

## **ARDAF ASIGURARI SA – companie cotata Rasdaq (ARDF)**

**Data analizei : 5 Februarie 2006**

**Pret actual : RON 0.3850**

**Pret tinta : a fi determinat dupa achizitia ARDF**

**Recomandare: STRONG BUY**

**Risc asociat investitiei: RISC RIDICAT.**

### **Profilul Companiei**

ARDAF e o societate de asigurari preluata de Tender dupa un istoric destul de zbuciumat in care s-au perindat actionari Eurom Bank si SIF. Presedintii SIF au acceptat sa vanda lui Tender participatiile dupa negocieri care s-au intins si pe parcursul litigiului cu actionarii minoritari privind majorarea de capital social in natura operata de Tender. Compania are o cota de piata de 5% din piata asigurarilor in Romania.

### **Actionariatul Companiei**

<b>Actionar-raportare 3 feb 2006</b>	<b>Procent</b>
Tender SA	70.00%
Clairmont Holding Ltd – cumparata de Firebird I US	12.70%
Raiffeisen Zentralbank (UNIQA)*)	10.00%
altii	6.60%
nr actiuni	500,658,040

\*) RZB e confirmata stirea ca e actionar, nu a declarat daca in nume propriu sau client. E aproape sigur UNIQA clientul RZB pt motive explicate in aceasta analiza.

### **Valoarea de piata a companiei**

Tender prin contracte cu afiliati a externalizat cea mai mare parte din profitul ARDAF. Profitabilitatea companiei e nerelevanta in cazul de fata. Motivul pentru care ARDF e interesanta pentru investitori e perspectiva de preluare certa de catre UNIQA, companie austriaca de asigurari cu forta financiara si intentii declarate de CEOul UNIQA de patrundere pe piata romaneasca prin achizitii si consolidarea unei cote de piata intre 5-10%. UNIQA detine la aceasta ora 27% din

Astra Asigurari (ATRA) pt care a platit un pret de 2.2 RON /actiune (cca 10 milioane EUR pt 27%)

**Cum arata cele doua actiuni listate pe Rasdaq ATRA si ARDF :**

ATRA (Astra Asig)  
 rap la nov 2006

Actionar	Numar actiuni	Procent	ultima tranz semnificativa
UNIQA INT BETEILIGUNGS - VERWALTUNGS	16.005.561	27,00%	736k actiuni la 3.7 RON/act la de05
NOVA TRADE SA	40.114.916	70%	
ALTI ACTIONARI	3.159.379	3%	Pret piata 3.7 RON
<b>Total :</b>	<b>59,279,856</b>	<b>100%</b>	Pret achiz Uniqa 2.2 RON

<b>Capitalizare Rasq - ATRA</b>	<b>219,335,467</b>
<i>echiv EUR</i>	<i>60,757,747</i>

Adamescu a platit 3.7 RON/ actiune ATRA la SIFs

	2004
Cota piata ATRA	5.22%
Cota piata ARDF	5.15%

**VALOARE PIATA ARDAF (neconf)**

Pret cerut Tender:	60,000,000	EUR	pachet 70%
Evaluare ARDF	85,714,286	EUR	
upside potential	<b>63%</b>		
best bid	40,000,000	EUR	neconfirmat
evaluare ARDF bid	57,142,857	EUR	
<b>Capitalizare Rasdaq ARDF</b>	<b>52,700,846</b>	EUR	
discount fata de ATRA	15%		

Mai sus se vede tranzactia UNIQA la Astra (ATRA) care a fost raportata la cca 10mil EUR pt 27% corespunzand unei valori de 2.2 RON/actiune. Am rezerve fata de acest pret raportat oficial, deoarece Adamescu a acceptat sa cumpere participatia SIF la 3.7 RON/actiune, evaluand astfel ATRA la 60 mil EUR capitalizare.

ATRA detine 5% cota de piata din asigurari in Romania. O consolidare a UNIQA in Romania nu se poate face decat prin achizitia ARDAF, singura companie romaneasca in ramasa in cursa cu o cota

de piata de cca 5%, UNIQA atingandu-si obiectivul de a consolida 10% din piata romaneasca. La pretul actual de 0.385 RON/actiune ARDAF e evaluat la 52 mil EUR capitalizare, un discount de aproximativ 15% fata de evaluarea ATRA. Singura companie romaneasca ramane astfel in top ASIROM, cu Ioan Neculaie care inca nu vrea (aparent) sa vanda. Mai jos avem cotele de piata detaliate :

### Cotele de piata ale companiilor de asigurari Top 10 pe piata romaneasca si evolutia lor pe 2003-2004

Premiums Companies Type	Market share		2003*)	2004**)	y-o-y	2005E
	2003	2004	mld ROL	mld ROL		
1 Allianz-Tiriac	19.4%	20.7%	5132	7251	141%	
2 Asiom	18.8%	15.4%	4965	5411	109%	
3 ING Nederlanden Life	10.4%	8.8%	2749	3071	112%	
4 Omniasig Non-life	8.0%	8.9%	2122	3114	147%	
5 Asiban	5.4%	5.5%	1436	1923	134%	
6 Astra	4.8%	5.2%	1272	1834	144%	
7 Unita	5.0%	5.3%	1318	1853	141%	
8 Ardaf	4.1%	5.2%	1090	1807	166%	2380
9 Generali	3.1%	2.8%	826	991	120%	
10 BCR Asigurari	2.9%	4.2%	764	1489	195%	
<b>Total</b>	<b>21,674</b>	<b>651.8</b>	<b>26432</b>	<b>35054</b>	<b>133%</b>	

\*) sursa studiu de sector Benfield UK, Sept 2004

\*\*\*) sursa raportare Rasdaq ARDAF

### Situatiile financiare ARDAF

nr actiuni	500,658,040	Capitalizare	190,250,055	RON	
Profit 2004E (benchmark Allianz)	8,022,499	<b>echiv EUR</b>	<b>52,700,846</b>		
Profit 2005E (benchmark Allianz)	10,583,264				
EPS 2004E profitabilitate Allianz	0.0160	<b>Prime brute subscribe 2004</b>	<b>180,899,000</b>	RON	<b>y-o-y</b>
EPS 2005E profitabilitate Allianz	0.0211	Prime brute subscribe Q2/05	156,822,000		
Pret piata 3feb06	0.3800	Prime brute subscribe Q3/05	198,868,000		
		<b>Prime brute 2005E</b>	<b>238,641,600</b>		<b>132%</b>
<b>PER 2004E</b>	<b>24</b>				
<b>PER 2005E</b>	<b>18</b>				

Am estimat raportat la nivelul primelor brute subscrise la ARDAF care ar fi profitabilitatea optima, luand ca referinta Allianz Tiriac liderul pietei romanesti in acest moment. Raportat la marjele de profitabilitate Allianz rezultatul de mai sus apare interesant, ARDF cotandu-se in zona PER 18 la 2005 in situatia unei gestionari « optime » a afacerii.

	2004	<i>mii ROL</i>
Cota piata - sursa MF	<b>Total venituri</b>	<b>Net profit</b>
20% Allianz	10,953,187,792	455,394,348
Asirom	9,230,011,726	
Ardaf	1,929,578,968	80,224,988

In 2005 estimarea primelor brute subscrise arata o crestere anuala de 32% inferioara anului 2004 cand cresterea a fost de 66%. Totusi, pentru un sector total subdezvoltat, cresterile sunt semnificative indicant un potential extreme de mare al pietei romanesti de asigurari. Initiative legislative fiscale precum si aderarea Romaniei la EU vor actiona ca factori catalizatori de stimulare a cresterii pietei asigurarilor in Romania.

Prima anuala per capita in Romania e de 35 USD (la 2004, sursa Benfield market research, sept 2004) ridicol prin comparative cu 2600 USD per capita in tarile member EU vechi si de 212 USD per capita in noile tari membre EU. Romania este a doua tara ca populatie dupa Polonia, reprezentand un potential imens de dezvoltare a pietei asigurarilor.

## Graficul ARDF



Compania se afla la RON 0.3850 la un maxim istoric dupa un raliu deosebit de puternic. A fost efectuata o dublare a capitalului social prin aport in cash la data inregistrare 11 octombrie 2005, pretul de subscriere fiind RON 0.1000. Pretul actiunii a inregistrat un raliu puternic actiunea crescand dupa subscriere de la RON 0.2200 la RON 0.3800 fiind cumparata agresiv, cel mai probabil de Raiffeisen Capital Investment actionand pt clientul lor UNIQA si probabil de insideri.

Nu agreez cumpararile pe maxim istoric dar e posibil ca o precipitare a achizitiei ARDAF de catre UNIQA sa duca pretul pe niste nivele sensibil mai mari, o achizitie la nivelul actual fiind mult mai putin probabil, astfel ca eu consider pretul de RON 0.3800 bun pentru acumulare.

La acest pret ARDF e deja evaluata dupa pretul platit de Adamescu SIFelor, cu un mic discount de 15%. Cumparand acum la pretul asta ARDF de fapt cumperi afacerea condusa in viitor de UNIQA si care, chiar in cazul in care ar vrea sa delisteze, va trebui sa plateasca pretul dat lui Tender. Un element de risc ridicat ar fi un prôt « aranjat » intre Tender si UNIQA, avand precedentul pretului neverosimil de mic platit lui Adamescu pt 27% din ATRA.

**Din acest motiv, acumularea ARDF se face tinand cont ca e inca o actiune de mare risc cu actionariatul prezent.**