluxurile la dispozitia capitalului investit sunt actualizate folosind costul mediu ponderat al capitalului. In practica, majoritatea modelelor de evaluare sunt construite pe baza fluxurilor de numerar catre capitalul investit, care sunt fluxuri de numerar inaintea platii obligatiilor catre creditori. Estimarea acestor fluxuri de numerar necesita realizarea unor prognoze anuale pentru venituri, cheltuieli din exploatare, cheltuieli de capital si capital circulant pe o perioada de previziune de 4-5 ani. Metoda de calcul a fluxului de numerar net aferent capitalului investit aferent unei perioade este prezentata in prima caseta alaturata.
- Metoda fluxului de numerar actualizat este cea mai folosita metoda din cadrul abordarii prin venit. Aplicarea acestei metode presupune alcatuirea unui model financiar in doua etape: o etapa de crestere si o etapa de stabilizare si consolidare in care fluxurile de numerar ale intreprinderii inregistreaza o rata de crestere pe termen lung sustenabila. Cresterea in perpetuitate este luata in considerare in estimarea valorii terminale la care intreprinderea ar putea fi tranzactionata la sfarsitul etapei de crestere. Determinarea valorii terminale se face prin capitalizarea fluxului perpetuu de numerar.
- Fluxurile de numerar calculate pentru fiecare perioada a etapei de crestere sunt actualizate folosind costul mediu ponderat al capitalului, insumate si adunate cu valoarea actualizata a valorii terminale. Rezultatul il reprezinta valoarea intreprinderii (valoarea capitalului propriu si a celui imprumutat) aferenta unei participatii de 100%.

Metoda de calcul al fluxului de numerar aferent capitalului investit

EBIT
(-) Impozit aplicat la EBIT
= Profit din exploatare dupa impozitare
(+) Cheltuieli nemonetare (cheltuieli cu amortizarea)
(+/-) Cheltuieli de capital/vanzari de active
(+/-) Variatia fondului de rulement net
=Flux de numerar aferent capitalului investit

Calculul valorii terminale (VT)

$$VT = \frac{FN_{t+1}}{CMPC - g}$$

FN_{t+1} = flux de numerar net perpetuu aferent capitalului investit

t = ultimul an al etapei de crestere
g = rata de crestere in perpetuitate

- Pentru a estima valoarea de justa a capitalurilor proprii, din valoarea intreprinderii se scade soldul datoriei nete si se aduna valoarea de piata a activelor in afara exploatarii.

Metodologia de evaluare

Abordarea prin piata propune compararea Societatii cu intreprinderi similare, ale caror actiuni sunt tranzactionate pe piete de capital sau vandute in cadrul unor tranzactii private (in cazul societatilor nelistate)

Abordarea prin Piata

- Abordarea prin piata se bazeaza pe principiul substitutiei, care presupune ca un investitor prudent nu ar plati pentru intreprinderea subiect mai mult decat pentru alte intreprinderi similare disponibile pe piata.
- In cadrul abordarii prin piata, valoarea unei intreprinderi este determinata prin comparatia cu valoarea intreprinderii (capitaluri proprii plus datorii nete) sau cu valoarea de piata a capitalului propriu a unor companii similare listate sau cu preturile platite de investitori in tranzactii recent incheiate. Aplicarea corespunzatoare a abordarii prin piata depinde in mare masura de disponibilitatea si calitatea informatiilor disponibile privind companii similare listate sau tranzactii. Ca si principiu fundamental, nicio companie nu este in totalitate comparabila cu alta companie. Ca urmare, rezultatul analizei de evaluare este prezentat sub forma unui interval de valori. Informatii cu privire la companii similare listate / tranzactii sunt in general disponibile in baze de date si platforme financiare specializate precum Amadeus, Bloomberg, Capital IQ, Reuters, MergerMarket sau Mergerstat.
- O prima etapa in cadrul abordarii prin piata este selectarea unor companii cu profil similar pe baza unor criterii bine definite precum: clasificarea industriei, arie geografica, marimea societatii, etc.
- Ulterior se realizeaza o analiza financiara succinta a companiilor listate comparabile sau a companiilor similare tranzactionate, indicatorii financiari ai acestora fiind comparati cu cei ai intreprinderii subiect.
- Pentru fiecare companie listata sau tranzactie se calculeaza multipli de evaluare reprezentativi prin raportarea unei indicatii de valoare (valoarea intreprinderii - capitaluri proprii plus datorii nete sau valoarea de capitalului propriu) la diferiti indicatori financiari istorici sau prognozati. Avantajul folosirii unor indicatori financiari prognozati este acela ca reflecta asteptarile investitorilor cu privire la evolutia societatii si ramurii de activitate. Un posibil dezavantaj este acela ca prognoze financiare sunt disponibile pentru un numar limitat de companii.
- Indicatorii financiari uzuali utilizati in Abordarea prin Piata sunt: cifra de afaceri, EBITDA (profitul din exploatare inaintea cheltuielii cu amortizarea), EBIT (profitul din exploatare dupa cheltuiala cu amortizarea) sau profitul net. In cadrul analizei situatiilor financiare ale societatii evaluate pot avea loc ajustari de normalizare ale acestor indicatori, fiind eliminate impactul unor venituri/ cheltuieli exceptionale sau in afara exploatarii.
- Multiplii de evaluare sunt determinati pe baza unui grup de societati listate comparabile. Multiplii alesi sunt in general valorile mediane ale fiecarei categorii de multipli calculati pentru lista companiilor comparabile. Valoarea intreprinderii sau valoarea capitalurilor proprii este calculata prin inmultirea fiecarui indicator financiar al intreprinderii subiect cu multiplul corespunzator.
- Valoarea participatiei supuse evaluarii (daca este mai mica de 100%) este ulterior calculata pe baza procentului actual detinut. Disconturi sau prime pot fi aplicate pentru a ajusta valoarea preliminara pentru control sau pentru lichiditate.
- In general, folosind metoda comparatiei cu companii cotate se ajunge la o valoare pe baza minoritara (deoarece capitalizarea bursiera e calculata pe baza pretului actiunilor inregistrat in tranzactii minoritare). In schimb, folosind metoda tranzactiilor comparabile se ajunge la o valoare a unui participatii pe baza nelichida, valoarea putand fi atat pentru un pachet minoritat cat si pentru un pachet majoritar, in functie de participatiile tranzactionate supuse analizei.

Metodologia de evaluare

Abordarea utilizata in cadrul analizei de evaluare a capitalurilor proprii ale Societatii a fost Abordarea prin Venit

Abordarile folosite in evaluare

- Abordarea utilizata in cadrul analizei de evaluare a capitalurilor proprii ale Societatii a fost Abordarea prin Venit. Evaluarea folosind Abordarea prin Venit (metoda fluxului de numerar actualizat) a fost aplicata folosind un set de proiectii financiare pentru venituri si cheltuieli si un plan de investitii in mijloacelor fixe ale Societatii furnizat de management.
- Metoda comparatiei cu societati cotate si metoda tranzactiilor comparabile din cadrul Abordarii prin Piata nu au fost utilizate in evaluarea capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom in principal datorita diferentelor semnificative ale performantei financiare ale Societatii in comparatiile alte societati listate care activeaza in industria ambalajelor din sticla. Societatea genereaza marje procentuale ale indicatorilor de profitabilitate semnificativ mai mari decat mediana companiilor comparabile, in special datorita unei profitabilitati operationale mai mare pe unitate vanduta. Profitabilitatea superioara este atribuibila pozitiei Stirom de lider de piata si unic producator local cat si faptului ca transportarea ambalajelor din sticla pe distante ridicate afecteaza profitabilitatea comertului cu aceste produse, limitand concurenta externa.
- Abordarea prin Active (metoda activului net corectat) este potrivita pentru evaluarea societatilor a caror valoare decurge in principal din activele pe care le detin (societati de imobilaire, holdinguri) respectiv pentru evaluarea companiilor aflate in dificultate financiara. Avand in vedere natura activitatii de exploatare a Societatii si premiza de continuare a activitatii o abordare prin active s-a considerat a nu fi relevanta pentru analiza de evaluare si, prin urmare, nu a fost aplicata.
- Valoarea de piata a activelor in afara exploatarii ale Stirom (in special utilaje scoase din uz), a fost considerata conform estimarii furnizate de management privind pretul la care acestea s-ar putea valorifica in starea lor actuala sau drept fier vechi.

Abordarea prin venit

Abordarea prin venit| Analiza planului de afaceri

Aplicarea Abordarii prin Venit s-a bazat pe planul de afaceri al Societatii elaborat de management pentru perioada 2017 – 2022

Aspecte generale

- In cadrul procesului de colectare a informatiilor necesare analizei de evaluare am primit din partea managementului Stirom SA un plan de afaceri anual pregatit pe perioada 2017 – 2022. Un sumar al elementelor din contul de profit si pierdere al planului de afaceri este prezentat in tabelul alaturat.
- Planul de afaceri cuprinde urmatoarele elemente esentiale in determinarea valorii capitalurilor proprii ale Societatii:
  - Cifrele de afaceri istorice ale Societatii in anii 2015 si 2016 si previziunea cifrelor de afaceri pentru perioada de prognoza. Cifra de afaceri din perioada previzionata cuprinde exclusiv venituri aferente vanzarilor de bunuri produse de catre Societate, calculate prin inmultirea volumului vandut cu pretul mediu de vanzare estimat.
  - Costul bunurilor vandute aferent cifrei de afaceri care contine doua elemente importante respectiv costul de productie si costul de desfacere al bunurilor (in speta costul transportului). Costul de productie din model include si amortizarea mijloacelor fixe direct productive.
  - Planul de afaceri care contine previziuni cantitativ – valorice pentru principalele elemente ale costului bunurilor vandute: materii prime si utilitati.
  - Cheltuieli administrative si alte cheltuieli din exploatare, inclusiv amortizarea activelor administrative, previzionate in baza datelor istorice si ajustate, dupa caz, cu inflatia sau alti indicatori de crestere a preturilor.
  - Cheltuieli financiare care cuprind in principal costurile aferente imprumuturilor existente.
  - Cheltuieli de capital pe care Societate estimeaza ca le va efectua pentru mentenanta activelor detinute de catre Societate la data evaluarii, extinderea suprafetei de depozitare a produselor finite si reparatia capitala a cuptoarelor de topit sticla.
- Aplicarea Abordarii prin Venit (metoda fluxului de numerar actualizat) s-a realizat pe baza fluxurilor de numerar calculate pe baza proiectiilor financiare furnizate de management pentru perioada de cinci ani (1 ianuarie 2016 – 31 decembrie 2022) incluzand si o valoare terminala a Societatii (valoarea la care Stirom ar putea fi tranzactionata la sfarsitul perioadei de prognoza).

Contul de profit si pierderi previzionat

Mln lei	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cifra de afaceri	**248**	**268**	**260**	**264**	**268**	**272**	**276**	**280**
Costul de productie	149	168	173	181	185	192	192	197
Cheltuieli privind transportul	4	5	6	6	6	6	6	6
Total cost al bunurilor vandute	**179**	**190**	**179**	**187**	**191**	**198**	**198**	**202**
Marja bruta	**68**	**77**	**81**	**76**	**76**	**74**	**78**	**77**
Marja bruta %	27,6%	29,0%	31,2%	29,0%	28,6%	27,3%	28,3%	27,7%
Cheltuieli administrative	22	38	33	35	36	38	40	42
Alte cheltuieli din exploatare	17	5	6	6	6	7	7	7
EBIT	**29**	**35**	**43**	**35**	**34**	**30**	**32**	**29**
Cheltuieli financiare	11	9	5	4	3	2	1	1
PBT	**19**	**26**	**38**	**31**	**31**	**28**	**30**	**28**
Impozit pe profit	3	4	6	5	5	4	5	4
Profit net	**16**	**22**	**32**	**26**	**26**	**23**	**25**	**24**

Sursa: Informatii furnizate de management

**Sumele din tabelul de mai sus sunt convertite in lei pornind de la situatiile efectuate de catre management in euro. Rata de schimb folosita: 4.4 lei/euro pentru 2015 si 4.5 lei/euro incepand cu 2016.*
Veniturile actuale din 2015 si 2016 cuprind si veinturile din vanzarea marfurilor. Incepand cu 2017, cifra de afaceri este compusa doar din veniturile aferente productiei interne.

- Valoarea terminala a fost calculata prin capitalizarea unui flux de numerar normalizat, folosind formula de capitalizare Gordon (engl. "Gordon Growth formula").
- Planul de afaceri este prezentat in lei (moneda functionala) iar prognozele reprezinta indicatori nominali (incuzand inflatia).
- Rata impozitului pe profit a fost considerata constanta la 16% pe intreaga perioada de prognoza.

Abordarea prin venit| Analiza planului de afaceri

Variatiile in volumul vanzarilor, au fost estimate de catre management in baza contractelor existente sau in curs de negociere la data evaluarii

Analiza veniturilor

- Prognoza veniturilor Societatii a luat in considerare urmatoarele categorii principale:
  (i) venituri din produse de baza (butelii realizate din sticla alba, verde, bruna şi olive green pentru vinuri, bauturi alcoolice, bauturi racoritoare carbonatate sau necarbonatate, bere şi ape minerale, borcane alimentare, flacoane)
  (ii) venituri din produse care nu fac parte din categoria – produse de baza.
- Spre deosebire de veniturile din perioada istorica analizata, veniturile estimate pentru anii 2017 - 2022 nu cuprind vanzari de marfuri si alte venituri auxiliare. Ca urmare a investitiilor in cresterea capacitatii de productie, incepand cu anul 2017 Societatea va putea acoperi intreaga cerere folosind capacitatea proprie, astfel incat nu va mai fi necesara cumpararea de marfuri de la companii afiliate pentru a fi revandute clientilor proprii. Marja de profit din vanzarea marfurilor este inferioara marjei din productie astfel incat dupa cresterea capacitatii de productie cu 50%, obiectivul Societatii este de a comercializa doar produsele proprii.
- Veniturile Societatii au fost prognozate de management plecand de la volumul estimat al produselor vandute si pretul estimat pe produs.
- In ceea ce priveste volumul vanzarilor, sunt prognozate cresteri in 2017 comparativ cu anul precedent, iar incepand cu 2018 volumul se mentine la nivelul anului 2017. Conform precizarilor managementului, prognoza de volume ia in calcul mentinerea structurii actuale de produse pe intreaga durata de prognoza. Plafonarea volumului de productie este determinata de utilizarea capacitatii care atinge un nivel de 95% in perioada de prognoza.
- Cele mai importante cresteri de volum estimate pentru anul 2017 au fost considerate pentru urmatoarele produse: flacoane medicale (110,3%), sticle pentru bauturi alcoolice (12,7%) si borcane alimentare (17,3%) in timp ce la categoria ambalajelor de sticla pentru vinuri, apa si bere s-au inregistrat scaderi de 17,5%, 14,5% si respectiv 7,2%. Variatiile in volum mentionate mai sus au fost estimate de catre management in baza contractelor existente sau in curs de negociere la Data Evaluarii.
- Preturile de vanzare ale produselor Societatii inregistreaza o crestere de 1% in 2017 comparativ cu anul precedent cu exceptia categoriilor de produsele comune (borcane si sticle de vin) la care cresterile sunt mai mici. Incepand cu anul 2018, preturile produselor sunt prognozate sa creasca cu 1,5% anual, rata de crestere apropiata de rata inflatiei la nivelul Uniunii Europene.
- In 2017 se estimeaza o scadere in medie a volumului vanzarilor de 2,23% comparativ cu anul 2016, in special din cauza faptului ca in 2016, Societatea a vandut o mare parte din productia anilor precedent si din cauza ca Societatea a comercializat o cantitate semnificativa de marfuri.
- Astfel in 2016 Societatea a vandut cu 15,6 mii tone mai mult decat a produs de-a lungul anului. In concluzie, scaderea vanzarilor din 2017, nu sugereaza o scadere a activitatii Companiei. Daca analizam productia comparativ cu vanzarile cantitative, observam ca manamangemult estimeaza pentru perioada 2017 - 2022 o valorificare a productiei de 100%.

Volumul vanzarilor pe categorie de produse

Tone	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Borcane alimentare	30.075	28.336	33.068	33.068	33.068	33.068	33.068	33.068
Bere	17.952	33.112	30.743	30.743	30.743	30.743	30.743	30.743
Bauturi alcoolice	14.561	17.117	19.224	19.224	19.224	19.224	19.224	19.224
Bauturi racoritoare	19.234	25.660	23.868	23.868	23.868	23.868	23.868	23.868
Vinuri	26.428	29.711	23.725	23.725	23.725	23.725	23.725	23.725
Articole menaj	2.115	1.969	1.940	1.940	1.940	1.940	1.940	1.940
Ape minerale	15.613	19.199	16.561	16.561	16.561	16.561	16.561	16.561
Sucuri	0	609	576	576	576	576	576	576
Alte	464	356	579	579	579	579	579	579
Flacoane	128	127	267	267	267	267	267	267
Total	126.570	156.197	150.553	150.553	150.553	150.553	150.553	150.553

Sursa: Informatii furnizate de management

Pretul unitar mediu pe categorie de produse

Pret unitar, mii lei/tona	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Borcane alimentare	1,67	1,63	1,63	1,66	1,68	1,71	1,73	1,76
Bere	1,64	1,70	1,72	1,74	1,77	1,79	1,82	1,85
Bauturi alcoolice	2,00	1,99	2,01	2,04	2,07	2,10	2,13	2,16
Bauturi racoritoare	1,73	1,66	1,67	1,70	1,72	1,75	1,78	1,80
Vinuri	1,56	1,56	1,56	1,59	1,61	1,63	1,66	1,68
Articole menaj	1,88	1,74	1,76	1,79	1,82	1,84	1,87	1,90
Ape minerale	1,86	1,82	1,84	1,87	1,89	1,92	1,95	1,98
Sucuri	0,00	1,67	1,69	1,72	1,74	1,77	1,79	1,82
Alte	3,17	2,88	2,90	2,95	2,99	3,04	3,08	3,13
Flacoane	3,79	3,72	3,75	3,81	3,87	3,93	3,99	4,04

Sursa: Informatii furnizate de management

Cele mai importante categorii de costuri de productie sunt costurile cu materiale urmate de costul gazului natural, amortizarea mijloacelor fixe si cheltuielile salariale

Analiza costurilor

- Planul de afaceri al managementului prezinta o prognoza de costuri structurata pe urmatoarele categorii: costuri de productie, costuri de transport (suma celor doua fiind costul bunurilor vandute), costuri generale si administrative si alte costuri.
- In ceea ce priveste costul de productie, cele mai importante capitole de cheltuieli privind bunurile vandute sunt cele privind materiale (in scadere de la 32% la 29% pe perioada de prognoza), costul gazului natural (in crestere de la 20% la 25%), amortizarea mijloacelor fixe (in descrestere de la 18% la 15%) si cheltuielile salariale (stabile la 12%) – a se vede tabelul alaturat.
- In comparatie cu costurile din perioadele istorice, managementul estimeaza zero costuri cu privire la marfuri, costuri aferente altor venituri, si costuri cu servicii aferente partilor afiliate. Inlocuirea vanzarii de marfuri cu vanzari de produse proprii explica disparitia cheltuielilor cu marfurile in perioada de prognoza. Legat de celelalte costuri, avand in vedere ca acestea au un caracter ocazional si nu pot fi previzionate, managementul a hotarat sa nu includa astfel de elemente in costul bunurilor vandute.
- In ceea ce priveste costul materialelor, managementul estimeaza o cresterere de 9% in 2017, 1,2% in 2018, iar inceput cu 2019 cresterea anuala este estimata a fi de 0,9%. Aceasta crestere nu este direct corelata cu variatia in cantitatile produse, din cauza ca managementul estimeaza cresterea pretului de achizitie al materiilor prime si al materialelor auxiliare.
- In perioada de previziune, managementul estimeaza o scadere a consumului materiilor prime de baza: nisip, soda, calcar, feldspat de calciu, compensata de o crestere a consumului de deseuri de sticla achizitionat de la terti. Deseurile au un pret de achizitie redus iar cantitatea de cioburi folosite in mixul de productie poate ajunge pana la 25%. In prezent Societatea foloseste un mix cu o cantitate de sub 25%, ceea ce ii permite sa previzioneze aceste cresteri in consumul materialelor recuperate.

Structura costului bunurilor vandute

Categorie cost	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Costul materialelor	33%	32%	32%	31%	30%	30%	30%	29%
Electricitate	9%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
Gaz natural	18%	18%	20%	20%	22%	22%	24%	25%
Alte costuri de productie	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Cheltuieli privind salariatii	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Amortizare	19%	20%	18%	19%	18%	18%	16%	15%
Costul de productie	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Costul transportului	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Costul bunurilor vandute	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Sursa: Informatii furnizate de management

Societatea inregistreaza cresteri ale costului gazului cauzate atat de cresterea pierderilor tehnologice de-a lungul ciclului de mentenanta de 10 ani a cuptoarelor de sticla cat si de cresterea pretului de achizitie

Analiza costurilor (continuare)

- Cheltuielile privind utilitatile (gaz natural si energie electrica) reprezinta in medie 30% din total costuri aferente bunurilor vandute in perioada istorica si in perioada previzionata. Variatiile in cheltuiala privind energia electrica e generate doar de cresterea pretului de achizitie, o crestere comparabila cu rata inflatiei estimata de catre Institutul de Prognoza Economica. In ceea ce priveste cheltuiala privind gazul natural, cresterea de la un an la altul e determinata de doua elemente:
  - cresterea pretului de achizitie pentru care se prognozeaza aceeasi tendinta ca si in cazul energiei electrice, si
  - cresterea consumului, cu 5% in fiecare an, datorat cresterii pierderilor tehnologice de-a lungul ciclului de mentenanta de 10 ani a cuptoarelor de topire a sticlei. Cresterea prognozata a consulului de gaz este determinate de subtierea caramizii refractare a cuptoarelor care variaza intre 3 si 7% anual.
- Managementul estimeaza o crestere a cheltuielilor de natura salariilor de 12,5% in 2017, urmata de o crestere anuala de 3% incepand cu 2018 pe durata perioadei de prognoza. Cresterea costurilor salariale in 2017 este legata in principal de actiunea de retehnologizare a procesului de productie (care necesita un spor de competente) cat si datorita evolutiei generale a nivelului salarial in Romania.
- Managementul estimeaza o crestere a cheltuielii cu transportul in 2017 mai mare decat variatia in cantitatea transportata in principal datorita faptului ca in 2016 cantitatea vanduta include pe langa produse finite si marfuri pentru care furnizorul a asigurat transportul pe cand incepand cu 2017, se previzioneaza doar vanzarea de produse finite.
- Avand in vedere ca Societatea estimeaza sa vanda o cantitate mai mare de produse finite proprii incepand cu 2017 comparativ cu anii precedenti (capacitatea de productie a crescut cu 50% in urma investitiilor), cheltuiala cu transportul se asteapta sa creasca semnificativ in 2017 comparativ cu 2016.
- Incepand cu 2018, managementul estimeaza o evolutie liniara a cheltuielii privind transportul de bunuri vandute, previzionandu-se o eficientizare a transportului care se estimeaza ca va acoperi eventualele cresteri de preturi.

Variatia anuala a costului bunurilor vandute

Categorie cost	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Costul materialelor	9,1%	9,0%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Electricitate	12,4%	12,5%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gaz natural	12,4%	18,0%	9,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Alte costuri de productie	14,3%	2,8%	2,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Cheltuieli privind salariatii	19,2%	12,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Amortizare	17,1%	-12,6%	-4,2%	-12,9%	-7,3%	-22,6%	-14,1%
Costul de productie	13,1%	9,2%	5,0%	2,1%	3,4%	0,1%	2,4%
Costul transportului	44,6%	11,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costul bunurilor vandute	**13,9%**	**9,3%**	**4,8%**	**2,1%**	**3,3%**	**0,1%**	**2,3%**

Sursa: Informatii furnizate de management

Abordarea prin venit| Analiza planului de afaceri

Marjele din exploatare inainte si dupa cheltuiala cu amortizarea inregistrate de Societate in perioada istorica si cele prognozate, sunt superioare cu 5 – 7 puncte procentuale fata de mediana marjelor pe industrie

Analiza costurilor (continuare)

- Cheltuielile cu amortizarea activelor productive au fost previzionate de management pe baza politicilor contabile si a schemei de amortizare a activelor deja existente in registrul de mijloace fixe la Data Evaluarii, la care se adauga amortizarea activelor intrate prin programul de investitii.
- Cheltuielile administrative (mai putin salariile angajatilor administrativi aferenti) care sunt in majoritate fixe, sunt prognozate a creste cu 2% anual iar salariile vor avea o crestere medie anuala de 3% pe intreaga perioada de prognoza. Categoria de cheltuieli administrative mai include si proiectii pentru cheltuiala cu amortizarea activelor in afara productiei, care au fost prognozate de management pe baza planului de amortizare a acestora.
- Categoria „Alte cheltuieli" din planul de afaceri al societatii include proiectii pentru redeventele platite pentru utilizarea marcilor comerciale, costuri de management si venituri nete din vanzari de materiale recuperabile. Managementul Societatii nu prognozeaza variatii semnificative in cadrul acestor cheltuieli si considera o crestere naturala a acestora datorata ratei inflatiei.
- Ca urmare a proiectiilor de venituri si cheltuieli de mai sus, nivelul marjelor de profitabilitate ale Societatii exprimate ca procent din cifra de afaceri va varia in perioada de prognoza insa se va pastra la valori apropiate de cele istorice. Profitabilitatea exploatarii (marja EBITDA) inregistraza o usoara scadere pe perioada de prognoza, in principal ca efect al cresterii cheltuielii cu gazul natural de-a lungul ciclului de mentenanata al cuptoarelor de topit sticla.
- Contul de profit si pierdere al Societatii este prezentat in Anexa 3. Nivele de marja din exploatare inainte si dupa cheltuiala cu amortizarea inregistrate de Societate in perioada istorica si cele prognozate, sunt superioare cu 5 – 7 puncte procentuale fata de mediana marjelor societatilor comparabile din industria ambalajelor din sticla. Profitabilitatea superioara are drept cauza pozitia de lider de piata a Societatii si lipsa unor producatori locali in conditiile in care costul transportului are o pondere importanta in pret in aceasta industrie.

Analiza performantei financiare

Mii lei	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cifra de afaceri	**247.595**	**267.531**	**259.870**	**263.768**	**267.725**	**271.741**	**275.817**	**279.954**
EBITDA	**62.436**	**79.847**	**81.116**	**78.084**	**76.934**	**75.608**	**74.090**	**72.368**
% marja EBITDA	*25,2%*	*29,8%*	*31,2%*	*29,6%*	*28,7%*	*27,8%*	*26,9%*	*25,8%*
Amortizarea activelor	33.035	45.255	38.379	42.764	42.917	45.963	42.551	43.169
EBIT	**29.401**	**34.592**	**42.737**	**35.320**	**34.017**	**29.645**	**31.540**	**29.199**
% marja EBIT	*11,9%*	*12,9%*	*16,4%*	*13,4%*	*12,7%*	*10,9%*	*11,4%*	*10,4%*
Cheltuieli financiare	10.802	8.603	5.167	4.138	3.319	2.054	1.362	1.110
Profit brut	**18.599**	**25.989**	**37.570**	**31.182**	**30.697**	**27.591**	**30.178**	**28.089**
% marja profit brut	*7,5%*	*9,7%*	*14,5%*	*11,8%*	*11,5%*	*10,2%*	*10,9%*	*10,0%*
Impozit pe profit	2.885	4.158	6.011	4.989	4.912	4.415	4.828	4.494
Profit net	**15.714**	**21.831**	**31.558**	**26.193**	**25.786**	**23.177**	**25.350**	**23.594**
% marja profit net	*6,3%*	*8,2%*	*12,1%*	*9,9%*	*9,6%*	*8,5%*	*9,2%*	*8,4%*

Sursa: Informatii furnizate de management

- Managementul estimeaza ca aceste nivele de profitabilitate se vor reduce gradual in timp datorita intensificarii concurentei in industrie, urmand sa se stabilizeze la nivele apropiate de marjele procentuale mediane ale societatilor comparabile.
- Un sumar al marjelor de profitabilitate al diferitele niveluri ale contului de profit si pierdere al Societatii este prezentat in tabelul de mai sus.

Planul de investitii al Societatii include investitii pentru mentenanta activelor existente, investitii in cresterea capacitatii de depozitare si un fond de mentenanta a cuptoarelor de topire a sticlei

Cheltuieli de capital

- Structura cheltuielilor de capital (in total de 98,13 milioane lei de-a lungul perioadei de previziune) se refera la:
  - cheltuieli de capital pentru mentenanta, definite de management ca fiind investitiile care nu conduc la cresterea cifrei de afaceri,
  - cheltuieli pentu cresterea capacitatii de depozitare. In prezent Societatea nu dispune de o capacitate de depozitare suficient de mare pentru a putea depozita excesul de productie din timpul iernii. Din cauza sezonalitatii afacerii, Societatea e nevoita in perioadele de cerere scazuta (in principal iarna) sa depoziteze produsele finite, urmand sa le livreze clientilor in perioadele de cerere crescuta.
- In tabelul alaturat este prezentata structura cheltuielilor de capital pe care Societatea estimeaza ca le va efectua in perioada de previziune. Cu exceptia investitiilor in cresterea capacitatii de depozitare, toate celelalte cheltuieli de capital se efectueaza an de an. Drept urmare dupa perioada de previziune aceste cheltuieli de capital vor fi de asemenea realizate.
- In ceea ce priveste investitiile in cresterea capacitatii de depozitare, acestea vor fi realizate doar in perioada de previziune, urmand sa fie folosite pentru o perioada semnificativa de timp. Dupa perioada de previziune, o eventuala investitie in cresterea capacitatii de depozitare este justificabila doar in cazul in care va creste capacitatea de productie a Societatii.
- In determinarea valorii investitiei in cresterea capacitatii de depozitare, Societatea a tinut cont de necesarul de stocare a produselor finite - aproximativ 2 luni de productie (25 mii tone), greutatea maxima depozitabila pe metru patrat si de costul de construire a unui metru patrat de depozit. Avand in vedere ca Societatea nu dispune de suficient terent pentru construirea suprafetei de depozitare necesara, se previzioneaza achizitia unui teren aditional de 25 mii metri patrati.
- Per ansamblu, cheltuielile totale cu investitiile fluctueaza intre 44 – 51 mil lei pe an, in timp ce cheltuielile de capital ca procent al veniturilor totale sunt previzionate sa fluctueze intre 14% si 16%. Ca si termen de comparatie, media investitiilor de capital al unui grup de societati comparabile, pentru ultimii 3 ani este de 15,4% iar pentru ultimii 5 ani - 18,5%. Daca excludem investitiile in cresterea capacitatii de depozitare, investitiile in alte cheltuieli de capital sunt destul de mici, ceea ce se datoreaza in principal faptului ca Societatea a finalizat in 2016, un amplu process de modernizare a liniilor de productie si a cuptoarelor de topire. Avand in vedere ca aceste echipamente au o durata de viata de peste 10 ani, cu exceptia investitiilor in cresterea capacitatii de depozitare, Societatea nu a identificat la data evaluarii un necesar major de investitii semnificative in bunuri de capital.

Structura cheltuieli de capital

Mii lei	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Matrite	8.100	8.100	8.100	8.100	8.100	8.100
Paleti	2.281	3.972	4.091	4.214	4.340	4.470
Tavi de plastic	3.054	3.145	3.240	3.337	3.437	3.540
Cuptoare	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Linii de productie	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Utilaje si echipamente	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Cladiri	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Mediu	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Filtre	0	0	0	4.500	4.500	0
Depozit	11.250	11.250	11.250	11.250	11.250	11.250
Alte investitii	900	900	900	900	900	900
Total	36.835	38.617	38.831	43.551	43.777	39.511

Sursa: Informatii furnizate de management

Abordarea prin venit| Analiza planului de afaceri

Componentele fondului de rulment au fost calculate conform prognozelor managementului pe baza duratelor de rotatie istorice. Ponderea fondului de rulment in vanzari in perioada de prognoza este in intervalul 60,9% - 65,4%

Fondul de rulment net

- Fondul de rulment net este calculat ca diferenta dintre totalul activelor circulante (cu exceptia soldului de numerar) si totalul datoriilor nefinanciare ale Societatii la sfarsitul fiecarei perioade de prognoza.
- Componentele fondului de rulment au fost calculate conform prognozelor managementului pornind de la duratele de rotatie istorice sau ca procent din vanzari.
- In cazul stocurilor, s-a considerat o durata de rotatie de 104 – 106 zile raportata la costul bunurilor vandute, pornind de la durata efectiv inregistrata in anul 2015 iar in cazul creantelor comerciale, durata de rotatie raportata la vanzari in perioada de prognoza s-a stabilit in zona mediei duratelor inregistrate in 2015 si 2016 (120 zile) cu o crestere la 130 zile incepand din 2019.
- In cazul creantelor intragrup, managementul a estimat un sold variabil descrescator in timp, valoarea acestuia corespunzand unei ponderi de 23,4% - 25,2% din vanzari.
- In ceea ce priveste totalul datoriilor fata de furnizori, acesta a fost prognozat in crestere de-a lungul perioadei de prognoza, durata de rotatie a acestora raportata la cifra de afaceri urmand sa inregistreze 27,7 zile in 2017, crescand la 36,7 zile la 2022.
- Soldul pozitiei bilantiere „Alte datorii pe termen scurt" a fost prognozat la 4,7% din vanzari avand ca referinta ponderea inregistrata in anul 2016.

Previziunea fondului de rulment

Indicator	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cifra de afaceri	**247.595**	**267.531**	**259.870**	**263.768**	**267.725**	**271.741**	**275.817**	**279.954**
% crestere		*8,1%*	*(2,9%)*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*
Stocuri	51.017	41.127	51.223	53.533	54.788	56.391	57.158	58.640
Durata rotatiei stocurilor (zile)	104	79	105	104	105	104	105	106
Creante comerciale	92.787	78.877	85.437	86.718	95.354	96.520	98.236	99.710
Durata rotatiei a creantelor comerciale (zile)	137	108	120	120	130	130	130	130
Alte creante	691	690	668	678	688	698	709	719
% din total venit	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*
Creante de la entitati din cadrul grupului	40.895	66.004	65.422	65.422	65.422	65.422	65.422	65.422
% din total venit	*16,5%*	*24,7%*	*25,2%*	*24,8%*	*24,4%*	*24,1%*	*23,7%*	*23,4%*
Creante de la entitati afiliate	5.506	10.774	0	0	0	0	0	0
% din total venit	*2,2%*	*4,0%*	-	-	-	-	-	-
Total active curente	**190.897**	**197.471**	**202.750**	**206.352**	**216.252**	**219.031**	**221.525**	**224.492**
Datorii comerciale si alte datorii	16.247	14.924	19.705	20.490	23.584	27.367	28.093	28.162
Durata rotatiei datoriilor comerciale (zile)	*24,0*	*20,4*	*27,7*	*28,4*	*32,2*	*36,8*	*37,2*	*36,7*
Datorii catre entitati din cadrul grupului	2.519	5.457	12.530	7.347	2.164	1.082	0	0
% din total venit	*1,0%*	*2,0%*	*4,8%*	*2,8%*	*0,8%*	*0,4%*	*0,0%*	*0,0%*
Datorii catre entitati afiliate	729	2.133	0	6	0	0	0	0
% din total venit	*0,3%*	*0,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Alte datorii pe termen scurt	18.085	12.519	12.165	12.290	12.670	13.128	13.250	13.302
% din total venit	*7,3%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*
Total datorii curente	**37.580**	**35.033**	**44.399**	**40.133**	**38.418**	**41.576**	**41.344**	**41.464**
Fond de rulement net	**153.317**	**162.438**	**158.350**	**166.219**	**177.834**	**177.455**	**180.181**	**183.028**
% din total venituri	*61,9%*	*60,7%*	*60,9%*	*63,0%*	*66,4%*	*65,3%*	*65,3%*	*65,4%*
Variatia fondului de rulment		**9.121**	**-4.088**	**7.869**	**11.615**	**-379**	**2.726**	**2.847**

Sursa: Informatii furnizate de management, Analiza Deloitte

Abordarea prin venit| Costul mediu ponderat al capitalului

Actualizarea fluxurilor de numerar in cadrul evaluarii prin venit se face folosind costul mediu ponderat al capitalului(CMPC) calculat pe baza costului capitalului propriu, al celui imprumutat si de structura de finantare a industriei

Costul mediu ponderat al capitalului

- Rata de actualizare utilizata pentru actualizarea fluxurilor de numerar aferente capitalului investit este costul mediu ponderat al capitalului (CMPC), calculat pe baza costului capitalului propriu (k_{cp}) si a costului capitalului imprumutat (k_d). Formula de calcul pentru CMPC este afisata in figura alaturata.
- Ponderarea costului capitalului propriu si costului capitalului imprumutat se bazeaza pe structura reprezentativa de finantare (raportul dintre capital imprumutat si capitaluri proprii) la nivelul industriei. Acest raport este de obicei calculat ca valoare mediana a gradului de indatorare pentru un grup de firme comparabile si este considerat ca reprezinta structura de finantare optima a industriei.

Costul capitalului propriu determinat prin modelul CAPM modificat

- Costul capitalului propriu reprezinta randamentul unei investitii alternative comparabile celei in capitalul Societatii, care genereaza fluxuri de numerar ce au caracteristici similare in ceea ce priveste periodicitatea, riscul si nivelul de impozitare. Randamentul investitiei alternative este stabilit in mod normal pe baza randamentelor investitiilor de capital (sub forma unui portofoliu de actiuni). Aceste randamente pot fi observate in piata si pot fi impartite, in principiu, intre o rata fara risc si o prima de risc asteptata de catre actionari, in schimbul acceptarii riscului intreprinderii.
- O serie de modele teoretice ale pietei de capital au fost dezvoltate de economisti cu scopul de a estima costul capitalului propriu, dintre care cel mai important este modelul CAPM (engl. „Capital Asset Pricing Model"), ilustrat in figura alaturata. Ipoteza fundamentala a modelului CAPM este ca exista o relatie liniara intre riscul asociat unei valori mobiliare si randamentul asteptat de la acea valoare mobiliara. Modelul masoara riscul valorii mobiliare folosind covarianta normalizata, cunoscuta sub numele de coeficient beta.

Formula CMPC

$$CMPC = k_{cp}\frac{CP}{CP+D} + k_d(1-t)\frac{D}{CP+D}$$

k_{cp} = costul capitalului actionarilor
k_d = costul capitalului imprumutat
t = cota de impozit pe profit
CP / (CP+D) = % capital propriu in total
D / (CP+D) = % capital imprumutat in total

Costul capitalului propriu – Modelul CAPM

$$k_{cp} = r_f + \beta_w ERP_w + CRP + rs_w \pm ru$$

rf = rata de baza fara risc
βw = prima de risc a pietei
ERPw= prima de risc bursiera
CRP = prima de risc de tara
rsw = prima de risc de marime
ru = riscul specific al companiei

Abordarea prin venit| Costul mediu ponderat al capitalului

Variabilele utilizate in calculul costului capitalului propriu in modelul CAPM includ: rata de baza fara risc, riscul de tara, coeficientul beta al actiunii, prima de risc bursiera si prima de risc pentru dimensiunea firmei

Rata de baza fara risc (r_F)

- Conceptual, rata de baza fara risc reprezinta randamentul pe care investitorul il poate obtine la data evaluarii de la o investitie in titluri de valoare fara risc, cu scadenta pe termen lung. Intr-un caz teoretic, aceasta rata este randamentul unui portofoliu de valori mobiliare al caror risc de neplata si coeficient de corelare cu randamentele altor investitii este egal cu zero. Ratele fara risc folosite in modelul CAPM pot fi estimate cu ajutorul randamentului obligatiunilor guvernamentale pe termen lung emise in aceeasi moneda ca cea in care sunt exprimate fluxurile de numerar.
- In scopul acestei analize de evaluare, rata fara risc folosita a fost estimata prin scaderea CDS (engl "Credit Default Swap") din randamentul obligatiunilor emise de Guvernul Romaniei in lei cu scadenta in 2027. Rata fara risc estimata a fost de 2,3%, rezultand dintr-un randament al obligatiunilor guvernamentale de 3,8% si un CDS de 1,5%.

Coeficientul Beta (β)

- Prima etapa in estimarea coeficientului beta a fost analiza companiilor comparabile descrise Anexa 1. Coeficientul beta al unei companii neindatorate a fost calculat ca mediana coeficientilor beta observati lunar pe o perioada de 5 ani pentru grupul de companii comparabile (0,45). Structura de finantare optima a fost considerata raportul dintre capitalul imprumutat si capitalurile proprii (D/E) ale Societatii.
- Coeficientul beta calculat pentru Companie a fost estimat prin reajustarea coeficientului beta de 0,45 pentru gradul de indatorare corespunzator si pentru rata de impozitare din Romania de 16%. Coeficientul beta obtinut a fost de 0,67, un calcul detaliat fiind prezentat in Anexa 2.

Prima de risc bursiera (ERP)

- Nivelul mai ridicat de risc asociat unei investitii in actiuni comparativ cu o investitie in obligatiuni guvernamentale este reflectat in prima de risc bursiera. Prima de risc bursiera se calculeaza ca diferenta intre rentabilitatea preconizata a portofoliului de actiuni (care este un portofoliu ipotetic al unui investitor pe deplin diversificat) si rata fara risc. Un indice bursier suficient de diversificat (cum ar fi MSCI World Index) poate fi considerat ca fiind reprezentativ pentru portofoliul de piata.
- O serie de studii empirice sunt disponibile cu privire la nivelul primei de risc bursiera pentru diferite piete de capital. Pentru a cuantifica prima de risc bursiera pot fi folosite o serie de abordari. Prima abordare este de a obtine prima de risc bursiera din diferenta randamentelor istorice ale actiunilor si obligatiunilor pe diferite perioade, folosind fie media aritmetica, fie media geometrica. O alta abordare este de a obtine prima de risc bursiera implicita din piata prin punerea in ecuatie a pretului prezent al unei actiuni cu randamentul asteptat si rezolvand ecuatia pentru rata de actualizare, din care poate fi dedusa in continuare prima de risc bursiera. Pe baza rezultatelor acestor studii am selectat o valoare a primei de risc bursiera de 6,0 %.

Prima de risc de tara (CRP)

- Prima de risc bursiera este destinata sa acopere riscul unei investitii pe piata de capital al unei tari cu un nivel maxim de rating de creditului. In cazul investitiilor pe pietele in tarilor in curs de dezvoltare (emergente), prima de risc bursiera se ajusteaza cu o prima de risc de tara.
- Determinarea primei de risc de tara se poate face cu ajutorul unui model pe baza CDS (Credit Default Swap) care reflecta randamentul suportat de investitor pentru asigurarea returnarii investitiei sale. Pentru a calcula riscul de tara, randamentul CDS se inmulteste cu un factor de volatilitate care tine cont de raportul dintre volatilitatea pietelor de capital si a celor de obligatiuni.
- Prima de risc de tara pentru Romania la Data Evaluarii a fost estimata la 3,03% pe baza unui randament CDS de 1,5% si a unui coeficient de volatilitate de 2, care reflecta o volatilitate a pietelor de valori mobiliare de doua ori mai mare decat piata obligatiunilor. Coeficientul de volatilitate este furnizat de publicatia Duff and Phelps' Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, 2016.

Abordarea prin venit| Costul mediu ponderat al capitalului

CMPC al Societatii obtinut folosind un cost al capitalului propriu de 12,86%, un cost al imprumutului (dupa impozitare) de 2,86% si o structura de finantare cu 63% capitaluri proprii este de 9,20 %

Prima de risc pentru dimensiunea companiei (r_S)

- Prima de risc pentru dimensiunea firmei ia in considerare faptul ca, in medie, companiile mai mici au rate de rentabilitate mai mari decat companiile mai mari si, prin urmare, participatiile in asemenea companii sunt asteptate sa ofere un randament mai mare in piata.
- Una din sursele pentru identificarea primei de risc pentru dimensiunea firmei este publicatia Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, Duff and Phelps, care stabileste nivele de prime de risc pentru dimensiunea firmei pe baza capitalizarii de piata a companiilor listate la bursa din New York. Desi capitalizarea de piata variaza de la o piata la alta, nivelele de prime de risc pentru dimensiunea firmei publicate de Duff and Phelps se pot totusi utiliza si pentru piata europeana pe baza judecatii profesionale. Nivelul selectat al primei de risc pentru dimensiunea firmei este de 3,58%.

Costul capitalului propriu si costul capitalului imprumutat

- Valoarea costului capitalului propriu determinata folosind modelul CAPM si datele de intrare de mai sus (rotunjita) a fost de 12,86%.
- Costul capitalului imprumutat inainte de impozitare stabilit la nivelul dobanzii medii pentru imprumuturile in lei pe durata de peste 5 ani in luna decembrie 2016 (conform Buletinului Lunar BNR) de 3,41% a fost ajustat prin aplicarea impozitului pe profit de 16%, obtinandu-se un cost al capitalului imprumutat (dupa impozitare) de 2,86%.
- ***Rezultatul calculului ratei de actualizare este un cost mediu ponderat al capitalului de 9,2%.***

Calculul CMPC

Calculul costului capitalului propriu (Modelul CAPM)	
(1) Randamentul obligatiunilor pe termen lung	*3,77%*
(2) Credit Default Swap	*1,51%*
Rata fara risc	***2,26%***
Beta pentru compania neindatorata	0,45
Total datorii/ Capitaluri proprii	58,3%
Impozit pe venit	*16,00%*
Beta ajustat pentru compania indatorata	**0,67**
(3) Prima de risc bursiera	*6,00%*
(4) Prima de risc de marime	*3,58%*
(5) Prima de risc de tara	*3,03%*
Costul capitalurilor proprii	***12,86%***
Costul capitalului imprumutat	
(7) Rata dobanzii	3,41%
Rata de impozit pe profit	16,00%
Costul capitalului imprumutat (dupa impozitare)	***2,86%***

CMPC			
Capitaluri proprii	*63%*	*Costul capitalurilor proprii*	*8,13%*
Datorii	*37%*	*Costul capitalului imprumutat (dupa impozitare)*	*1,05%*
CMPC			**9,18%**
CMCP (Rotunjit)			**9,20%**

Note:

(1) Randamentul obligatiunilor emise de Guvernul Romaniei in RON cu scadenta in 2027, S&P, Capital IQ

(2) CDS pe o perioada aferenta de 10 ani, S&P Capital IQ

(3) Prima de risc bursiera este estimata pe baza primelor de risc istorice si a prognozelor

(4) Valuation Handbook, Guide to cost of capital, Duff and Phelps, 2016

(5) CDS* Coeficientul de volatilitate - Duff & Phelps, Valuation Handbook 2016

(6) In baza factorilor de risc identificati

(7) Rata de dobanda pentru creditele pe termen lung denominate in RON, cu o valoare minima de 1 milion EUR (Banca Nationala a Romaniei, buletinul Decembrie 2016)

Sursa: Capital IQ, analiza Deloitte

Abordarea prin venit| Evaluare

Aplicarea metodei fluxului de numerar actualizat porneste de la calcularea fluxurilor de numerar catre investitori in fiecare an al perioadei de prognoza precum si calcularea valorii terminale a Societatii

Aplicarea metodei fluxului de numerar actualizat

- Fluxul de numerar aferent capitalului investit in intreprindere (capital propriu si capital imprumutat) pentru perioada de prognoza a fost calculat pe baza prognozelor financiare din planul de afaceri. Calculul fluxului de numerar porneste de la indicatorul EBIT prognozat din care se scade impozitul pe profit aferent EBIT, se adauga cheltuielile nemonetare (in cazul curent cheltuiala cu amortizarea mijloacelor fixe) si se scad cheltuielile de capital si variatia fondului de rulment net in fiecare perioada.
- Valoarea terminala a Societatii este valoarea la care aceasta ar fi vanduta la sfarsitul perioadei de prognoza. Valoarea terminala este estimata prin capitalizarea unui flux de numerar normalizat pornind de la fluxul de numerar al ultimului an de proiectie explicita (in cazul de fata anul 2022) si presupunand o rata de crestere in perpetuitate.
- Valoarea terminala a fost estimata pornind de la urmatoarele ipoteze:
  - Venitul reprezentativ a fost calculat prin aplicarea unei rate de crestere de 2,1% asupra venitului din anul 2022.
  - Rata procentuala EBITDA in perpetuitate s-a prognozat la nivelul de 26,85% (media ultimilor 3 ani de previziune).
  - Cheltuiala cu amortizarea in perpetuitate s-a considerat egala cu nivelul investitiilor anuale.
  - Impactul in fluxul de numerar al variatiei fondului de rulment net s-a determinat pe baza unui raport al fondului de rulment a vanzarii de 65,4%.
  - Rata de crestere in perpetuitate a fost considerata 2,1%, tinand cont de faza de maturitate in care se afla piata produselor din sticlarie precum si de constrangerile identificate in analiza Societatii (principala constrangere fiind capacitatea de productie).
- ***Fluxul de numerar dupa perioada de preveziune a fost calculat folosind formula de capitalizare Gordon cu o rata de crestere perpetua de 2,1% si o rata de actualizare de 9,2%.* In urma aplicarii ipotezelor mentionate a rezultat o valoare terminala a Societatii de 332.226 mii lei.**

Aplicarea Metodei fluxului de numerar

Mii lei	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total venituri	**259.870**	**263.768**	**267.725**	**271.741**	**275.817**	**279.954**
Rata de crestere	-	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*	*1,50%*
EBIT	**42.737**	**35.320**	**34.017**	**29.645**	**31.540**	**29.199**
Marja EBIT	*16,4%*	*13,4%*	*12,7%*	*10,9%*	*11,4%*	*10,4%*
Impozit pe profit (16%)	6.838	5.651	5.443	4.743	5.046	4.672
Profit operational net	**35.899**	**29.669**	**28.574**	**24.902**	**26.494**	**24.527**
(+) Cheltuieli cu amortizarea	38.379	42.764	42.917	45.963	42.551	43.169
(+/-) Cresterea capitalului circulant	4.088	-7.869	-11.615	379	-2.726	-2.847
(-) Cheltuieli de capital	-36.835	-38.617	-38.831	-43.551	-43.777	-39.511
Fluxuri de numerar	**41.531**	**25.947**	**21.046**	**27.692**	**22.541**	**25.339**
Perioada de actualizare	*0,50*	*1,50*	*2,50*	*3,50*	*4,50*	*5,50*
Factor de actualizare	*0,96*	*0,88*	*0,80*	*0,73*	*0,67*	*0,62*
Fluxuri de numerar actualizate	**39.743**	**22.738**	**16.889**	**20.351**	**15.169**	**15.616**

Determinarea valorii terminale

La 31 decembrie 2022	mii lei
Venituri totale	**279.954**
Rata de crestere in perpetuitate	2,10%
Venituri totale in perpetuitate	**285.833**
Marja EBITDA %	26,85%
EBITDA	**76.732**
Marja EBIT %	11,43%
EBIT	**32.657**
Impozit pe profit	-5.225
Profit operational net	**27.432**
(+) Cheltuieli cu amortizarea	43.169
(-) Cheltuieli de capital	-43.169
(-) Variatia fondului de rulment net	-3.844
Flux de numerar in perpetuitate	**23.588**
Rata de capitalizare (CMCP-g)	7,10%
Valoarea terminala	**332.226**

Abordarea prin venit| Evaluare

Rezultatul aplicarii metodei fluxului de numerar actualizat (inaintea analizei de senzitivitate) este o valoare justa a unei actiuni de 10,26 lei

Aplicarea metodei fluxului de numerar actualizat (continuare)

- Valoarea actualizata a fluxurilor de numerar calculate a fost determinata folosind o rata de actualizare (CMPC) de 9,2% si conventia de actualizare la jumatatea perioadei (fluxurile de numerar sunt generate in mod egal de-a lungul anului). Suma valorii actualizate a fluxurilor de numerar aferente perioadei 2017 – 2022 si a valorii actualizate a valorii terminale reprezinta suma valorii capitalurilor proprii si a imprumuturilor Societatii (Valoarea Intreprinderii) si are o valoare de 335,249 mii lei.
- La Data Evaluarii, Societatea avea inregistrat in bilantul contabil un sold de datorii purtatoare de dobanda de 175.842 mii lei din care, prin scaderea soldului de numerar de 7.089 mii lei, rezulta o datorie neta de 168.753 mii lei.
- La Data evaluarii Societatea detinea active in afara exploatarii (echipamente scoase din uz) destinate vanzarii in starea loc actuala sau ca fier vechi, a caror valoare era estimata de management la 100 mii euro (450 mii lei).
- Valoarea intreprinderii la care s-a adaugat valoarea de piata a activelor in afara exploatarii si din care s-a scazut soldul datoriei nete reprezinta valoarea justa a capitalurilor proprii (participatie 100%) ale Societatii.
- ***Valoarea capitalurilor proprii pe actiune s-a determinat prin impartirea valorii participatiei de 100% la numarul de actiuni emise, rezultand o valoare pe actiune de 10,26 lei.***

Descriere	mii lei
Valoarea actualizata a fluxurilor de numerar	130.506
Valoarea actualizata a valorii terminale	204.743
Valoarea intreprinderii	**335.249**
(-) Datorii purtatoare de dobanda	-175.842
(+) Numerar si echivalent de numerar	7.089
(+) Active in afara exploatarii	450
= Valoarea de piata a 100% capitaluri proprii	**166.946**
Numar actiuni	16.278.692
Valoarea justa a unei actiuni (Lei)	**10,26**

Abordarea prin venit| Evaluare

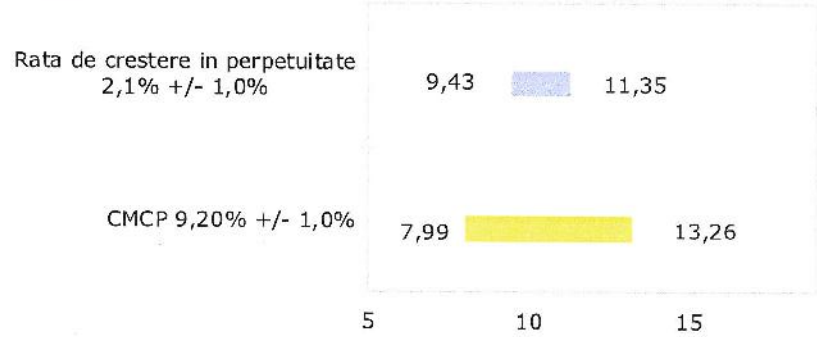
In urma aplicarii metodei fluxului de numerar actualizat si a efectuarii analizei de senzitivitate, valoarea justa a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA se incadreaza in intervalul 9,43 - 11,35 lei

Aplicarea metodei fluxului de numerar actualizat

- Rezultatul aplicarii metodei fluxului de numerar actualizat (inaintea analizei de senzitivitate) este o valoare justa a capitalurilor proprii ale Societatii la 31 decembrie 2016 de 166.946 mii lei.
- Pentru a determina valoarea justa a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom, am impartit valoarea justa a capitalurilor proprii la numarul total de actiuni emise de catre Societate.
- Analiza de senzitivitate asupra valorii juste a participatiei evaluate a fost efectuata considerand fluctuatii ale urmatoarelor date de intrare folosite in evaluare: rata de crestere in perpetuitate si rata de actualizare (CMPC). Rezultatele analizei de senzitivitate sunt prezentate in graficul alaturat.
- In urma aplicarii metodei fluxului de numerar actualizat si a efectuarii analizei de senzitivitate, valoarea justa a capitalurilor proprii pe actiune ale Stirom SA la 31 decembrie 2016 se incadreaza in intervalul

9,43 - 11,35 lei, cu o valoare centrala de 10,26 lei pe actiune

Analiza de senzitivitate (mii lei)



Concluzia valorii

Concluzia valorii

In urma aplicarii abordarilor in evaluare, un interval rezonabil al valorii justa a capitalurilor proprii pe actiune al Societatii la data de 31 decembrie 2016 este 9,43 - 11,35 lei, cu o valoare centrala de 10,26 lei

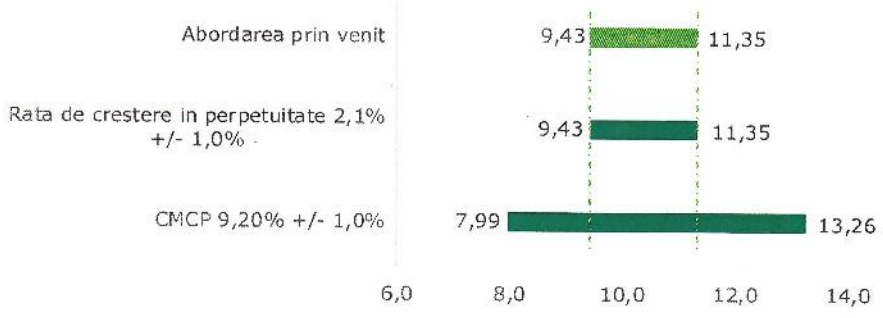
Concluzia valorii

- Rezultatul aplicarii Abordarii prin Venit (metoda fluxului de numerar actualizat) si al unei analize de senzitivitate este un interval al valorii juste a capitalurilor proprii ale Societatii pe actiune de 16,87 - 22,46 lei.
- Avand in vedere calitatea si disponibilitatea informatilor, stabilitatea si maturitatea business-ului precum si caracteristicile abordarilor de evaluare, metoda fluxului de numerar actualizat din cadrul Abordarii prin Venit a fost considerata relevanta in estimarea valorii capitalurilor proprii pe actiune.
- **Luand in considerare ipotezele si metodele de evaluare utilizate in analiza de evaluare precum si rezultatele analizei de senzitivitate, valoarea justa a capitalurilor proprii pe actiune ale Societatii la 31 decembrie 2016 se incadreaza in intervalul:**

9,43 - 11,35 lei, cu o valoare centrala

de 10,26 lei pe actiune

Valoarea justa a unei actiuni in Stirom SA la 31 decembrie 2016



Anexe

Anexa 1 – Descrierea companiilor comparabile listate

Denumirea Companiei	Descrierea Companiei
Vetropack Holding AG	VETROPACK Holding AG este o companie infiintata in anul 1911 cu sediul in Bülach, Elvetia, care produce si comercializeaza diverse produse de ambalare din sticla. Pe langa activitatea de baza a companiei, aceasta furnizeaza de asemenea si servicii de design, productie si livrare a ambalajelor din sticla; servicii de consultanta si suport in domenii precum analiza ambalajelor, imbutelierea, tehnologia de inchidere, rafinament decorativ, etichetarea; si servicii de consultanta aferenta cuptoarelor de topire a sticlei, ale proceselor de productie si sisteme de management al calitatii. Principalele industrii pentru care Compania livreaza produsele sale sunt: industria alimentara si a bauturilor, industria farmaceutica, industria produselor cosmetice precum si in sectorul comertului cu amanuntul. VETROPACK Holding AG isi vinde produsele in Elvetia, Austria, Republica Ceha, Slovacia, Croatia, Italia si Ucraina.
Vidrala, S.A.	Vidrala, S.A. a fost infiintata in anul 1965, are sediul in Alava, Spania si produce si comercializeaza ambalaje din sticla in Spania, Portugalia, Regatul Unit si in alte tari ale Uniunii Europene. Compania distribuie ambalaje din sticla in principal pe pietele de alimente si bauturi. De asemenea, Compania ofera servicii de ambalare/ inbuteliere a bauturilor si servicii integrate de logistica pentru produsele alimentare ambalate in Regatul Unit.
Zignago Vetro S.p.A.	Zignago Vetro S.p.A., impreuna cu filialele sale, produce si comercializeaza recipiente din sticla pentru produse alimentare si bauturi, produse cosmetice, produse de parfumerie si alte tipuri de recipiente din sticla. Compania livreaza produsele sale pe piata din Europa, America de Nord, si pe plan international. Compania ofera diverse ambalaje din sticla, cum ar fi sticle pentru parfumuri, oje si produse de ingrijire a pielii; borcane specifice alimentelor pentru copii; sticle personalizate pentru vin, pentru ulei de masline, bauturi distilate si alcoolice; carafe pentru distilerii de lux; si recipiente din sticla de personalizate. Compania are sediul in Fossalta di Portogruaro si Italia. Zignago Vetro S.p.A. este o filiala a Zignago Holding, S.p.A.
Drujba Glassworks SA	Drujba Glassworks SA a fost infiintata in anul 1931 si are sediul in Sofia, Bulgaria. Compania produce si comercializeaza recipiente din sticla in Bulgaria, Marea Britanie, Germania, Grecia, Italia, CSI, Romania, etc. Acesta furnizeaza sticle de bere, sticle pentru diverse alimente, bauturi alcoolice si non-alcoolice, apa si vin; borcane si ambalaje din sticla pentru ceara. Incepand cu 16 decembrie 2016, Drujba Glassworks SA functioneaza ca o filiala a BA Glass I - Servicos de Gestão e Investimentos, SA.
Anadolu Cam Sanayii A.S.	Anadolu Cam Sanayii A.S., impreuna cu filialele sale, produce si comercializeaza produse de ambalaje din sticla in Turcia, Georgia, Rusia si Ucraina. Compania a fost infiintata in anul 1969 si are sediul in Istanbul, Turcia. Anadolu Cam Sanayii A.S. este o filiala a Türkiye SISE ve Cam Fabrikalari AS. Compania furnizeaza sticle pentru bauturi alcoolice, bauturi racoritoare, lapte, apa plata minerala, ulei, otet, si ketch-up; precum si recipiente din sticla pentru uz farmaceutic. Compania este, de asemenea, implicata in activitati de finantare si de investitii.
The National Company for Glass Industries	The National Company for Glass Industries are sediul in Riyadh, Arabia Saudita. Compania produce si vinde recipiente din sticla pentru bauturi racoritoare si sucuri din fructe, precum si borcane pentru diverse produse alimentare.
Haldyn Glass Limited	WAS Haldyn Glass Limited a fost infiintata in 1991 si are sediul in Mumbai, India. Cunoscuta anterior drept WAS Haldyn Gujarat Glass Limited, compania si-au schimbat numele in Haldyn Glass Limited in noiembrie 2011. Haldyn Glass Limited produce sticle si recipiente de sticla. Aceasta ofera flacoane din sticla de diferite forme si marimi pentru ambalarea solutiilor injectabilelor, picaturilor de ochi, picaturi pentru urechi si alte medicamente in industria farmaceutica; si sticle transparente pentru imbutelierea si productia bauturilor.

Sursa: Capital IQ

Anexa 2 - Calcul coeficient Beta

Calculul coeficientului Beta neindatorat

#	Compania	Simbol	Coeficientul Beta observat	Datorii totale (media pe 5 ani)	Valoarea de piata a capitalurilor proprii (media pe 5 ani)	Rata generala de indatorare (media 5 ani)	Rata impozitului pe profit (media pe 5 ani)	Coeficientul Beta al Companiei neindatorate
1	Vetropack Holding AG	SWX:VET	0,47	162	2.639	6,0%	17,0%	0,45
2	Vidrala, S.A.	BME:VID	0,23	990	4.240	23,3%	20,9%	0,19
3	Zignago Vetro S.p.A.	BIT:ZV	0,43	733	2.032	35,8%	22,9%	0,33
4	Drujba Glassworks SA	BUL:4DR	0,74	369	504	80,7%	15,1%	0,44
5	Anadolu Cam Sanayii A.S.	IBSE:ANACM	0,84	2.042	1.579	136,9%	40,0%	0,46
6	The National Company for Glass Industries	SASE:2150	1,31	65	799	8,0%	40,0%	1,25
7	Haldyn Glass Limited	BSE:515147	1,23	6	61	9,1%	32,0%	1,16
	Medie		0,75			42,8%	26,8%	0,61
	Mediana		**0,74**			**23,3%**	**22,9%**	**0,45**
	Cuartila 1		0,45			8,6%	19,0%	0,39
	Cuartila 2		1,04			58,3%	36,0%	0,81

Sursa: S&P Capital IQ

Anexa 3 – Contul de profit si pierderi

Cont de profi si pierderi	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Rata anuala compusa de crestere perioada previzionata
Cifra de afaceri	**247.595**	**267.531**	**259.870**	**263.768**	**267.725**	**271.741**	**275.817**	**279.954**	**1,5%**
Costul materialelor	-47.713	-52.078	-56.775	-57.474	-58.003	-58.530	-59.054	-59.575	**1,0%**
Electricitate	-13.458	-15.124	-17.008	-17.689	-18.042	-18.403	-18.771	-19.147	**2,4%**
Gaze Naturale	-26.534	-29.819	-35.175	-38.411	-41.138	-44.059	-47.187	-50.537	**7,5%**
Alte costuri de productie	-8.976	-10.257	-10.543	-10.786	-10.911	-11.038	-11.167	-11.298	**1,4%**
Costul marfurilor vandute	-5.697	-4.005	0	0	0	0	0	0	**n/a**
Servicii de la parti afiliate	-3.687	-5.513	0	0	0	0	0	0	**n/a**
Chetuieli cu salariile (productie)	-15.969	-19.040	-21.412	-22.055	-22.716	-23.398	-24.100	-24.823	**3,0%**
Amortizare	-27.312	-36.594	-36.582	-39.660	-39.134	-40.871	-36.250	-35.754	**(0,5%)**
Amortizarea subventiei	0	4.601	4.601	4.601	4.601	4.601	4.601	4.601	**-**
Costul bunurilor vandute	-149.347	-167.829	-172.894	-181.472	-185.344	-191.698	-191.928	-196.532	**2,6%**
Costul de achizitie al marfurilor	-26.200	-16.880	0	0	0	0	0	0	
Costul marfurilor vandute	-26.200	-16.880	0	0	0	0	0	0	
Costul aferent transportului de bunuri	-3.687	-5.333	-5.931	-5.931	-5.931	-5.931	-5.931	-5.931	-
Costul aferent transporturilor	**-3.687**	**-5.333**	**-5.931**	**-5.931**	**-5.931**	**-5.931**	**-5.931**	**-5.931**	-
Total costuri aferente marfurilor	**-179.234**	**-190.042**	**-178.825**	**-187.403**	**-191.275**	**-197.629**	**-197.859**	**-202.463**	**2,5%**
Venituri brute	**68.362**	**77.490**	**81.045**	**76.365**	**76.450**	**74.111**	**77.958**	**77.491**	**(0,9%)**
Marja bruta	*28%*	*29%*	*31%*	*29%*	*29%*	*27%*	*28%*	*28%*	**(2,4%)**
Cheltuieli generale si administrative	-10.323	-17.093	-16.850	-17.356	-17.703	-18.057	-18.418	-18.786	**2,2%**
Cheltuieli cu salariile (administratie)	-5.483	-6.937	-8.603	-8.861	-9.127	-9.401	-9.683	-9.973	**3,0%**
Cheltuieli cu salariile (administratie)	-606	0	0	0	0	0	0	0	**n/a**
Provizioane privind beneficii salariati	0	-597	-690	-711	-732	-754	-777	-800	**3,0%**
Amortizare	-5.723	-13.262	-6.399	-7.705	-8.384	-9.692	-10.901	-12.016	**13,4%**
Total chetuieli generale si administrative	**-22.135**	**-37.889**	**-32.542**	**-34.633**	**-35.947**	**-37.904**	**-39.779**	**-41.576**	**5,0%**
Venituri din vanzare tavi de plastic si paleti	1.171	1.818	1.347	799	823	848	873	900	
Cheltuieli de administratie	-528	-540	-540	-540	-540	-540	-540	-540	
Cheltuieli cu chirii si redevente	-3.935	-6.210	-6.497	-6.594	-6.693	-6.794	-6.895	-6.999	
Alte venituri/cheltuieli	-13.534	-77	-77	-77	-77	-77	-77	-77	
Total alte venituri/cheltuieli	**-16.826**	**-5.008**	**-5.766**	**-6.411**	**-6.486**	**-6.562**	**-6.638**	**-6.716**	
EBITDA	**62.436**	**79.847**	**81.116**	**78.084**	**76.934**	**75.608**	**74.090**	**72.368**	
Marja EBITDA %	*25,2%*	*29,8%*	*31,2%*	*29,6%*	*28,7%*	*27,8%*	*26,9%*	*25,8%*	
Amortizare	-33.035	-45.255	-38.379	-42.764	-42.917	-45.963	-42.551	-43.169	
EBIT	**29.401**	**34.592**	**42.737**	**35.320**	**34.017**	**29.645**	**31.540**	**29.199**	
marja EBIT %	*11,9%*	*12,9%*	*16,4%*	*13,4%*	*12,7%*	*10,9%*	*11,4%*	*10,4%*	
Cheltuieli financiare pe termen lung	-2.223	-2.206	-2.032	-1.875	-1.718	-1.561	-1.405	-1.248	
Cheltuieli financiare pe termen scurt	-5.337	-4.865	-3.182	-2.276	-1.615	-506	0	0	
Alte cheltuieli financiare	-3.261	-1.580	0	0	0	0	0	0	
Venituri din exploatare	20	47	47	14	14	14	43	138	
EBT	**18.599**	**25.989**	**37.570**	**31.182**	**30.697**	**27.591**	**30.178**	**28.089**	
Impozit pe profit	-2.885	-4.158	-6.011	-4.989	-4.912	-4.415	-4.828	-4.494	
Venit net	**15.714**	**21.831**	**31.558**	**26.193**	**25.786**	**23.177**	**25.350**	**23.594**	
Dividende	-33.656	-15.017	0	0	0	0	0	0	

Anexa 4 – Scrisoarea de reprezentare

Deloitte Consultanta SRL
Nicolae Titulescu Road 4-8,
East Wing Entrance, 3rd floor
011141 Bucharest, Romania

Tel: +40 21 2221661
Fax: +40 21 2221660

March 23rd 2017

Attn: Mr. Lars Wiechen, Partner

Dear Mr. Wiechen,

This letter will confirm our understanding regarding certain elements of the Deloitte Consultanta SRL (hereafter "Deloitte") engagement to BA Glass I - Servicos de Gestao e Investimentos SA ("the Client"), to carry out valuation services related to fair value of Stirom SA (" The Company") equity on a per share basis as at 31 December 2016, for Mandatory Takeover Offer ("MTO").

We understand you have relied upon the aforementioned information and upon discussions with representatives of the Company during your engagement, and that you have not undertaken any procedures to verify the accuracy and reasonableness of this information. We understand that you express no opinion as to the fairness of presentation of the aforementioned information, and that any alterations or modifications to this information could materially affect your findings.

With regard to the financial projections for the Company, we confirm, to the best of our knowledge and belief, the following representations made to you during your work:

1. The financial projections represent our assumptions and, to the best of our knowledge and belief, the expected financial position of the Company, results of operations and changes in financial position for the projection period assuming the continued operations of the Company.
2. The financial projections are prepared in conformity with Romanian accounting standards, and these standards have been consistently applied.
3. The financial projections are based on our judgement of the expected conditions and our expected course of action under the stated assumptions.
4. There are no known or expected material transactions, which have not been properly reflected in the financial projections.
5. There are no known or expected losses incurred as the result of previous description of fixed assets, concluded purchase or sales agreements which consequences are not included in the financial forecasts.

BA GLASS I
SERVIÇOS DE GESTÃO
E INVESTIMENTOS SA

AV. VASCO DA GAMA, 8001
4434-509 AVINTES - PORTUGAL
T. +351 227 860 500
F. +351 227 860 501
baviaglass@baviaglass.com
www.baviaglass.com

CAP. SOC. 50.000 EUR
CRC VILA GAIA
MATR/NIPC 509586057

6. There are no known violations or possible violations of laws or regulations whose effects should be considered in the financial projections and there are no known or expected material liabilities or gain or loss contingencies which have not already been accrued or disclosed in the financial projections.
7. We have made available to you all significant information, which we believe is materially relevant to the financial projections.
8. We believe that the assumptions underlying the financial projections are appropriate and reasonable.
9. We have no plans or intentions, which we have not disclosed to Deloitte in writing which may materially impact the financial projections.
10. No events, not already reflected in the financial projections, have occurred that would require material adjustments to the financial projections.
11. We have advised you of all executive actions, plans and decisions that may materially impact the financial projections.
12. We have responded fully to all inquiries made to us by you during preparation of the financial projections.
13. We acknowledge that the financial projections and underlying assumptions are the responsibilities of the management of the Company.

We understand that your report may not be distributed to third parties without the signature of a hold harmless letter and that your findings are to be solely relied upon in connection with the circumstances set forth in your engagement letter. We acknowledge that you have no responsibility to update your report after its issuance to reflect future events or changes in circumstances.

We confirm that there is no conflict of interest among the Client, the Company and any other party that should cause us to dispute the results of the valuation.

Sincerely,

BA Glass I Servicos de Gestão e Investimentos SA

Sandra Maria Soares Santos - CEO

BA GLASS I
SERVIÇOS DE GESTÃO
E INVESTIMENTOS SA

AV. VASCO DA GAMA, 8001
4434-509 AVINTES - PORTUGAL
T. +351 227 860 500
F. +351 227 860 501
baviaglass@baviaglass.com
www.baviaglass.com

CAP. SOC. 50.000 EUR
CRC VILA GAIA
MATR/NIPC 509586057

Anexa 5 – Scrisoare de angajament

DEFINITII

"Deloitte" sau "noi"	Deloitte Consultanta SRL
"Scrisoarea de Angajament"	Scrisoarea de angajament care include prezentele conditii
"Client"	BA Glass I – Servicos de Gestao e Investimentos SA

1. TERMENII ANGAJAMENTULUI

1.1. Toate serviciile prestate de catre Deloitte pentru Client vor fi in conformitate cu Scrisoarea de Angajament (care include prezentele conditii) sau orice alta modificare scrisa ulterioara a acesteia. Aceasta Scrisoare de Angajament nu transforma niciuna dintre parti intr-un agent, distribuitor, angajator, partener, fiduciar, asociat, co-proprietar sau reprezentant al celeilalte, cu exceptia cazului in care acest lucru este mentionat in mod expres in Scrisoarea de Angajament. Fiecare parte a acestui contract este un contractor independent. De asemenea, aceasta Scrisoare de Angajament nu obliga niciuna dintre partile implicate sa devina reprezentantul legal sau fiduciar al celeilalte si nici nu creeaza un parteneriat sau joint-venture.

1.2. Deloitte garanteaza ca toate serviciile specificate in aceasta Scrisoare de Angajament vor fi servicii calitative din punct de vedere profesional, in concordanta cu standardele acceptate in industrie pentru acest tip de Servicii. Deloitte se va asigura ca Serviciile sa fie prestate cu profesionalism si atentie, in concordanta cu interesele Clientului, de care Deloitte a luat cunostinta. In masura in care este permis de lege, Deloitte nu isi asuma responsabilitatea fata de toate garantiile, fie exprimate in mod expres sau implicite.

1.3. Cu exceptia cazului in care se prevede altfel in Scrisoarea de Angajament, onorariile Deloitte sunt estimative, putand fi mai mici sau mai mari. Deloitte va aduce la cunostinta Clientului daca considera ca onorariul propus va fi depasit.

1.4. Daca Deloitte trebuie sa inceteze angajamentul pentru motivele stabilite in Scrisoarea de Angajament sau pentru orice alt motiv pe care Deloitte il considera justificat pentru incetarea angajamentului, Deloitte va avea dreptul de a primi onorariul pana la data incetarii angajamentului proportional cu volumul prestatiilor efectuate.

1.5. Scrisoarea de Angajament este un contract intre Client si Deloitte. Clientul este de acord cu faptul ca Deloitte este singura entitate contractata pentru furnizarea Serviciilor. Fara a tine cont de faptul ca Serviciile furnizate prin aceasta Scrisoare de Angajament vor fi furnizate de parteneri si angajati ai Deloitte (si in anumite cazuri vor fi furnizate unei entitati Deloitte de catre alta entitate Deloitte prin contract de servicii sau alt tip de contract), niciun partener sau angajat sau entitate Deloitte nu isi va asuma responsabilitatea (inclusiv responsabilitatea pentru o abilitate personala) pentru Serviciile specificate in aceasta Scrisoare de Angajament. Prin urmare, sunteti de acord ca nicio entitate Deloitte (cu exceptia Deloitte) nu va fi obligata fata de dumneavoastra in ceea ce priveste Serviciile specificate in aceasta Scrisoare de Angajament. In plus, sunteti de acord ca nu veti avea nicio reclamatie sau nu ne veti actiona in judecata (indiferent daca este in contract, prejudiciu, incalcare de indatorire sau in alte privinte si incluzand, dar nefiind limitat, o reclamatie pentru neglijenta) in legatura cu aceasta Scrisoare de Angajament impotriva oricarei entitati Deloitte (exceptand Deloitte). Aceasta clauza nu se va limita sau nu va exclude orice obligatie pe care ar putea sa o aiba Deloitte fata de dumneavoastra pentru savarsirea sau omisiunile entitatilor Deloitte in legatura cu Serviciile furnizate respectand termenii Scrisorii de Angajament.

1.6. Clientul este de acord, cu exceptia cazului in care Scrisoarea de Angajament stipuleaza alte aranjamente, ca fiecare Raport va fi acceptat de catre Client (precum si Serviciile, sau o parte relevanta din ele, finalizate) atunci cand sunt in versiune finala sau atunci cand Clientul foloseste pentru prima data Raportul, indiferent de ordinea in care acestea au loc.

2. PERSONALUL

2.1. Intentia Deloitte este ca persoanele numite pentru Angajament sa lucreze in cadrul angajamentului pana la finalizarea acestuia. Cu toate acestea, daca este necesar, Deloitte isi rezerva dreptul de a schimba membrii individuali ai echipei, dar va informa la timp Clientul despre aceste schimbari si va substitui membrii echipei numai cu alti specialisti avand acelasi nivel de experienta profesionala si tehnica.

3. PLATA

3.1. Oricare si toate sumele platibile de catre Client in baza prezentului Angajament vor fi platite prin virament bancar pe baza facturilor emise de Deloitte, in contul indicat in respectivele facturi si la data scadenta prevazuta. Toate facturile emise de Deloitte vor avea forma unui document fiscal.

3.2. Cheltuielile care urmeaza a fi decontate, inclusiv cheltuielile de calatorie si masa precum si bunurile si serviciile achizitionate in numele Clientului, sunt facturate la cost.

3.3. Toate onorariile si cheltuielile prevazute in prezenta Scrisoare de Angajament vor fi platite integral, fara nicio deducere sau retinere pentru sau in contul niciunei taxe, contributii, impozit, sau cheltuieli de orice natura, care vor fi suportate de catre platitor. Onorariile prevazute mai sus nu contin taxa pe valoare adaugata, care va fi taxa pe valoare adaugata in vigoare la data facturarii si va fi adaugata la suma facturii. Clientul va rambursa catre Deloitte in totalitate taxa pe valoare adaugata sau oricare impozit ori taxa stabilita de autoritatile romane pe care Deloitte va fi obligata sa o achite, ocazionata de prestarea Serviciilor din cadrul acestei Scrisori de Angajament.

4. CONFIDENTIALITATE

4.1 Clientul ii permite Deloitte sa mentioneze serviciile executate pentru Client in propunerile viitoare, recomandarile si documentele similare si, astfel, sa ii foloseasca numele, logo-ul si sa descrie proiectul in general.

4.2 Deloitte va pastra confidentiala orice informatie cu privire la activitatea si operatiunile Clientului sau Societatii insemnata ca si "Confidentiala" care este tratata ca secret al afacerii si care este dezvaluit de Client catre Deloitte, sau in numele lui, in legatura cu prezentul contract, precum si orice informatie legata de sau creata in timpul acestui angajament ("Informatie Confidentiala"), atat inainte cat si in timpul prestarii Serviciilor. Deloitte va folosi Informatia Confidentiala doar pentru scopul acestui contract si, subiect al altor clauze din aceasta Scrisoare de Angajament, nu va dezvalui Informatia Confidentiala catre terte parti fara permisiunea Clientului.

4.3 Pentru a evita orice indoiala, Deloitte este autorizata de catre Client sa dezvaluie Informatii Confidentiale oricaror persoane din Deloitte, oricarei firme membre Deloitte si subcontractorilor sai care au nevoie de asemenea informatii pentru scopul indeplinirii acestor Servicii. Aceste persoane vor fi informate in mod expres despre natura confidentialitatii informatiilor si scopul utilizarii lor. Deloitte isi asuma responsabilitatea pentru ca aceste persoane sa respecte termenii mentionati aici, ca si cand aceste persoane ar trebui sa respecte aceleasi obligatii de confidentialitate ca si Deloitte conform acestei Scrisori de Angajament. De asemenea, Deloitte va putea pune la dispozitie Informatia Confidentiala consultantilor Clientului daca acest lucru este necesar in legatura cu obiectul acestui angajament.

4.4. Clientul recunoaste si accepta ca Deloitte este indreptatita sa dezvaluie Informatia Confidentiala cand acest lucru este cerut de catre orice reglementare a Statutului juridic, Curtii de Justitie sau forma de guvernamant, sau alta autoritate relevanta sau agentie si in felul acesta isi da acordul pentru o asemenea dezvaluire. Deloitte va face eforturi rezonabile sa anunte Clientul in prealabil pentru o asemenea dezvaluire, si va acorda Clientului asistenta ceruta, astfel incat Clientul poate interveni si preveni dezvaluirea informatiilor daca este necesar. Fara o notificare in prealabil, Deloitte va fi obligat sa informeze Clientul despre dezvaluire.

4.5. Deloitte este autorizata in mod expres de catre Client sa vorbeasca sau sa se intalneasca cu orice persoana pe care trebuie sa o contacteze pentru a indeplini Serviciile sau pe care Clientul ii solicita sa o contacteze. Deloitte are dreptul de a face publica orice informatie, fie ea Informatie Confidentiala sau nu, care a fost obtinuta pe baza acestei Scrisori de Angajament catre aceste persoane pentru a indeplini Serviciile, Deloitte nefiind responsabila pentru orice utilizare ulterioara a acesteia.

4.6 Clientul ia la cunostinta, consimte si este de acord ca Deloitte si/sau alta firma membra a Deloitte Touche Tohmatsu poate sa fi avut sau ar putea avea o relatie comerciala cu orice alt ofertant concurent sau cu o alta parte interesata de subiectul Scrisorii de Angajament, ori in legatura cu o tranzactie aferenta. In oricare din aceste cazuri, Deloitte va proteja confidentialitatea informatiilor pe care i le furnizeaza Clientul si nu le va utiliza in beneficiul altor clienti. In acelasi mod, in cazul in care Deloitte primeste orice informatie confidentiala de la alte surse (inclusiv, de exemplu, alti clienti), Deloitte nu o va dezvalui Clientului si nici nu o va utiliza in folosul Clientului.

4.7 Practica Deloitte este sa verifice posibilele conflicte de interese inainte de a lua angajamente. Deloitte furnizeaza diferite servicii profesionale clientilor si nu poate fi sigur ca va identifica toate situatiile in care poate exista un conflict cu interesele Clientului. Prin urmare, ii solicitam Clientului sa ne notifice prompt orice potential conflict care afecteaza prezentul Angajament, pe care il cunoaste sau de care ia cunostinta. Atunci cand Deloitte sau Clientul identifica un potential conflict de interese si Deloitte considera ca interesele Clientului pot fi protejate in mod adecvat prin implementarea procedurilor adecvate, Deloitte va discuta si conveni respectivele proceduri cu Clientul.

4.8 Nimic din aceasta Scrisoare de Angajament nu va preveni sau limita orice firma membra Deloitte, inclusiv Deloitte, de la furnizarea de servicii catre alti clienti (inclusiv servicii care sunt identice sau similare cu cele prestate Clientului), sau de la a utiliza ori partaja pentru orice scop orice cunostinte, experienta sau abilitatile utilizate, castigate sau care rezulta din efectuarea Serviciilor (care fac obiectul obligatiilor de confidentialitate prevazute aici, chiar daca interesele celorlalti clienti sunt in concurenta cu cele ale Clientului).

5. PROPRIETATE INTELECTUALA

5.1. Drepturile de autor, brevetele si alte drepturi de proprietate intelectuala (denumite in cele ce urmeaza „Drepturile") legate direct sau indirect de Serviciile prestate in baza prezentului angajament vor ramane ale Deloitte. Niciun titlu sau drepturi de proprietate legate de aceste Servicii nu este si nu va fi transferat Clientului. Deloitte nu este de acord cu vreunul din termenii care pot fi interpretati in sensul ca exclud sau limiteaza in vreun fel dreptul de a dezvolta pentru sine, sau pentru altii, materiale care sunt competitive sau similare cu cele produse ca urmare a Serviciilor prestate, indiferent de similitudine lor cu Rapoartele, sub rezerva obligatiilor de confidentialitate prevazute in prezenta Scrisoare.

5.2. Deloitte ii acorda Clientului o licenta nonexclusiva, platita integral, care este inclusa in onorariile agreate prin prezenta Scrisoare de Angajament, pentru utilizarea tuturor materialelor furnizate Clientului sau generate in alt mod in cursul prestarii Serviciilor conform conditiilor specifice ale prezentei Scrisori de Angajament.

5.3. Clientul va pastra confidentiale toate metodologiile si tehnologiile utilizate de Deloitte pentru realizarea Serviciilor.

5.4. Fara a tine cont de orice ar fi contrar Scrisorii de Angajament, Clientul ia la cunostinta ca Deloitte si subcontractorii sai pot dezvolta/obtine o experienta generala, capabilitati, cunostinte si idei care sunt retinute in memoria angajatilor sai, in urma prestarii Serviciilor. Clientul este de acord ca Deloitte si orice firma membra Deloitte sa utilizeze, fara restrictii, aceasta experienta generala, capabilitati, cunostinte si idei.

5.5. Clientul va avea de asemenea dreptul de a folosi si accesa orice Tehnologie Deloitte oferita doar in scopul prestarilor Serviciilor si nu pentru alte scopuri, cu conditia existentei acordului din partea Clientului cu privire la specificatiile licentelor aplicabile Tehnologiilor Deloitte, asa cum sunt notificate de catre Deloitte. Ca urmare a intelegerii dintre Client si Deloitte, Deloitte va detine si pastra dreptul de proprietate intelectuala si oricare alte drepturi de proprietate de orice fel asupra Tehnologiilor Deloitte care sunt utilizate sau dezvoltate in legatura cu aceasta Scrisoare de Angajament.

5.6. "Tehnologiile Deloitte" cuprind tot know-how-ul si software, interfete de sistem, template-uri, metodologii, idei, concepte, tehnici, instrumente, procese si tehnologii, inclusiv tehnologii si algoritmi bazate pe web detinute de, licentiate pentru sau dezvoltate de catre orice Entitate Deloitte si utilizate de catre Deloitte si Subcontractorii sai in derularea serviciilor sau a altor obligatii.

6. SISTEME SI ECHIPAMENTE

6.1 Serviciile prestate de noi in temeiul Scrisorii de Angajament nu ofera nicio garantie cu privire la faptul ca sistemele sau echipamentele noastre sau orice alte sisteme sau echipamente nu sunt infectate cu virusi sau alte probleme latente, iar noi nu ne asumam nicio raspundere in acest sens.

7. FORTA MAJORA

7.1. Nicio parte nu va fi raspunzatoare pentru niciun fel de intarzieri sau nerespectari ale contractului cauzate de circumstante sau evenimente aflate, in mod rezonabil, dincolo de controlul sau, inclusiv (dar fara a se limita la) razboi, rascoala, violente, incendiu, orice lege, ordin sau cerinta a oricarei agentii sau autoritati guvernamentale, nefunctionarea sistemului de furnizare a energiei electrica, sau nerespectare sau intarzieri datorate subcontractorilor datorata unor cauze care nu pot fi controlate sau a lipsei de materiale.

7.2. Daca oricare din parti nu poate sa-si indeplineasca obligatiile datorita cauzelor mentionate mai sus, va anunta cealalta parte implicata, iar cealalta parte, daca este posibil va acorda o prelungire rezonabila pentru realizarea scopului mentionat in Scrisoarea de Angajament.

8. LIMITAREA RESPONSABILITATII

8.1. Fiecare parte va fi responsabila pentru pagubele cauzate celeilalte parti prin incalcarea obligatiilor mentionate in aceasta Scrisoare de Angajament in concordanta cu prevederile legale in vigoare.

8.2. Fara a tine seama de clauza 8.1 de mai sus, Deloitte (inclusiv agentii sai) va fi responsabil fata de Client in cadrul acestei Scrisori de Angajament doar pentru neglijenta grava si neindeplinirea intentionata a obligatiilor, in cazul in care aceste obligatii vor fi juste, echitabile si proportionale cu dauna cauzata de Deloitte. Raspunderea maxima a Deloitte pentru neindeplinirea clauzelor din aceasta Scrisoare de Angajament, cu exceptia infractiunilor realizate cu buna stiinta de catre Deloitte, nu va depasi onorariile platite Deloitte de catre Client in temeiul prezentului angajament. Partile iau la cunostinta in mod expres, si sunt de acord cu cele mentionate anterior, ca fiind adecvate si corespunzatoare obligatiilor Deloitte mentionate in aceasta Scrisoare de Angajament.

8.3. Deloitte nu va fi responsabila fata de Client pentru pierderi ale profiturilor, fondului de comert sau a oricarui tip de pierdere speciala, indirecta sau incidentala sau consecventa, chiar in cazul in care pierderea respectiva a fost previzibila in mod rezonabil sau daca Deloitte ar fi fost anuntat cu privire la posibilitatea ca Clientul sa suporte acea pierdere.

8.4 Clientul este de acord sa despagubeasca Deloitte si afiliatii sai, respectiv directorii lor, membrii ai conducerii, angajatii, agentii, si persoanele in functii de control (Deloitte si fiecare astfel de persoana fiind definit ca "Parte Pagubita") pentru orice si toate pierderile, pretentiile, despagubirile si raspunderile, solidare sau in comun, a caror subiect pot deveni Partile Pagubite in conformitate cu orice lege, sau in caz contrar, in legatura cu orice tranzactie urmare a prezentei Scrisori de Angajament. Clientul va rambursa orice Parte Pagubita pentru toate cheltuielile (inclusiv taxele de consiliere si cheltuieli), ocazionate sau in legatura cu investigarea, pregatirea pentru aparare impotriva oricarei actiuni sau cereri in curs care rezulta din acestea, indiferent daca o astfel de revendicare, actiune sau procedura este initiata sau adusa de catre, sau in numele Clientului. Clientul nu va fi raspunzator de despagubirile mentionate mai sus in cazul in care o Curte de Justitie va decide definitiv ca orice pierdere, cere, dauna, obligatie sau cheltuiala a fost cauzata de neglijenta grava sau neatentia intentionata a Deloitte.

8.5 Daca Deloitte va avea cunostinta de orice pretentii de despagubiri formulate impotriva Deloitte sau partenerii, angajatii, afiliatii, sau agenti sai, a caror plata va fi ceruta Clientului conform clauzei 8.4 de mai sus, Deloitte va fi obligat sa:

(a) sa notifice Clientul de o astfel de cerere, cat mai curand posibil si sa se consulte cu Clientul in temeiul bunei-credinte, si

(b) sa pastreze Clientul informat cu privire la evolutiile oricarui tip de cerere si de a folosi orice mijloace rezonabile propuse de client pentru a construi strategia de aparare impotriva acuzarii.

8.6 Deloitte nu va fi responsabila de modul in care sfaturile si recomandarile acordate Clientului au fost de fapt folosite, cu exceptia cazului in care acest mod a fost parte integranta a recomandarii sau sfatului. Deloitte nu va fi raspunzatoare de deciziile Clientului luate pe baza Serviciilor prestate de catre Deloitte.

8.7 Nicio actiune, indiferent de forma, legata de Scrisoarea de Angajament sau de Servicii nu va putea fi intreprinsa de oricare din parti la mai mult de doi ani dupa ce cauza actiunii a avut loc, conform legilor aplicabile, cu exceptia cazului in care o perioada obligatorie se aplica si care nu poate fi limitata conform legilor ce guverneaza aceasta Scrisoare de Angajament.

9. PROTECTIA DATELOR

9.1. Deloitte va colecta, utiliza, transfera, stoca sau procesa (denumit in continuare "Procesa") informatii furnizate de catre Client cu privire la anumite persoane (denumite in cele ce urmeaza „Date Personale") conform celor definite in legea aplicabila. Deloitte actioneaza ca procesator de date pentru Client si va Procesa Datele Personale ale Clientului conform legilor aplicabile si regulamentelor profesionale. Compania Deloitte va Procesa Datele Personale in varii jurisdictii in care opereaza (listata la: http://www.deloitte.com/view/en_GX/ global/locations/index.htm) si astfel avem dreptul de a transfera Date Personale ale Clientului si alte informatii confidentiale furnizate de Client, inclusiv informatii transferate sub-contractorilor nostri, peste granite (inclusiv in afara teritoriului Uniunii Euroopene), cu conditia ca obligatiile legale pentru aceste trasnferuri sa fie indeplinite iar masurile tehnice, organizationale si de personal agreate mai sus sa fie mentinute la acelasi nivel cu cel prevazut de lege.

9.2. Clientul garanteaza ca Clientul are autoritatea de a furniza Datele Personale catre Deloitte in legatura cu prestarea Serviciilor (astfel cum este definita in Scrisoarea de Angajament) si ca Datele Personale au fost colectate si prelucrate in conformitate cu legislatia aplicabila. Clientul este obligat sa ne ofere toate instructiunile necesare pentru prelucrarea Datelor Personale precum si sa ne ofere informatii corecte si actualizate iar noi vom lua masurile tehnice, organizatorice si de personal pentru a proteja Datele Personale, conform instructiunilor.

9.3. De asemenea, Deloitte va putea Procesa Datele Personale ale Clientului (nume, prenume, adresa email, nr. de telefon) in cadrul unei baze de date speciale utilizate in scopul comunicarii comerciale si a altor scopuri de marketing, pana ce acest drept ii va fi revocat. In acest scop, Deloitte va putea transfera Datele Personale afiliatilor sai si Entitatilor Deloitte din Euroopa Centrala (a se vedea http://www.deloitte.com/view/en_CZ/cz/ about-us/central-Euroope/index.htm&languagetogglEurol), pe baza conditiilor in vigoare conform legilor locale aplicabile ce reglementeaza protectia datelor si uzul datelor cu caracter personal pentru scopuri de marketing si direct mailing. Clientul si indivizii afectati vor putea revizui si/sau actualiza respectivele Date Personale, precum si sa revoce dreptul de utilizare a lor la orice moment, contactand Deloitte, in baza procedurii stabilite in Scrisoarea de Angajament curenta.

9.4. Clientul este de acord ca Deloitte poate transfera documentatia Scrisorii de Angajament, inclusiv Datele Personale si alte date confidentiale in scopuri de depozitare in serverul sau regional, gestionat de o Firma Subcontractata sau catre una dintre filialele si / sau subcontractantii acestuia, cu conditia ca masurile tehnice, organizatorice si de personal sa fie mentinute la acelasi nivel. Documentatia Scrisorii de Angajament si Datele Personale vor fi pastrate pentru o perioada de 10 ani de la expirarea relatiei noastre contractuale, pe durata oricarei alte perioade, in conformitate cu reglementarile de combatere a spalarii banilor relevante sau orice alte reglementari aplicabile.

10. DIVERSE

10.1 In cazul in care o prevedere a prezentei Scrisori de Angajament este declarata de o autoritate competenta nula, neavenita sau inaplicabila, prevederea respectiva va fi considerata stearsa din prezenta Scrisoare, iar prevederile ramase vor ramane in vigoare, cu conditia ca natura prevederii sterse sau continutul acesteia, sau circumstantele in care aceasta a fost introdusa sa nu implice imposibilitatea de a fi separata de restul prevederilor prezentei Scrisori de Angajament. In acest caz, partile vor efectua in textul prezentei Scrisori de Angajament toate modificarile necesare pentru a obtine acelasi efect sau, daca nu este posibil, un efect cat mai apropiat de cel al prevederii nule, neavenite sau inaplicabile.

10.2 Cu exceptia cazului in care se prevede astfel in mod expres in prezenta Scrisoare de Angajament, nicio modificare a acesteia nu va fi valabila daca nu este in scris si semnata de catre reprezentantii autorizati ai ambelor parti, si nici consimtamantul la o actiune in dezacord cu prevederile prezentei Scrisori de Angajament, nici ne-exercitarea unui drept sau impunerea unei obligatii in temeiul acesteia nu vor fi considerate modificari ale prezentei Scrisori de Angajament.

10.3 Ne-exercitarea la orice moment de catre una dintre parti a dreptului de a cere celeilalte parti sa indeplineasca oricare dintre prevederile prezentei Scrisori de Angajament nu va afecta in niciun fel dreptul celei dintai de a impune prevederea respectiva; de asemenea, renuntarea de catre una dintre parti la reparatiile la care are dreptul ca urmare a incalcarii unei prevederi a prezentei Scrisori de Angajament nu va fi considerata sau retinuta ca o renuntare la orice drept rezultand dintr-o incalcare ulterioara sau ca renuntare la insasi prevederea respectiva.

10.4 Firm(a)ele membre Deloitte se refera la organizatia Deloitte Touche Tohmatsu Limited, o companie cu raspundere limitata din Marea Britanie, si la firmele membre ale retelei acesteia, precum si la subsidiarele si firmele afiliate acesteia. Deloitte Touche Tohmatsu Limited si firmele sale membre nu isi asuma vreo raspundere pentru actele sau omisiunile celorlalte. Fiecare firma membra este o persoana juridica independenta, care opereaza sub numele de "Deloitte", "Deloitte & Touche", "Deloitte Touche Tohmatsu" sau alte denumiri similare. Serviciile sunt furnizate de firmele membre sau filialele acestora, precum si afiliatii lor, si nu de Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Deloitte.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/bg/about to learn more about our global network of member firms.

Deloitte provides audit, consulting, financial advisory, risk advisory, tax and related services to public and private clients spanning multiple industries. Deloitte serves four out of five Fortune Global 500® companies through a globally connected network of member firms in more than 150 countries and territories bringing world-class capabilities, insights, and high-quality service to address clients' most complex business challenges. To learn more about how Deloitte's approximately 245,000 professionals make an impact that matters, please connect with us on Facebook, LinkedIn, or Twitter.