

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Цена цел</u>
Неутрална	-	-	1.33

## Херти

### Бизнес описание

Основният предмет на дейност на Херти е производство и продажба на опаковки. Производството е фокусирано към потребители от различни сегменти на хранително-вкусовата промишленост, но част от продукцията е насочена и към фармацевтичния сектор. Компанията изнася средно над 80%, като основните приходи от продажби са от Европейския съюз, Русия и бившите съветски републики. Херти покрива целия процес от производството до крайната реализация на продукцията си. Дружеството разполага с потенциал и възможности самостоятелно да извършва проучвания и анализи на конюнктурата на пазарите, които представляват интерес за дейността ѝ.

В структурата на компанията са включени четири дъщерни дружества:

- Тихерт ЕАД – 100% от капитала;
- Херти Англия – 100% от капитала;
- Херти Франция – 100% от капитала;
- Херти Груп Интернешънъл – 49.00%.

Компанията има и 5.6% участие в Екопак България, което осигурява изпълнението на задължението по събиране и оползотворяване на опаковките, пуснати на пазара в съответствие със Закон за управление на отпадъците и Наредба за опаковките и отпадъците. Херти притежава ресурси за технологични разработки, изследвания, въвеждане на системи за управление и контрол и е сертифицирана по изискванията и стандарт на качеството ISO 9001:2000.

### Пазарна активност

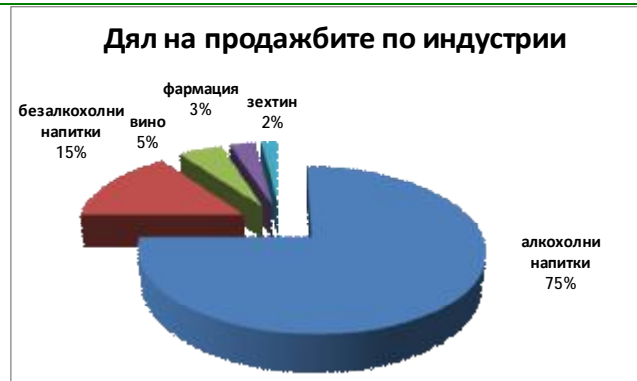
Акцията на Херти е сред слабо търгуваните книжа на фондовата борса. Публичното предлагане в началото на 2008 г. срещна значителни трудности по отношение на търсенето. Амбициозните планове за набиране на капитал и дори продажбата на съществуващи акции съвпаднаха с първия по-значим спад на фондовите борси по света. Търсенето тогава се насочи към компаниите с познат бизнес и борсова история. При старта на търговията с акциите на БФБ цената им беше изостанала значително от процеса на преценка на рисковете от глобалните капиталови пазари. Поради тази причина и акцията на Херти започна да поевтинява още от първите сделки. Липсата на интерес към ниско-ликвидната позиция допринесе и за загубите през тази година. Пазарната капитализация на компанията е наполовина на годишните ѝ продажби, което е исторически нисък показател за българския пазар. Затова не виждаме причина цената да продължи да пада, но и все още няма признаци за формирано дъно.

### Показатели за оценка

<u>Показатели за оценка</u>		<u>Рентабилност и растеж</u>	
Enterprise Value	24 263 000	Възвръщаемост на капитала	-
Доход от дивиденди	-	Възвръщаемост на собст. капитал	-
Текущ P/E (ttm)	-	Възвръщаемост на активите	-
Прогнозиран P/E (2009)	53	EBITDA Margin	7.3%
PEG Ratio (5yr expected)	-	Норма на Нетна печалба	-
Цена/Продажби (ttm)	0.56	Ръст на приходите	-22%
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.10	Ръст на печалбата на акция	57%
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.02	Ръст на капитала	0.4%
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	13.98	Ръст на активите	-7.6%

## Продажби

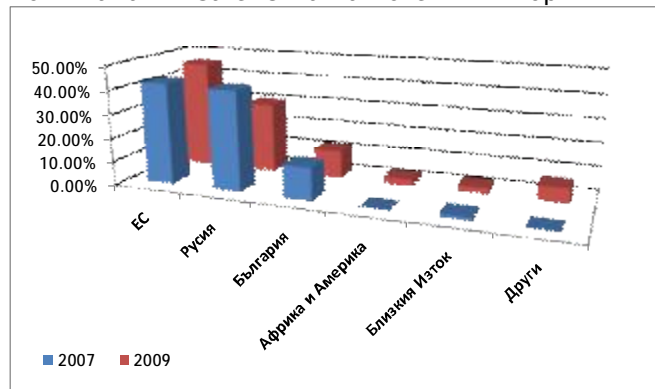
По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на алкохолни напитки. Безалкохолните напитки формират 15% от продажбите, като се очаква към края на годината те да намалееят, тъй като спадът в консумацията на безалкохолни се задълбочава. Според данни на Асоциация на производителите на безалкохолни напитки в България кризата е оказала сериозно влияние върху поведението на българския потребител.



Източник: Херти

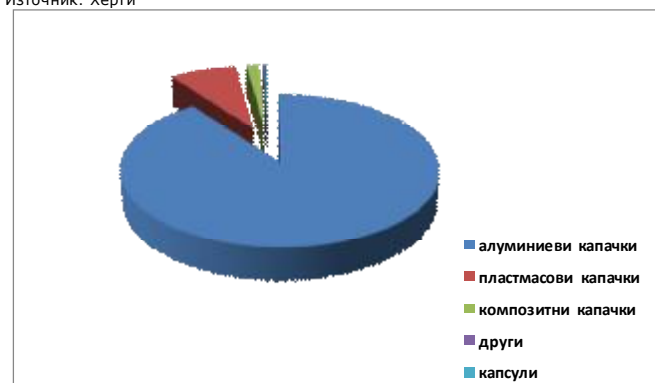
Въпреки, че цените на безалкохолните напитки като цяло се запазват на равнището от миналата година, свиването на семейните бюджети, увеличаващата се безработица и слабия туристически сезон дават своето отражение върху реализираната продукция. Херти очаква раздвижване по отношение на сегментите с по-малък дял в приходите – фармация и производство на зехтин. Винопроизводителите също могат да окажат положително въздействие, тъй като преминават все по-активно към винтови капачки за сметка на по-скъпия корк.

Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Делът на Русия постепенно намалява за сметка на продукцията, насочена към Европейския съюз и по-специално към Румъния. Очакванията на компанията са продажбите в Европа да се увеличат значително /най-вече към Великобритания и Франция/, поради създаването на дъщерни дружества.



Източник: Херти

Продажбите на алуминиеви капачки за първите девет месеца на 2009 г. намаляват като стойност на годишна база, но увеличават дела си в общите продажби до 90%.



## Разходи

Цената на алуминия е свързана с продажбите, тъй като суровината заема основна част от производствените разходи с 54% дял.

Цената на метала почти се удвои спрямо дъното в началото на годината и достигна нива 1 725 долара за тон. Това все още е значително под равнищата от средата на миналата година, когато бяха регистрирани и върховете в цената на суровината. Спадът в индустрията и автомобилостроенето доведоха до намаление на потреблението в световен мащаб и да поевтиняване на електрическата енергия, която е основен ценови фактор за производството на алуминий.



Източник: Блумбърг

## Сертификати за качество

Херти стартира процедура за сертифициране на компанията по Глобалния стандарт за опаковане и опаковъчни материали BRC/IOP. Стандартът е създаден основно за защита на потребителите, като помага и на търговците да отговорят на нормативните изисквания на Европейския съюз и изискванията за добри практики. Сертификатът дава възможност за свободна търговия с всички фирми в схемата BRC - Tesco, Sainsbury, Marks&Spencer, Asda, Boots, Safeway, Co-op и др. Стандартът се прилага от доставчици в Европа, Африка, Средния Изток, Азия, Далечния Изток, Австралия, Северна и Южна Америка. Сертификата спрямо BRC е възможност за Херти да разшири своите пазари, гарантирайки на партньорите си качество и надеждност.

## Собственост

Акционерният капитал на дружеството е разпределен основно между физически лица. Йозеф Майер е първият дългосрочен инвеститор в дружеството и акционер от 1997 г. Ръководената от него компания „Майер експорт-импорт“ е регистрирана в Австрия и се занимава с търговска дейност. На първичното публично предлагане през 2008 г. се предлагаша допълнително и акции именно от дела на „Майер импорт-експорт“.



Към края на 9М 2009 г.  
Източник: Херти

**Финансов анализ**

Икономическата и финансова криза в глобален мащаб поставиха на изпитание индустриалните компании по отношение на продажбите и обслужването на задълженията им. Херти оперира в тясно-специализирана ниша, но също беше засегната значително от кризата. Инвестициите в модернизация и разширяване на производството са финансирани със заемни средства. Дружеството не успя да набере капитал чрез фондовата борса, което се дължеше на влошаването на пазарната конюнктура. Увеличението на капитала щеше да компенсира значителна част от влошената задължнялост на Херти.

Ликвидност	2006	2007	2008	9М 2009
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.12
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.80

Херти успява да поддържа достатъчно добра ликвидност, за да осигури оперативната си дейност. Значителната разлика през 2007 г. спрямо 2006 г. се дължи на голямата инвестиционна дейност на дружеството и на покачването на задължнялостта. От 2007 г. се наблюдава подобряване на показателите за бърза и текуща ликвидност, въпреки лекото нарастване на задълженията на компанията от тогава. Управлението на компанията и спецификата на дейността ѝ създават предпоставки за работа при стабилен баланс между текущите активи и пасиви. Това се запазва въпреки значителните колебания в продажбите през последните три години.

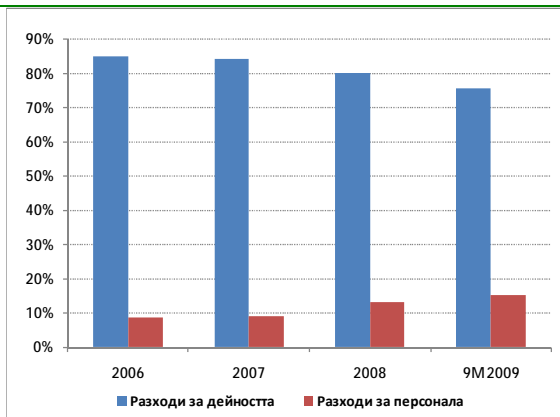
Дълг	2006	2007	2008	9М 2009
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.8%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	21.5%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	41.0%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	7.1%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.64

Задължнялостта на компанията, с която се финансира инвестиционната програма на Херти, нараства през 2007 г. и 2008 г. Съотношението дългосрочен дълг към капитал нараства до 41% към последния неконсолидиран отчет. През 2009 г. няма съществена промяна в задължнялостта на Херти, тъй като не са правени нови инвестиции. В същото време не се наблюдава и притеснително увеличение на краткосрочните дългове на дружеството, с които да се покрият забавени плащания от страна на клиентите. Дори напротив, Херти намалява краткосрочния банков дълг през 2009 г.

Задължнялостта на компанията е по-голяма спрямо водещите публични дружества в България. В развитите страни степента на използване на заемни средства е по-висока, но при текущата кредитна криза нивото на дълговете представлява проблем за компаниите с по-ниска печалба и с планове за инвестиции. Намалението на приходите на компанията и на печалбата преди данъци, лихви и амортизация доведоха до загуба за Херти и до влошаване на показателя за покриване на лихвените плащания.

## Финансов анализ

Делът на разходите за дейността намалява като процент от общите продажби на компанията. Това се наблюдава и през 2007 и 2008 г., като може да очакваме компенсиране на част от спада на съотношението на продуктите разходи при възстановяване на глобалната икономика през следващите три години. Оптимизирането на дейността на компанията и въвеждането в експлоатация на ново оборудване през последните няколко години ще запази по-нисък дела на тези разходи спрямо продажбите от средното за периода 2006-2008 г.



Източник: Херти

Алуминият запазва основен дял в разходите за материали на Херти. Промяната за първите девет месеца на тази година спрямо същия период на 2008 г. е незначителна, като суровината заема 55% от разходите за материали. По-значително изменение има в дяловете на следващите категории разходи.



Източник: Херти

В същото време се наблюдава значително покачване на разходите за работна заплата и осигуровки спрямо приходите на дружеството. Това се дължи на намалението на продажбите с над 20% от началото на годината спрямо съответния период на 2008 г. Политиката на Херти към персонала е да се избягват съкращения на служители, като намалението на броя им се дължи на доброволно напусналите или пенсионирани работници. По този начин компанията запазва специализирания персонал. При възстановяване на растежа на продажбите може да се очаква значително намаление на дела на разходите за работна заплата.

## Прогноза

Свиването на потреблението на напитки в глобален мащаб имаше негативно отражение върху приходите от продажби през 2009 г. Темповете на нарастване на продажбите на Херти отчетоха забавяне още през 2008 г., а нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация не се влияе от повишаването на цените на основните материали. Направените съкращения на разходи през тази година водят до подобряване на този показател. Неконсолидираният отчет показва повишение на EBITDA маржина до 8.9%. Растящите разходи за амортизация и значителните лихвени плащания на Херти поставят под съмнение възможността за достигане на нетна печалба в резултата за цялата 2009 г.

В таблицата са представени прогнозите ни за резултатите на дружеството през 2009 г. и следващите три години на базата на най-оптимистичните темпове на растеж и поддържане на висока норма на печалба. Тези данни са в основата на дисконтирането на паричните потоци.

хил. лв.	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Продажби	23638	27 783	30 965	24 772	28 488	32 761	36 037
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-20.00%	15.00%	15.00%	10.00%
ЕБИТДА	1564	1 613	2 030	2 229	2 421	2 785	2 883
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	9.00%	8.50%	8.50%	8.00%
ЕБИТ	712	599	573	729	921	1 285	1 383
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.94%	3.23%	3.92%	3.84%
Нетна печалба	359	-339	-651	124	-	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	0.50%	-	-	-

### SWOT анализ

Предимства	Слабости
Диверсифицирани пазари по региони и продукти Модерно оборудване Широка гама продукти Специфична продуктова ниша Достъп до логистични точки	Висока задлъжнялост към финансови институции По-силен спад на приходите от свиването на продажбите в пазарите на фирмата
Възможности	Заплахи
Сертифициране по Глобалния стандарт за опаковане и опаковъчни материали BRC/IOP Увеличение на броя на клиентите Подобряване на нормата на печалба при растеж на приходите от продажби	Засилване на свиването в потреблението на напитки в основните пазари на компанията

## Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

Последна цена	Пазарна капитализация	Едногодишен рейндж	Среден обем (3м)
1.11	13 335 315	BGN 1.05 – BGN 3.10	77
Beta	Промяна за 1г	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	-60.10%	-7.54%	-20.60%

## Оценка

Акциите на Херти се търгуват слабо, което се дължи на неуспешното публично предлагане на книгата в началото на 2008 г., когато бяха пласирани едва 14 хил. акции. Оценката на компанията е базирана върху сравнение с основните коефициенти на компании от сектора и на пазарите в Източна Европа. Въпреки несигурността в икономиката и липсата на достатъчно история, за да се прогнозира финансовите данни и нормата на печалба на Херти, използваме и метод на дисконтираните парични потоци.

### Анализ на коефициентите за оценка

Загубата на Херти води до негативно съотношение P/E и за двата отчетни периода. Поевтиняването на акцията през тази година допринесе за значителното подобрение на останалите коефициенти на оценка. P/B и P/S са около и под средното за български компании, но коефициентът EV/EBITDA остава сравнително висок. Подобни стойности отчитаха компаниите у нас по време на върха на пазара през 2007 г. Все пак, подобрението му ще се дължи основно на ръста на продажбите през следващите години и на евентуално намаление на задълженията на компанията.

Коефициенти за оценка	2008	2009
Цена/Печалба (P/E)	-41.77	-28.25
Счетоводна стойност (BV)	1.01	1.01
Цена/смет. стойност (P/B)	2.56	1.10
Приходи на акция	2.36	1.97
Цена/Приходи (P/S)	1.09	0.56
EV (в хил. лева)	41 564	24 263
EV/Приходи	1.47	1.02
EV/EBITDA	29.63	13.98

\*Очаквания и изчисления: ЕЛАНА Трейдинг  
Данни за последните отчетни 12 месеца

### Сравнение с отрасъла

Производството на капачки е част от значително по-широката гама опаковъчни продукти, в които работят значителен брой компании в Европа. Много малко от тях са специализирани в продуктите, които произвежда Херти, но широкият обхват на включените компании позволява по-добра сравнителна оценка. Таблицата представя основните показатели за оценка на компаниите в производството на опаковки в Източна и Западна Европа.

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Източна Европа	22.58	1.54	0.91	43.78
Западна Европа	15.61	1.25	0.55	7.68
Коефициенти общо	16.87	1.31	0.62	15.24

Източник: Reuters, Bloomberg

Пазарите в Източна Европа имат по-високи средни стойности на показателите в сравнение със Запада. Изчисляването на показателя P/E не включва постигнатите загуби от компаниите през последните 12 отчетни месеца. Това на практика води до занижаване на стойността на показателя, тъй като при изчисляване чрез съвкупния финансовия резултат разделен на сумата на пазарната капитализация на компаниите ще се получи много по-висок резултат от средното. Поради тази причина и показателят е най-малко подходящ за оценка на акция към този момент на икономическия цикъл. EV/EBITDA също отчита много голяма разлика, която се дължи, както на влошаването на финансовия резултат, така и на растящата задлъжнялост на фирмите.





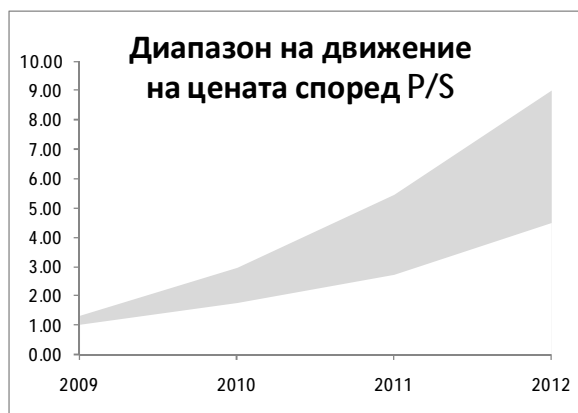
## Препоръка и ценова цел

Оценката към този момент е статична величина. Сравнението с компании от Европа е към текущия кризисен момент - приходите и печалбите са ниски, а инвеститорите изискват по-висока премия от средното за предишни години. Най-вероятно тези величини ще се променят във времето, така както наблюдавахме повишаване на апетита към риск и нарастване на коефициентите за оценка на всички пазари от началото на годината. Моделът на дисконтиране на паричните потоци пък е чувствителен към нарастване на инфлацията и на номиналния оборот на компанията.

Алтернативен подход при определяне на ценовите цели и очакванията за движението на цената на акцията през следващите години е сравнението на показател като EBITDA или приходите от продажби със стойностите, които бяха наблюдавани по време на възходящ икономически цикъл. През 2007 г. българските акции се търгуваха на P/S от 4 и P/EBITDA около 8-10. Тези стойности се дължаха, както на очакванията за силен растеж, така и на ниската ликвидност пазара, която позволи много от по-малките компании да отбележат силно поскъпване на акциите си. Графиките представят цената на акция според очакваните нива на EBITDA и на продажбите и според възстановяването на апетита към рискови активи, което да повиши съответните показатели P/EBITDA и P/S. С тези коефициенти, които са само част от възможните сценарии за развитие на компанията и на пазара, се получават значителен диапазон на цената при интерес от придобиване на бизнеса на Херти.



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Даваме **Неутрална** препоръка за акциите на Херти поради ниската ликвидност и риска на по-малките компании. Нашата едногодишна цел се базира на двата метода или е 1.33 лв. Целта може да се повиши значително при по-добри времена за пазара и световната икономика, но ние не виждаме условия за това през следващите две или три тримесечия.

## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	9М 2009	12М
<b>Продажби</b>	23 758	27 876	28 370	16 538	23 720
Продуктови разходи	20 173	23 473	22 759	12 478	18 256
Разходи за персонала	2 021	2 519	3 779	2 536	3 432
Нетен приход от финансова дейност	48	(201)	(429)	(79)	(312)
Други приходи и разходи	51	0	0	32	16
<b>ЕБИТДА</b>	1 663	1 683	1 403	1 477	1 736
Амортизация	852	986	1 394	1 119	1 481
<b>ЕБИТ</b>	811	697	9	358	255
Разходи за лихви	452	489	830	560	806
<b>Печалба преди данъци</b>	359	208	(821)	(202)	(551)
Разходи за данъци	0	16	(79)	0	(79)
<b>Печалба след данъци</b>	359	192	(742)	(202)	(472)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(742)	(202)	(472)
<b>Печалба на акция</b>	0.14	0.02	(0.06)	(0.02)	(0.04)

Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	9М 2009	12М
<b>Общо активи</b>	16 614	30 266	31 223	28 858	28 858
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	6 000	18 008	17 409	16 636	16 636
Дълготрайни материални активи	5 978	17 729	17 114	16 303	16 303
Инвестиции	14	219	221	269	269
<b>Текущи активи</b>	10 614	12 258	13 814	12 222	12 222
Запаси	3 721	4 025	3 957	3 459	3 459
Вземания	6 055	7 343	9 333	8 643	8 643
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	560	522	524	120	120
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	16 614	30 266	31 223	28 858	28 858
<b>Собствен капитал</b>	6 502	12 798	12 099	12 142	12 142
Основен капитал	2 500	12 000	12 014	12 014	12 014
Резерви	1 327	385	33	72	72
Печалба	2 675	413	52	56	56
<b>Задължения</b>	10 112	17 468	18 808	16 400	16 400
Нетекущи пасиви	683	1 039	819	848	848
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	511	3 190	4 864	4 976	4 976
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 548	7 245	6 228	6 071	6 071
Текущи пасиви	6 365	5 994	7 213	4 821	4 821
Други задължения	5	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	1 701	(981)	373	1 330	1 330

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2006	2007	2008	9М 2009	12М
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(742)	(202)	(472)
Амортизация	852	986	1 394	1 119	1 481
Промени в оборотния капитал	0	(2 682)	1 354	957	957
Други постъпления от оперативна дейност	(471)	947	(1 519)	(1 093)	(1 185)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	740	(557)	487	781	781
Покупка на дълготрайни активи	(946)	(5 522)	(878)	(93)	(93)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	(180)	0	50	50
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(946)	(5 702)	(878)	(43)	(43)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	43	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	1 204	5 990	1 493	(346)	(346)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(572)	231	(1 143)	(796)	(796)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	632	6 221	393	(1 142)	(1 142)
<b>Изменения на паричните средства</b>	426	(38)	2	(404)	(404)
Пар. средства в началото на периода	134	560	522	524	524
<b>Пар. средства в края на периода</b>	560	522	524	120	120
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.22	0.04	0.04	0.01	0.01
<b>Брой акции:</b>	2 500 000	12 000 000	12 014 000	12 014 000	12 014 001
<b>Цена в лв- края на периода:</b>	n/a	n/a	2.58	1.11	1.11
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>	n/a	n/a	30 996 120	13 335 540	13 335 541

Показатели	2006	2007	2008	9М 2009	12М
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	n/a	-41.77	-66.02	-28.25
Счетоводна стойност (BV)	n/a	n/a	1.01	1.01	1.01
Цена/смет. стойност (P/B)	n/a	n/a	2.56	1.10	1.10
Приходи на акция	n/a	n/a	2.36	1.38	1.97
Цена/Приходи (P/S)	n/a	n/a	1.09	0.81	0.56
Цена/Паричен поток	n/a	n/a	47.54	14.54	13.22
EV (в лева)	n/a	n/a	41 564	24 263	24 263
EV/Приходи	n/a	n/a	1.47	1.47	1.02
EV/ЕБИТДА	n/a	n/a	29.63	16.43	13.98
EV/ЕБИТ	n/a	n/a	4618.24	67.77	95.15
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.12	1.12
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.80	0.80
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.61	0.58	0.60	0.57	0.57
Interest coverage	1.79	1.43	0.01	0.64	0.32
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.18	0.33	0.47	0.48	0.48
Дълг/Собствен капитал	1.56	1.36	1.55	1.35	1.35
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.38	6.93	7.17	4.78	6.86
Days sales outstanding	92	95	118	188	131
Fixed asset turnover	3.96	1.55	1.63	0.99	1.43
Total asset turnover	1.43	0.92	0.91	0.57	0.82
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	1.5%	0.7%	-2.6%	-1.2%	-2.0%
ЕБИТДА норма	7.0%	6.0%	4.9%	8.9%	7.3%
Basic earning power	4.9%	2.3%	0.0%	1.2%	0.9%
Възвращаемост на активите	2.2%	0.6%	-2.4%	-0.7%	-1.6%
Възвращаемост на собствен капитал	5.5%	1.5%	-6.1%	-1.7%	-3.9%
Възвращаемост на инвестициите	4.7%	1.1%	-4.2%	-1.1%	-2.6%
<b>Информация за дивиденди</b>					
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Брой акции:</b>					
	2 500 000	12 000 000	12 014 000	12 014 000	12 014 001
<b>Цена в лв- края на периода:</b>					
	n/a	n/a	2.58	1.11	1.11
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	n/a	n/a	30 996 120	13 335 540	13 335 541

## За повече информация:

**Анализатор**  
Цветослав Чачев  
Тамара Бечева

**Телефон:**  
+359 2 810 00 23  
+359 2 810 07 23

**E-mail:**  
[tsachev@elana.net](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

**Интернет:**  
[www.elana.net](http://www.elana.net)  
[www.elana.net](http://www.elana.net)

Пояснения:

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) ЕЛАНА Трейдинг е страна по споразумение с емитента за изготвяне на настоящия анализ; (2) Независимо от т. 1, анализът е изготвен напълно независимо и обективно.

**Финансов интерес:** ЕЛАНА Трейдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трейдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компанията, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компанията, освен ако не е изрично споменато.

**Регулаторен орган:** Комисия за финансов надзор, София 1303, улица Шар Планина 33

**Разкриване на информация:** Положена е дължимата грижа, за да се подsigури точност на цитираните факти, надеждност на източниците на информация и ясно определяне на направените допускания, предвиждания, прогнози и очаквани цени в този документ. Препоръките се базират на публично достъпна информация, която се счита за благонадеждна, но за която не се поема отговорност за пълнотата и точността. Нито на ЕЛАНА Трейдинг, нито на служителите на компанията, трябва да се търси отговорност за използваната публично достъпна информация. Изразеното мнение в този документ може да се различава от оповестено виждане в други отдели и направления в ЕЛАНА Трейдинг или от други служители. Допълнителна информация по този документ е налична при поискване. Източниците на информация в таблиците и графиките в този документ са изчисления на ЕЛАНА Трейдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трейдинг предприема необходимите организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликти на интереси във връзка с изготвяните препоръки.

**Рискове за инвеститорите:** Информацията в този документ не трябва да се разглежда като предложение за покупки или продажби на финансови инструменти. Инвестиционните възможности, дискутирани в този документ, може да не са подходящи за определени инвеститори в зависимост от техните инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на цялостното им финансово състояние. Рисковете свързани с инвестиции във финансовите инструменти, споменати в този документ, не са обяснени в тяхната цялост. Цената или стойността на инвестициите може да се понижи или покачи. Ценните книжа или инвестициите може да доведат до загуби за инвеститора. Предходно постижение не е гаранция за бъдещо представяне. Промени във валутните курсове може да имат неблагоприятен ефект върху стойността, цената или дохода от инвестиции в ценни книжа.

**Методи за оценка:** Оценка на стойността на компанията са базирани на следните методи: съотношения (цена/печалба, цена/счетоводна стойност, стойност на предприятието/печалба без данъци, амортизация и лихви), историческа оценка, сравнение с конкуренти, дисконтиране (дисконтиране на парични потоци или дивиденди) и методи за оценка на активите. Оценка зависи от макроикономически фактори, включително лихвени проценти, валутни курсове, цени на суровини, очакванията за икономиката и за движенията на пазара. Тя е базирана на очаквания, които може да бъдат променени значително и без предупреждение, в зависимост от специфични фактори за компания, индустрия или държава. Поради това препоръките получени чрез тези модели може да бъдат своевременно променени. Прилагането на моделите зависи от прогнозите за редица икономически променливи и поради тази причина е налице диапазон на изменение в самия модел. Оценка, получена чрез модели, зависи от входящите данни, които от своя страна са базирани на субективното мнение на анализатор(и), отговорни за създаването й.

**Препоръки:** Препоръките от анализатор(и) са базирани на специфични фактори за компанията, сектора, страната и глобалното развитие, като са сравнени с пазарните индекси. Препоръките и мненията отговарят на очакванията на ЕЛАНА Трейдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трейдинг си запазва правото да изрази различно или противоречиво мнение и препоръка за различни времеви скали или различни типове инвеститори. Освен изрично оповестено, очакваното представяне за период от 12 месеца след публикуване на препоръката за български акции е следното:

---

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
------------------	---

---

<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
------------------	---

---

<b>Негативна</b>	Повече от 5% по-слабо представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
------------------	---

---

**Честота на препоръките:** Няма предварително разписания за публикуване на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.