

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	8 февруари 2010	1.69

## 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. В края на миналата година компанията получи сертификат по изискванията и стандарт на качеството ISO 9001:2008.

### Пазарна активност

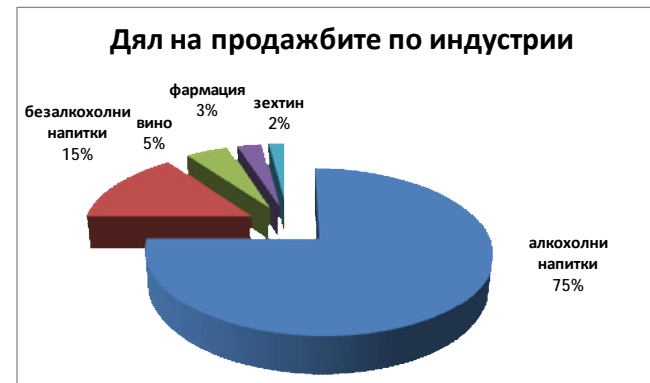
Акцията на Херти е сред слабо търгуваните книжа на фондовата борса. Публичното предлагане в началото на 2008 г. срещна значителни трудности по отношение на търсенето. Амбициозните планове за набиране на капитал и дори продажбата на съществуващи акции съвпаднаха с първия по-значим спад на фондовите борси 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 акция допринесе и за загубите по позицията, въпреки възстановяването на пазара. Въпреки това, търговската активност остана на обичайни нива през първото тримесечие на 2010 г., но април започна с повишение на цената при намалени обеми. Смятаме, че скокът до 2.00 лв. е неустойчив и очакваме акцията да се върне на нивото от 1.25 лв. Затова не виждаме причина цената да продължи да пада, но и все още няма признаци за начало на траен възход.

### Показатели за оценка

Enterprise Value	34 082 000	<u>Рентабилност и растеж</u>	
Доход от дивиденди	-	Възвръщаемост на капитала	-
Текущ P/E (ttm)	-	Възвръщаемост на собст. капитал	-
Прогнозиран P/E (2010)	-	Възвръщаемост на активите	-
PEG Ratio (5yr expected)	-	EBITDA Margin	8.8%
Цена/Продажби (ttm)	1.00	Норма на Нетна печалба	-
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.98	Ръст на приходите	31%
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.42	Ръст на печалбата на акция	-
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	16.22	Ръст на капитала	0%
		Ръст на активите	0.3%

## 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 Асоциацията на производителите на безалкохолни напитки в България, кризата е оказала сериозно влияние върху поведението на българския потребител и спадът ще се запази и през първата половина на 2010 г.

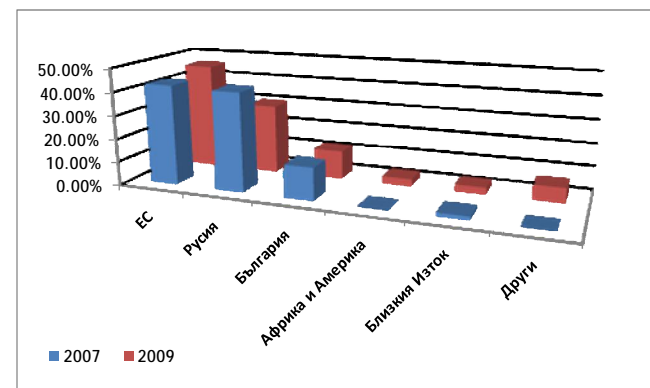


Източник: Херти

Въпреки, че цените на безалкохолните напитки като цяло се запазват на равнището от 2008 г., 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. Ръстът на приходите през първото тримесечие се основаваше на възстановеното търсене от съществуващи клиенти. Ръстът на световната икономика поддържа консумацията на напитки и очакваме, че Херти ще продължи да представя по-добри резултати по отношение на продажбите. 20% от увеличението се дължи на доставки за нови клиенти.

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.

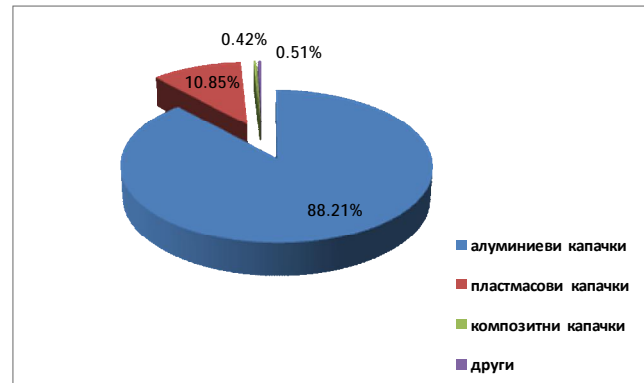
Продажбите в Русия и България намаляха през първото тримесечие. Приходите от износ за ЕС скочиха с 24%, докато продажбите към други държави се увеличиха с 6%.



Източник: Херти

Резултатите за първото тримесечие потвърждават очакванията ни, че дъщерните дружества във Франция и Великобритания ще допринесат за навлизане на двата пазара. Херти също така навлиза и на други пазари в Европа – компанията изнася алуминиеви капачки за вино за Германия и Австрия.

Продажбите на алуминиеви капачки останаха най-големият продукт сегмент на Херти с 88% от приходите. Въпреки това, делът на алуминиевите капачки намалява в сравнение с бързия ръст на пластмасови капачки, който представлява 10% от общите приходи за първото тримесечие. В допълнение, износет на вино в бутилки с пластмасови капачки за Русия се сблъска с някои трудности през 2009 г. Продължаващия спад на износа за Русия предполага, че пазарът се свива по отношение на вътрешното търсене.



## Разходи

Цената на алуминия е свързана с продажбите и печалбата на Херти, тъй като суровината заема основна част от производствените разходи с 51% дял и е определяща за крайната цена на продукцията. Цената на метала нараства постоянно през последната година, като надхвърли 2 000 долара за тон на борсата в Лондон в началото на годината. Цената остана почти без промяна през първото тримесечие, но скочи отново в началото на април. Повишението се дължи на оптимистичните очаквания на пазарите за глобалния икономически растеж. Възстановяването на цената изпреварва подобреното в индустрията и в производството на автомобили, които са основните консуматори на алуминий. Поевтиняването на електрическата енергия по света и особено в Китай също допринася за по-бавните темпове на растеж на цената на алуминия.



Източник: Блумбърг

## Сертификати за качество

Херти стартира процедура за сертифициране на компанията по Глобалния стандарт за опаковане и опаковъчни материали BRC/IOP, която завърши успешно като предстои връчването на сертификата. 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. Сертификатът 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“. Големите акционери продължиха да продават малък брой акции през първото тримесечие на 2010 г. и фрий-флоутът нарасна до 0.28%. Въпреки това, той остана твърде нисък, за да има ликвидна търговия и за българските стандарти.



Към 31 март 2010 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 задлъжнялост на Херти.

Ликвидност	2006	2007	2008	2009	1Q 2010
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.09
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	0.78

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 задлъжнялостта. От 2007 г. се наблюдава подобряване на показателите за бърза и текуща ликвидност, въпреки лекото нарастване на задълженията на компанията от тогава. Промяната през първото тримесечие беше незначителна, въпреки голямото увеличение на приходите на годишна база. Управлението на компанията и спецификата на дейността ѝ създават предпоставки за работа при стабилен баланс между текущите активи и пасиви. Подобреното на коефициентите на годишна база се дължи на намалението на задлъжнялостта на компанията, а не на влошаване на дейността ѝ.

Дълг	2006	2007	2008	2009	1Q 2010
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.5%	56.7%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	19.1%	18.4%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	35.3%	33.9%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	13.4%	4.5%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.63	0.84

Задлъжнялостта на компанията, с която се финансира инвестиционната програма на Херти, нараства през 2007 г. и 2008 г. Дългосрочният коефициент дълг към собствен капитал намалява до 34% в последния неконсолидиран отчет, тъй като не се направени нови инвестиции.

Това се променя през изминалата година, тъй като не са правени нови инвестиции. В същото време не се наблюдава притеснително увеличение на краткосрочните дългове на дружеството, с които да се покрият забавени плащания от страна на клиентите. Още повече, ръстът на активите през последното тримесечие се отразява в по-високи приходи и допринася за намаляването на съотношението дълг към активи. Съотношението дълг към собствен капитал на Херти е по-високо, отколкото средното за българските индустриални компании. Нивото на задълженията е сериозно препятствие за компании с ниски печалби и с планове за инвестиции по време на кредитна криза. Херти подобри възможността да обслужва дълга си през първото тримесечие на 2010 г. Печалбата преди лихви и данъци все още е по-ниска от лихвените разходи, но разликата намалява.

Компанията не набира капитал през 2009 г., но изплаща една част от дългосрочните си задължения. Дори напротив, краткосрочният банков дълг намалява в баланса през 2009 г., тъй като компанията погасява изтичащите си заеми.

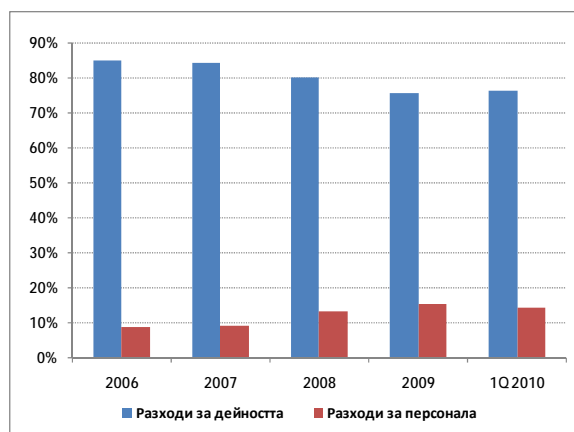
## Финансов анализ

Разходите за продадени стоки като процент от общите приходи останаха без промяна през тримесечието, въпреки високите цени на алуминия. Това се засилва най-вече през 2008 и 2009 г., като може да се очаква компенсирани на част от спада на съотношението на продуктовете разходи при възстановяване на глобалната икономика през следващите три години.

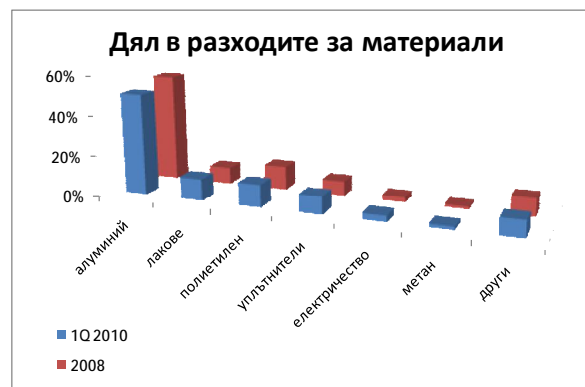
Въпреки това, оптимизирането на дейността на компанията и въвеждането в експлоатация на ново оборудване през последните няколко години ще запази понисък дела на разходите за дейността спрямо продажбите от средното за периода 2006-2009 г., но едва ли ще продължат да намаляват. Не очакваме намаление на коефициента.

Алуминият запазва основен дял в разходите за материали на Херти. Съотношението му в общите разходи не се променя през миналата година, като суровината заема 55% от разходите за материали, но през първото тримесечие на годината намалява до 51%. По-значително изменение има в дяловете на останалите категории разходи. Компанията не промени цените на продукцията си през тримесечието, тъй като изменението в цената на алуминия беше слабо. Херти планира да повиши цените през май, следвайки волатилните цени на ресурсите. Въпреки това, по-високите цени на продукцията подобряват доходността и смекчават инфлационния натиск.

През 2009 г. се наблюдава значително покачване на разходите за работна заплата и осигуровки спрямо приходите на дружеството. Основната причина е намалението на продажбите с над 27% спрямо 2008 г. Политиката на Херти към персонала е да се избягват съкращения на



Източник: Херти



Източник: Херти

служители, като намалението на броя им се дължи на доброволно напусналите или пенсионираните работници. По този начин компанията запазва специализирания си персонал. При възстановяване на растежа на продажбите може да се очаква значително намаление на дела на разходите за работна заплата до 10% от приходите. През първото тримесечие те намаляха с около 1%.

### Прогноза

Свиването на потреблението на напитки в глобален мащаб имаше негативно отражение върху приходите от продажби през 2009 г. това ще се промени през 2010 г. и компанията вече печели от по-добрата конюнктура.

Въпреки това, нормата на EBITDA не беше повлияна от растящите разходи за алуминий миналата година, след като те се пренесоха върху цената на крайния продукт. Още повече, мерките по свиване на разходите през годината успяха да подобрят нормата на EBITDA. Неконсолидираният отчет за 2009 г. показва повишение на маржина до 8.9%, но през първото тримесечие на 2010 г. показателят се покачи, достигайки 9.3%. По-добрите приходи и норма на печалба засега ще имат положително влияние върху прогнозите ни за дисконтираните парични потоци.

хил. лв.	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Продажби	23 638	27 783	30 965	22 529	27 035	32 442	37 308
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-27.24%	20.00%	20.00%	15.00%
EBITDA	1 564	1 613	2 030	2 006	2 501	2 920	3 171
<i>EBITDA margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	9.25%	9.00%	8.50%
EBIT	712	599	573	499	1 001	1 420	1 671
<i>EBIT margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	3.70%	4.38%	4.48%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	-	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	-	-	-

### 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)
2.00	24 028 000	BGN 1.00 – BGN 3.10	135
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	-16.01%	8.01%	11.84%

## 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. Последното повишение на цената на 2.00 лв. се отрази в чувствително по-високи коефициенти. P/B и P/S са около и под средното за български компании в началото на 2010 г. Подобрение има и при коефициентът EV/EBITDA, но той остава по-висок спрямо водещите български акции. Въпреки това, очакваме EV/EBITDA постепенно да се подобри, следвайки повишаващите се приходи и вече започналото свиване на банковите заеми на Херти.

Още повече, цената на акцията може лесно да се върне на 1.20 лв., което ще подобри всички коефициенти до нива, които не сме виждали през последната година и половина.

Коефициенти за оценка	2008	2009	1Q '10
Цена/Печалба (P/E)	-41.77	-47.64	-85.00
Счетоводна стойност (BV)	1.01	1.01	1.01
Цена/смет. стойност (P/B)	2.56	1.14	1.98
Приходи на акция	2.36	1.88	2.00
Цена/Приходи (P/S)	1.09	0.61	1.00
EV (в хил. лева)	41 564	23 906	34 955
EV/Приходи	1.47	1.06	1.46
EV/EBITDA	29.63	11.92	16.64

\*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. Сравнявайки с предишните оценки, включихме по-голям брой европейски компании в сравнението.

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Източна Европа	90.00	1.00	0.81	12.76
Западна Европа	24.91	1.35	0.58	8.26
Коефициенти общо	50.48	1.27	0.66	9.63

Източник: Bloomberg

Пазарите в Източна Европа имат по-високи средни стойности на показателите в сравнение с компаниите в Западна Европа. Изчисляването на показателя P/E не включва постигнатите загуби от компаниите през последните 12 отчетни месеца, като голям процент от фирмите в Източна Европа работят на загуба. Това на практика води до занижаване на стойността на показателя, тъй като при изчисляване чрез съвкупния финансов резултат разделен на сумата на пазарната капитализация на компаниите ще се получи много по-висок P/E от

средното.

EV/EBITDA също отчита много голяма разлика, която се дължи, както на влошаването на финансовия резултат, така и на растящата задлъжнялост на фирмите. Това се дължи на влошена печалба, както и на нарастващи задължения на компаниите във възникващите пазари в Европа. В сравнение с предишния ни анализ, вече е включен по-голям брой европейски компании, за да има по-добра представителност на оценката.

Средните показатели за оценка се променят слабо през изминалото тримесечие, като най-голямо изменение има P/E във възходяща посока за компаниите в Източна Европа, но в същото време EV/EBITDA се увеличава поради растящите цени на акциите на повечето компании. Разликата между коефициентите в Западна и Източна Европа е значителна. Предпочитаме по-консервативна оценка и използваме средното за всички компании в сектора.

### **Сравнителна оценка - конкуренти**

Загубата за 2009 г. е причина да не се сравнява Херти по показателя P/E. EV/EBITDA е най-добрият индикатор за оценка, защото включва целия резултат, който генерира компанията. Само един коефициент на конкурентите намалява след промяната на групата, която направихме. Средното съотношение цена към счетоводна стойност падна от 1.40 лв. на 1.27 лв.. Не променихме теглото на отделните коефициенти. Цената на акция се покачи до 1.17 лв. от 1.07 лв. при предишната оценка.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/B	1.27	1.28	35%
P/S	0.66	1.32	35%
EV/EBITDA	9.63	0.85	30%
<b>Цена (лв.)</b>			<b>1.17</b>

Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

### **Дисконтирани парични потоци**

Дисконтирането на паричните потоци дава по-добра картина за цената, защото включва дългосрочното развитие на фирмата, нещо което не може да се даде от P/E или EV/EBITDA. По-добрият резултат през първото тримесечие на 2010 г. и очакванията за по-високи цени на капачките имаха незначително влияние върху модела. Очакванията за по-високи приходи се базират на възстановеното търсене през януари. Преразгледахме нормата на ръст за следващите няколко години и я повишихме от 15% на 20%. Известна волатилност на тримесечна база е възможна, но причините ще са по-скоро сезонни, отколкото икономически. Още повече, ръстът на Херти е базиран и на очаквания за навлизане на нови пазари.

Икономическата волатилност и динамичното развитие на Херти ще е причина за голямо изменение на годишна база на EBIT. Освен това залагаме доста консервативни проценти на растеж. Прогнозираният дългосрочен растеж е 3%, а средно-претеглената цена на капитала 10%. Представен е анализ на чувствителността към дългосрочния растеж и цената на капитала. Цената на акция е между 0.93 лв. и 4.37 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.69 лв. Изменението е значително в сравнение с предходния анализ – 38%.



Херти											Terminal
BGN'000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Year
ЕБИТ	1 014	1 135	1 306	1 694	1 863	2 515	2 666	2 773	3 157	3 267	3 365
ЕБИТ(1-Т)	912	1 022	1 175	1 524	1 677	2 264	2 400	2 496	2 841	2 941	3 029
Add: D&A	1 487	1 784	2 052	2 117	2 329	2 012	2 133	2 218	2 009	2 079	2 142
Less: Investments	125	1 784	2 052	2 117	2 329	1 006	1 333	1 664	2 009	2 079	2 142
Less: Change NWC	-777	27	24	25	21	19	15	11	10	10	9
FCF	3 051	995	1 151	1 499	1 656	3 251	3 184	3 039	2 831	2 931	3 020
PV FCF	2 774	822	865	1 024	1 028	1 835	1 634	1 418	1 201	1 130	
Sum of PV FCF	13 731										
PV of Continuing Value	16 632										
Total PV Free Cash Flows	30 362										
Less: Outstanding Debt	10 236										
Plus: Financial Assets	182										
PV of Equity	20 308										
Брой акции	12 014										
Price Per share	1.69										
			WACC								
				SA	Growth Rate						
				8.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
				9.0%	2.06	2.35	2.75	3.36	4.37		
				10.0%	1.67	1.87	2.13	2.50	3.06		
				11.0%	1.36	1.51	1.69	1.94	2.28		
				12.0%	1.12	1.23	1.36	1.53	1.75		
					0.93	1.01	1.10	1.22	1.38		

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Оценка

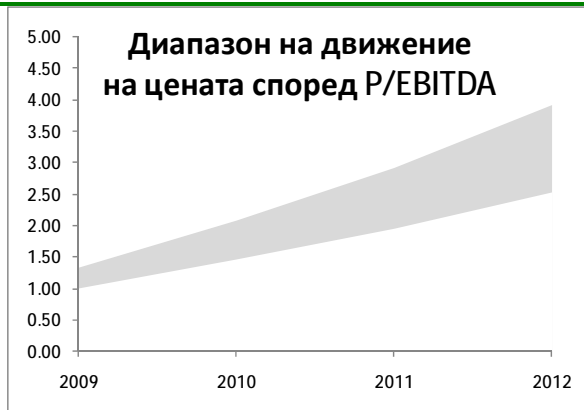
Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.43 лв. в сравнение с 1.14 лв. от предишния анализ. Това е по-ниско от последната пазарна цена, но е над средните стойности от началото на годината. Разликата между двата метода се увеличава, тъй като дисконтирането на паричните потоци оценява подобряването на перспективите за растеж.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.17	50%
DCF	1.69	50%
Цена (лв.)		1.43

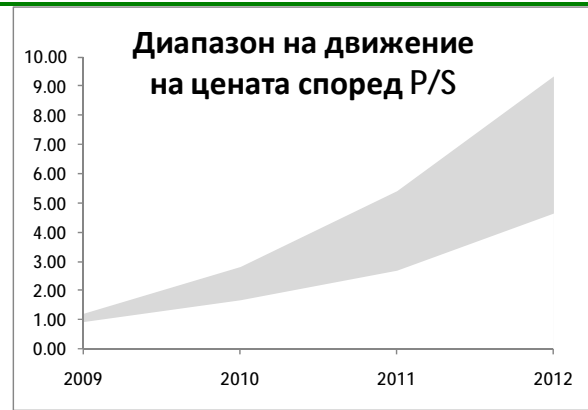
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Препоръка и ценова цел

Алтернативен подход при определяне на ценовите цели и очакванията за движението на цената на акцията през следващите години е сравнението на показател като ЕБИТДА 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/ЕБИТДА 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 ЕБИТДА и на продажбите и според възстановяването на апетита към рискови активи, което да повиши съответните показатели P/ЕБИТДА 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. Все пак трябва да се има предвид, че апетитът към рискови активи е много нисък в България и съотношение цена/печалба от 3 или 4 изглежда малко вероятно през следващите две години.



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 дисконтираните парични потоци или 1.69 лв. Цената вече отразява ефектите от глобалното икономическо възстановяване и покачването на продажбите на компанията от началото на тази година. При текущия интерес към акциите на компании с малка пазарна капитализация едва ли може да се говори за съществено подобрене на търговията и ново покачване на акциите в рамките на следващите две тримесечия.

## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009
<b>Продажби</b>	23 758	27 876	28 370	22 529
Продуктови разходи	20 173	23 473	22 759	17 051
Разходи за персонала	2 021	2 519	3 779	3 419
Нетен приход от финансова дейност	48	(201)	(429)	(53)
Други приходи и разходи	51	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 663	1 683	1 403	2 006
Амортизация	852	986	1 394	1 507
<b>ЕБИТ</b>	811	697	9	499
Разходи за лихви	452	489	830	789
<b>Печалба преди данъци</b>	359	208	(821)	(290)
Разходи за данъци	0	16	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	359	192	(821)	(290)
Миноритарен дял	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)
<b>Печалба на акция</b>	0.14	0.02	(0.07)	(0.02)

Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009
<b>Общо активи</b>	16 614	30 266	31 223	28 621
Невнесен капитал	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	6 000	18 008	17 409	16 544
Дълготрайни материални активи	5 978	17 729	17 114	16 206
Инвестиции	14	219	221	279
<b>Текущи активи</b>	10 614	12 258	13 814	12 077
Запаси	3 721	4 025	3 957	3 276
Вземания	6 055	7 343	9 333	8 542
Финансови активи	0	0	0	0
Парични средства в брой	560	522	524	259
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	16 614	30 266	31 223	28 621
<b>Собствен капитал</b>	6 502	12 798	12 099	12 134
Основен капитал	2 500	12 000	12 014	12 014
Резерви	1 327	385	33	354
Печалба	2 675	413	52	-234
<b>Задължения</b>	10 112	17 468	18 808	16 171
Нетекущи пасиви	683	1 039	819	1 038
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	511	3 190	4 864	4 284
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 548	7 245	6 228	6 065
Текущи пасиви	6 365	5 994	7 213	5 100
Други задължения	5	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	1 701	(981)	373	912

Отчет за паричните потоци (в хил. лв)	2006	2007	2008	2009
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)
Амортизация	852	986	1 394	1 507
Промени в оборотния капитал	0	(2 682)	1 354	539
Други постъпления от оперативна дейност	(471)	947	(1 440)	(365)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	740	(557)	487	1 391
Покупка на дълготрайни активи	(946)	(5 522)	(878)	(113)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	(180)	0	42
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(946)	(5 702)	(878)	(71)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	43	0
Постъпления/Плащания от заеми	1 204	5 990	1 493	(512)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(572)	231	(1 143)	(1 073)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	632	6 221	393	(1 585)
<b>Изменения на паричните средства</b>	426	(38)	2	(265)
Пар. средства в началото на периода	134	560	522	524
<b>Пар. средства в края на периода</b>	560	522	524	259
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.22	0.04	0.04	0.02

Показатели	2006	2007	2008	2009
<b>Коефициенти за оценка</b>				
Цена/Печалба (P/E)	n/a	n/a	-37.75	-47.64
Счетоводна стойност (BV)	n/a	n/a	1.01	1.01
Цена/счет. стойност (P/B)	n/a	n/a	2.56	1.14
Приходи на акция	n/a	n/a	2.36	1.88
Цена/Приходи (P/S)	n/a	n/a	1.09	0.61
Цена/Паричен поток	n/a	n/a	54.09	11.35
EV (в хил. лева)	n/a	n/a	41 564	23 906
EV/Приходи	n/a	n/a	1.47	1.06
EV/EBITDA	n/a	n/a	29.62	11.92
EV/EBIT	n/a	n/a	4618.18	47.91
<b>Ликвидност</b>				
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79
<b>Дълг</b>				
Дълг към активи	0.61	0.58	0.60	0.57
Interest coverage	1.79	1.43	0.01	0.63
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.18	0.33	0.47	0.44
Дълг/Собствен капитал	1.56	1.36	1.55	1.33
<b>Активи</b>				
Inventory turnover	6.38	6.93	7.17	6.88
Days sales outstanding	92	95	118	136
Fixed asset turnover	3.96	1.55	1.63	1.36
Total asset turnover	1.43	0.92	0.91	0.79
<b>Рентабилност</b>				
Норма на печалба	1.5%	0.7%	-2.9%	-1.3%
EBITDA норма	7.0%	6.0%	4.9%	8.9%
Basic earning power	4.9%	2.3%	0.0%	1.7%
Възвращаемост на активите	2.2%	0.6%	-2.6%	-1.0%
Възвращаемост на собствен капитал	5.5%	1.5%	-6.8%	-2.4%
Възвращаемост на инвестициите	4.7%	1.1%	-4.6%	-1.7%
<b>Информация за дивиденди</b>				
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Брой акции:</b>	<b>2 500 000</b>	<b>12 000 000</b>	<b>12 013 797</b>	<b>12 013 797</b>
<b>Цена в лв- края на периода:</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>2.58</b>	<b>1.15</b>
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>30 995 596</b>	<b>13 815 867</b>

**За повече информация:**

**Анализатор**  
**Цветослав Цачев**  
**Тамара Бечева**

**Телефон:**  
 +359 2 810 00 23  
 +359 2 810 00 27

**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 подсигури 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:** Оценките 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. Оценката 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. Оценката, получена чрез модели, зависи от входящите данни, които от своя страна са базирани на субективното мнение на анализатор(и), отговорни за създаването ѝ.

**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:

---

**Позитивна** Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

---

**Неутрална** Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40

---

**Негативна** 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.