

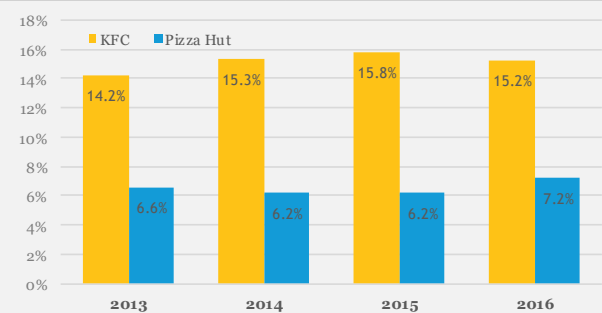
27 OCT  
17

## Detalii oferta

sector	holding - restaurante
simbol bursier	SFG
volum oferta	9,831,753 actiuni
interval de pret oferta	25 - 33 RON
valoare oferta	246-324 mRON
perioada oferta	24/10 - 02/11
transa retail (15%)	1,474,763 actiuni
transa institutional (85%)	8,356,990 actiuni
numar total actiuni companie	38,799,340
capitalizare bursiera (pret oferta)	970-1,280 mRON

Interval pret tinta BT Equity Research **22.9 - 25.4 RON**

## Pozitie piata locala a lanturilor de restaurante



Indicatori financiari	mRON	FY14	FY15	FY16	6M17
vanzari in restaurante		324.9	405.8	514.5	287.8
evolutie venituri (YoY)		n.a.	24.9%	26.8%	n.a.
EBIT		35.8	56.8	60.2	30.6
marja EBIT		11.0%	14.0%	11.7%	10.6%
EBITDA		47.3	67.9	73.5	38.4
marja EBITDA		14.6%	16.7%	14.3%	13.3%
profit net atribuibil		27.8	47.1	51.6	28.2
marja neta		8.6%	11.6%	10.0%	9.8%

## Multipli de pret\*

EPS	1.3 RON	P/E	21.8x
SPS	13.3 RON	P/S	2.2x
BVPS	2.6 RON	P/BV	11.2x
CFS	0.9 RON	P/CF	15.3x
EV	1,136 mRON	EV/EBITDA	31.4x

\* multiplii de pret P/E, P/S si EV/EBITDA - calculati la pretul mediu din oferta (29 RON) si EPS, SPS si EBITDA pentru 2016, iar P/B si P/CF pe baza BVS si CFS la 6M17

BT Equity Research  
 T: (+4) 0374 778 842  
 E: [research@btr.ro](mailto:research@btr.ro)

## Sphera Franchise Group <SFG> detinatorul KFC, Pizza Hut si Taco Bell in Romania

### 22% din piata lanturilor de restaurante din Romania

Sphera Franchise Group este holding-ul care gestioneaza restaurantele KFC din Romania, Republica Moldova si anumite regiuni din Italia, precum si restaurantele Pizza Hut si, mai recent, Taco Bell de pe plan local. Grupul activeaza pe trei segmente de servicii de alimentatie: restaurante cu servire rapida (via KFC), restaurante cu servire completa (via Pizza Hut Dine-In) si livrare la domiciliu (via Pizza Hut Delivery).

Din Grup fac parte: US Food Network SA Romania (KFC Romania), American Restaurant System SA Romania (Pizza Hut Romania), US Food Network SA Italia (KFC Italia - selectiv), US Food Network SRL R. Moldova (KFC R. Moldova), California Fresh Flavors SRL Romania (Taco Bell Romania).

Grupul detine in Romania peste 80 de unitati si, cu vanzari de 418 mRON (80% KFC / 20% Pizza Hut) in 2016, are o cota de piata de 22.4% intre operatorii lanturilor de restaurante pe plan local, imediat dupa liderul McDonald's (24.6%). La jumatatea acestui an SFG detinea active in valoare de 195 mRON.

### Oferta reprezinta 25.3% din SFG si marcheaza un exit

Oferta consta intr-un numar de 9,831,753 actiuni cu drept de vot sau 25.3% din numarul total de actiuni ale Grupului, reprezentand toate cele 22.3% ale actionarului cipriot Lunic Franchising and Consulting Ltd si 3% din detinerea M.B.L. Computers SRL. Oferta va fi structurata pe doua transe, 15% catre retail si 85% catre Institutional, iar intervalul de pret de oferta va fi cuprins intre 25 si 33 RON/actiune.

### Puncte forte

- Compania opereaza intr-un sector (servicii de alimentatie) cu potential mare de dezvoltare in viitorul apropiat: actualmente romanii servesc masa in oras mai rar decat se obisnuieste in tarile dezvoltate, avem numar mult mai redus de restaurante pe cap de locuitor, iar cresterea salariului minim, a veniturilor disponibile si a nivelului de trai pe plan local e de asteptat sa reduca pe viitor din aceste decalaje fata de vest;
- valoarea vanzarilor la nivelul lanturilor de restaurante din Romania a crescut cu 10% in medie in ultimii 5 ani, iar pe segmentul de restaurante cu servire rapida sunt asteptari de crestere cu 7.2% pe an pana in 2022;
- politica ambitioasa de dividend, Compania isi propune ca, in absenta unor contexte exceptionale, sa acorde ca dividende valoarea integrala a profitului distribuibil;
- rata profitului net (10%) in crestere si peste mediana sectorului global al restaurantelor cu servire rapida (7.5%).

### Puncte slabe

- segmentul restaurantelor cu servire rapida este unul extrem de competitiv, iar jucatorii consacratii au inceput sa piarda cota de piata in fata unor lanturi locale de mancare sanatoasa “healthy food”, gen Salad Box;
- avem rezerve privind planul foarte agresiv de extindere a retelei de restaurante in perioada urmatoare: Compania intentioneaza sa deschida 25 de noi unitati in medie pe an, in conditiile in care intre 2014 si 2016 au fost puse in functiune in total abia 23 de restaurante;
- riscuri asociate extinderii activitatii pe piata italiana, unde Compania s-a angajat sa deschida 32 de restaurante KFC in urmatorii 5 ani, in conditiile in care aceasta este o piata puternic dominata de restaurante independente, cu bucatarie traditionala;
- business-ul depinde integral de contractele de franciza incheiate cu Yum! Brands, iar dreptul de operare a acestor restaurante este acordat in mod ne-exclusiv - prin urmare exista riscul ca alti administratori de restaurante sa obtina drept de franciza in aceleasi zone in care Grupul isi desfasoara acum activitatea;
- La nivelul eficientiei operationale, marjele EBIT (2016: 11.7%) si EBITDA (2016: 14.3%) raman in urma competitorilor globali: 14.75 si 21.9% respectiv.

### Actionariat si structura Sphera Franchise Group

ACTIONARIAT PRE-LISTARE	Tatika Investments Ltd	MBL Computers SRL	Lunic Franchising & Consulting Ltd	Wellkept Group SA	Anasa Properties SRL
	27.33%	23%	22.34%	16.34%	10.99%
ACTIONARIAT POST-LISTARE	Tatika Investments Ltd	MBL Computers SRL	FREE FLOAT	Wellkept Group SA	Anasa Properties SRL
	27.33%	20%	25.34%	16.34%	10.99%

#### Sphera Franchise Group SA

99.9%	99.9%	99.9%	100%	80%
US Food Network SA (USFN Romania)	American Restaurant System SA (ARS Romania)	California Fresh Flavors SRL (Romania)	US Food Network SRL Italy (USFN Italy)	US Food Network SRL Moldova (USFN Moldova)
restaurante KFC Romania	restaurante Pizza Hut, PHD Romania	restaurante Taco Bell Romania		

### Evaluare

DDM genereaza un pret tinta de 22.9 RON/actiune

Pornind de la intentia companiei de a urma o politica de dividend stabila si generoasa prin distribuirea integrala a profitului sub forma de dividende, am aplicat metoda DDM (Dividends Discount Model) bazata pe urmatoarelor premise:

- Cifra de afaceri. Piata locala a restaurantelor cu servire rapida este un sector cu potential de crestere dat fiind decalajul fata de alte pietele din Europa atat in ceea ce priveste densitatea restaurantelor, cat si consumul mediu de servicii alimentare.

oferta de 25.3% marcheaza exit-ul Lunnic Franchising & Consulting Ltd si reducerea cu 3% a pozitiei MBL Computers SRL

Conform estimarilor Deloitte, piata locala a restaurantelor cu servire rapida este asteptata sa creasca cu un ritm mediu de 7.2% pe an pana in 2022. Date fiind planurile ambitioase de extindere ale companiei, care au inceput sa se materializeze chiar de anul acesta prin lansarea Taco Bell, ne asteptam ca Grupul sa-si exinda cota de piata in urmatoarea perioada. Totusi, data fiind competitia tot mai acerba din acest sector, estimam ca dinamica cotei de piata sa se tempezeze pe termen mai lung. In consecinta, estimam ca se va ajunge la o cota de piata de 29.4% pana in 2022 (de la 22.4% in 2016).

Tabel 1. Estimari privind evolutia vanzarilor Sphera Group

	FY16	FY17e	FY18e	FY19e	FY20e	FY21e	FY22e
cota de piata Sphera	22.4%	24.4%	26.4%	27.4%	28.4%	28.9%	29.4%
dinamica cota de piata Sphera (YoY)	0.4%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%
CAGR estimat vanzari restaurante cu servire rapida (Deloitte)		7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
vanzari Sphera Franchise Group miiRON	514,475	570,218	661,378	735,854	817,625	891,925	972,686

Sursa: Date companie, Deloitte, BT Equity Research

- **Profitabilitate.** Compania se remarca printr-o profitabilitate peste media globala a acestui sector (cca. 7.5%). Estimam ca Grupul isi va mentine marja neta la 10% in 2017-2019 si va converge treptat spre media globala de 7.5%. Actualmente, ca marja neta, Grupul se pozitioneaza peste media globala, insa aceasta diferenta este mai degraba explicata de o rata de impozitare efectiva mai mica (SFG: 10.3% in 2016 vs. 30% global) si de un grad de indatorare mai scazut (D/E 46.9% vs. 53%).
- **Rata de distribuire a profitului.** Grupul intentioneaza sa distribuire integral profitul dupa alocarea la rezervele obligatorii (5%), ceea ce s-ar traduce intr-o rata de distributie efectiva de 95%.
- **Costul capitalul (9.8%)** are la baza o rata a activului fara risc de 4.35% (randamentul titlurilor de stat la 10 ani), un beta de 0.77 (specific industriei restaurantelor, Damodaran) si unei prime de risc de piata de 7.08% (Damodaran).
- **Rata de crestere in perpetuitate (g)** estimata la 3%, in linie cu practica estimarii ratelor de crestere economica pe termen lung.

Desi intentia de a ceda actionarilor intregul profit distribuibil sub forma de dividende este o strategie atractiva, aceasta lasa putin loc pentru cresterea companiei din surse interne. Astfel, pentru a-si finanta planul ambitios de a deschide cca. 25 de unitati noi in fiecare dintre urmatoorii trei ani ar putea presupune apelarea la imprumuturi bancare. Asa cum arata structura capitalul companiei in acest moment (D/E de 46.9% la 6M17), atragerea de noi imprumuturi ar putea fi confortabila daca D/E ramane jurul mediana industriei de 53%. O eventuala supra-indatorare in paralel cu o distribuire integrala a profitului ar putea crea de la un moment dat presiuni asupra cash flow-ului Companiei.

In final, prin incorporarea in model a premiselor de mai sus, actualizarea tuturor dividendelor asteptate a generat un pret tinta de 22.9 RON pe actiune.

segmentul restaurantelor cu servire rapida este de asteptat sa creasca cu 7.2% pe an pana in 2022

managementul isi propune alocarea integrala a profitului distribuibil sub forma de dividende

Tabel 2. Model de evaluare DDM

	FY16	FY17e	FY18e	FY19e	FY20e	FY21e	FY22e
vanzari miiRON	514,475	570,218	661,378	735,854	817,625	891,925	972,686
marja neta	10%	10%	10%	10%	9%	8%	7.5%
profit net miiRON	51,600	57,022	66,138	73,585	73,586	71,354	72,951
dividende distribuite miiRON	46,237	54,171	62,831	69,906	69,907	67,786	69,304
numar actiuni m	38,799	38,799	38,799	38,799	38,799	38,799	38,799
rata de distributie dividende	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
dividend pe actiune DPS RON	1.19	1.40	1.62	1.80	1.80	1.75	1.79
costul capitalului , r	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
factor actualizare		0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.57
DPS actualizat		1.27	1.34	1.36	1.36	1.09	1.02
<b>valoarea prezenta DPS 2017-2022</b>	<b>7.5 RON</b>						
$g$ in perpetuitate	3%						
<b>valoarea terminala pe actiune <math>g=3\%</math></b>	<b>15.4 RON</b>						
<b>pret tinta pe actiune</b>	<b>22.9 RON</b>						

modelul DDM genereaza un pret tinta de 22.9 RON/actiune  
 rata distributie=95%,  $r=9.8\%$ ,  
 $rf=4.35\%$ ,  $g=3\%$

### Evaluarea relativa se soldeaza cu un pret mai ridicat, la 25.4 RON/actiune

In cadrul evaluarii relative, esantionul de referinta l-am construit acordand o pondere de 50% Yum! Brands Inc si 50% competitorilor europeni listati din sectorul restaurantelor cu servire rapida (7 companii). In cazul P/B am exclus Yum! Brands Inc care are un P/B negativ (-4.3x) cauzat de un eveniment nerecurrent, spin-off-ul Yum! China din 2016. Considerand pretul mediu din oferta (29 RON), compania s-ar tranzactiona la discount-uri intre 15 si 21% fata media esantionului de referinta in ceea ce priveste P/E, P/S si EV/EBITDA (calculati LFY).

Multiplul P/B (LFI) Sphera Franchise indica o prima consistenta (11.2x SFG vs. 0.6x mediana sector), iar explicarea acestei supraevaluati poate veni, pe de o parte, din faptul ca pretul de oferta incorporeaza asteptarile ambitioase privind dezvoltarea business-ului, iar pe de alta, de capitalurile proprii pe actiune relativ mici (cauzate si capitalizarea modesta a profitului).

Din evaluarea relativa MBV (cu ponderi egale intre multiplii P/E, P/BV, P/S, EV/EBIT, P/CF) rezulta un pret tinta de 25.4 RON/actiune, ceva mai ridicat decat in cazul modelului DDM.

**Prin urmare, pornind de la cele doua metode distincte de evaluare, identificam pentru Sphera Franchise Group <SFG> un interval de pret tinta de 22.9-25.4 RON pe actiune.**

Tabel 3. Model de evaluare relativa MBV

	P/E	P/BV	P/S	EV/EBITDA	P/CF
<b>mediana esantion</b>	<b>27.9</b>	<b>0.6</b>	<b>2.7</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>
Yum! Brands Inc.	30.3	-4.3	4.1	18.9	19.9
restaurante cu servire rapida (Europa)	25.5	0.6	1.4	16.9	20.0
<b>Sphera Franchise Group</b>	<b>21.8</b>	<b>11.2</b>	<b>2.2</b>	<b>15.3</b>	<b>31.4</b>
discount (-)/prima(+)	-21.8%	17.4x	-19.5%	-14.6%	57.3%
valoarea Companie dupa multiplu miiRON	1,438,828	64,593	1,398,524	1,307,096	715,303
ponderi multiplu	20%	20%	20%	20%	20%
valoarea justa companie miiRON	984,869				
<b>pret tinta pe actiune RON</b>	<b>25.4</b>				

evaluarea relativa pe un esantion de 8 companii si dupa 5 multipli de pret indica un pret tinta de 25.4 RON/actiune

## LIMITAREA RASPUNDERII

Acest raport a fost elaborat de catre BT Capital Partners (BTCP), o societate de servicii de investitii financiare, a carei activitate este reglementata si supravegheata de catre Autoritatea de Supraveghere Financiara din Romania (ASF) si este furnizat, exclusiv, in scop informativ clientilor sau potentialilor clienti ai Grupului Financiar BT. Acest raport nu se adreseaza nici unei persoane din vreo tara unde distribuirea unui astfel de raport este ilegala. BTCP nu va trata destinatarul acestui raport ca si clienti in virtutea primirii acestui raport. Acest raport nu poate fi reprodus, redistribuit sau publicat, integral sau partial, fara permisiunea prealabila scrisa a BTCP, si nici BTCP, nici oricare dintre afiliatii sai nu isi asuma nici o raspundere indiferent de actiunile tertelor parti in acest sens.

Acest raport furnizeaza numai informatii generale. Informatiile si opiniile exprimate in raport reflecta un punct de vedere la momentul indicat, pot fi modificate fara o notificare prealabila iar BTCP nu are nici o obligatie de a actualiza sau de a pastra actualizate aceste informatii si opinii. Rapoartele de analiza pot fi actualizate sau modificate in momentul in care BTCP considera necesar. Data la care un raport este publicat sau modificat este identificata in continutul acestuia si/sau in canalele de distributie utilizate. Informatiile, opiniile si datele statistice continute in acest raport au fost obtinute sau derivate din informatii publice si surse considerate a fi de buna-credinta, fara a fi verificate independent fara vreo declaratie sau garantie, expresa sau implicita, de catre BTCP in ceea ce priveste acuratetea, completitudinea sau corectitudinea lor, iar BTCP nu garanteaza actualitatea informatiilor.

BTCP poate, in masura permisa de lege, sa participe sau sa investeasca in tranzactii financiare cu emitentul (emitentii) valorilor mobiliare la care se face referire in prezentul raport, sa efectueze servicii pentru sau sa solicite o colaborare cu acesti emitenti si/sau sa aiba o pozitie sau o participatie sau alt interes semnificativ, sau sa efectueze tranzactii cu astfel de valori mobiliare sau optiuni sau alte investitii aferente. BTCP poate furniza sau oferi consultanta sau servicii de investitii importante in legatura cu investitia in cauza sau o investitie aferenta. BTCP mentine politici de administrare in scopul de a identifica si de a preveni conflictele de interese care pot sa decurga din astfel de activitati. BTCP aplica masuri administrative si organizatorice pentru prevenirea si evitarea conflictelor de interese in ceea ce privesc recomandarile, inclusiv modalitatile de protejare a informatiilor prin separarea activitatilor de analiza si cercetare, de alte activitati ale companiei, prezentarea in rapoarte a tuturor informatiilor relevante despre potentialele conflicte de interese si mentinerea permanenta a obiectivitatii in rapoartele si recomandarile prezentate.

Acest raport si informatiile continute nu constituie si nu trebuie interpretata ca o oferta de vanzare, ca o solicitare de oferta de cumparare, de subscriere, consultanta de investitii sau recomandari personale pentru investitii in oricare titluri de valoare discutate aici si nu ia in considerare obiectivele de investitii specifice, situatiile financiare sau nevoile clientilor individuali. Utilizatorii ar trebui sa ia in considerare daca orice sfat sau recomandare din acest raport sunt potrivite pentru circumstantele lor particulare si, daca este cazul, sa solicite sfaturi profesionale. Nimic din acest raport nu constituie consultanta in materie de investitii, juridice, contabile sau fiscale, iar acest raport nu trebuie invocat pentru a obtine consultanta independenta in materie de investitii sau pentru a exercita o apreciere independenta a meritelor si a riscurilor investitiilor.

Analiza continuta in acest raport se bazeaza pe numeroase ipoteze. Diferite ipoteze ar putea avea rezultate diferite. Acest raport poate include declaratii anticipative care, prin natura lor, implica riscuri si incertitudini deoarece se refera la evenimente si depind de circumstante care pot sau nu sa se materializeze in viitor. Nu pot fi oferite asigurari ca declaratiile anticipative vor fi realizate din acest raport. In plus, investitiile in intreprinderi, valori mobiliare sau alte instrumente financiare implica riscuri. Pretul si valoarea investitiilor mentionate in aceasta cercetare si veniturile provenite din acestea pot fluctua. Performantele anterioare nu indica neaparat rezultatele viitoare, castigurile viitoare nu sunt garantate si pot surveni pierderi de capital. BTCP, afiliatii sai, angajatii, agentii, reprezentantii si asociatii sai, nu reprezinta sau implica nici un nivel de performanta, rezultate sau garantii in legatura cu continutul prezentului document, nici nu pretend ca utilizarea acestui raport va avea ca rezultat castigul sau va impiedica orice pierdere pentru utilizator.

Acest raport poate include referinte la instrumente financiare in legatura cu care BTCP ar putea actiona ca 'market maker', furnizor de lichiditate sau coordonator al unei oferte publice de instrumente financiare ale emitentului in Romania in ultimele 12 luni sau ca parte a unui contract cu emitentul privind furnizarea de servicii de investitii financiare de catre BTCP sau in legatura cu producerea acestui document. De asemenea, BTCP ar putea avea o pozitie 'long' sau 'short' in orice moment pe aceste instrumente. BTCP poate sa fi efectuat o tranzactie personala in oricare dintre investitiile mentionate aici sau in investitii asociate si/sau poate avea o pozitie sau o participatie intr-un astfel de instrument.

Acest raport poate furniza adresele site-urilor web sau poate contine hyperlink-uri catre acestea. Cu exceptia situatiei in care raportul se refera la materialul de pe site-ul BTCP, BTCP nu a revizuit nici un astfel de site si nu isi asuma responsabilitatea pentru continutul acestuia. Aceasta adresa sau hyperlink este furnizata exclusiv din motive de confort si de informare, iar continutul oricarui astfel de site web nu face, in niciun fel, parte din acest raport. Accesul la acest site web ramane la riscul utilizatorului.

In nici un caz, BTCP sau afiliatii sai nu sunt responsabili fata de nici o parte pentru nici o dauna, inclusiv, fara vreo limitare, la orice pierderi sau daune directe, indirecte, speciale, punitive, accidentale sau potentiale pierderi sau daune (inclusiv, dar fara a se limita la daunele produse de deteriorarea profitului afacerii, intreruperea activitatii sau pierderea economiilor) sau orice alte daune aparute - sub orice forma - din disponibilitatea sau utilizarea acestui raport.

## CERTIFICAREA ANALISTILOR

Urmatorul/(ii) analist/(i) certifica prin prezenta ca opiniile exprimate in acesta raport reflecta cu acuratete opiniile referitoare la titlurile de valoare si emitenti si ca nicio parte din compensatiile sale/(lor) nu a fost, este, sau va fi in mod direct sau indirect legata de recomandarile sau opiniile specifice cuprinse in raportul de cercetare: Irina Railean, Dan Rusu.

## DECLARATII

BTCP, afiliatii sai sau autorii acestui raport pot face obiectul uneia dintre situatiile de mai jos, in ceea ce priveste valorile mobiliare la care se face referire in prezentul raport.

1. BTCP a actionat in calitate de manager/co-manager/consilier in subscrierea sau plasarea valorilor mobiliare ale subiectului (subiectilor) din acest raport in ultimele 12 luni.
2. BTCP a oferit servicii de 'investment banking'/investitii financiare pentru emitent si/sau a primit despagubiri sau promisiuni de despagubire pentru serviciile de 'investment banking'/investitii financiare de la subiectul (subiectele) din acest raport in ultimele 12 luni, excluzand cazurile mentionate la punctele 1 si 13.
3. BTCP detine o pozitie neta 'long' sau 'short' de peste 0.5% din totalul capitalului social al emitentului, calculata in conformitate cu articolul 3 din Regulament (UE) 236/2012 si cu capitolele 3 si 4 din Regulamentul Comisiei Europene (UE) nr. 918/2012;
4. BTCP este un 'market maker' sau furnizor de lichiditate in relatia cu valorile mobiliare ale subiectului (subiectilor) acestui raport.
5. BTCP detine detin cinci procente (5%) sau mai mult din capitalul social total al subiectului (subiectilor) din acest raport.
6. Subiectul (subiectii) din acest raport detin cinci procente (5%) sau mai mult din capitalul social al BTCP.
7. BTCP a trimis raportul de cercetare subiectului (subiectilor) acestui raport pentru verificarea factuala inainte de publicare.
8. BTCP a primit compensatii de la subiectul (subiectii) acestui raport pentru pregatirea acestui raport de cercetare.
9. Alte interese semnificative ale BTCP si / sau afiliatilor sai legate de emitent.
10. Analistul/(ii) care a/(au) pregatit acest raport detin titluri financiare la aceasta/aceste companie/(i).
11. Analistul/(ii) care a/(au) pregatit acest raport a/(au) primit si/sau a/(au) cumparat actiuni in cadrul acestei societati inainte de oferta publica a acestor titluri; pretul si data achizitionarii actiunilor: n/a.
12. Analistul/(ii) care a/(au) pregatit acest raport, este/(sunt) membru/(i) al Consiliului de Administratie/Consiliului de Supraveghere sau Director Executiv al acestei companii.
13. BTCP a actionat ca aranjour si/sau facilitator de credite si/sau consultant in emiterea de obligatiuni si/sau in furnizarea facilitatilor de credit in utlimele 12 luni.

Situatiile identificate: N/A

## CONTACT

**Irina Răilean** / Analist Financiar  
[irina.railean@btrl.ro](mailto:irina.railean@btrl.ro)  
 T: (+4) 0374 778 842

**Dan Rusu** / Sef Departament Analiza [dan.rusu@btrl.ro](mailto:dan.rusu@btrl.ro)  
 T: (+4) 0371 525 065  
 M: (+4) 0757 080 536

**Banca Transilvania – Sediul Central**  
 Str. G Barițiu, Nr. 8  
 Cluj-Napoca, România

**Banca Transilvania – CRB**  
 Soseaua București-Ploiești, Nr. 43, Sector 1  
 București, România

Grupul Financiar Banca Transilvania



## BTCP TRADING TEAM

**Alexandru Pășalan** / Equity Sales Trader @ BTCP  
[alexandru.pasalan@btcapitalpartners.ro](mailto:alexandru.pasalan@btcapitalpartners.ro)  
 T: (+4) 0374 778 051  
 M: (+4) 0757 038 351

## BT RESEARCH TEAM

## PIETE DE CAPITAL

**Dan Rusu, CMT** / Sef Departament Analiza [dan.rusu@btrl.ro](mailto:dan.rusu@btrl.ro)  
 T: (+4) 0371 525 065  
 M: (+4) 0757 080 536

**Vlad Pintilie** / Adjunct Departament Analiza [vlad.pintilie@btrl.ro](mailto:vlad.pintilie@btrl.ro)  
 T: (+4) 0374 778 042  
 M: (+4) 0757 038 352

**Grațiana Ordean, CFA** / Analist Financiar Senior [gratiana.ordean@btrl.ro](mailto:gratiana.ordean@btrl.ro)  
 T: (+4) 0371 525 062

**Irina Răilean** / Analist Financiar [irina.railean@btrl.ro](mailto:irina.railean@btrl.ro)  
 T: (+4) 0374 778 842

**Rareș Iclenzan** / Analist Financiar [rares.iclenzan@btrl.ro](mailto:rares.iclenzan@btrl.ro)  
 T: (+4) 0374 778 841

## MACRO RESEARCH

**Andrei Rădulescu, Phd** / Economist Senior [andrei.radulescu@btrl.ro](mailto:andrei.radulescu@btrl.ro)  
 T: (+4) 021 405 5938  
 M: (+4) 0757 035 080