

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	20 май 2010	1.72

## 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 преоценка на рисковете от глобалните капиталови пазари. Поради тази причина и акцията на Херти започна да поевтинява още от първите сделки.

Търговията с акциите на Херти намаля значително през второто тримесечие, в съответствие със спада на оборотите и на цените на БФБ. Поскъпването на акцията до 2 лв. е следствие именно на ниската ликвидност. Все още няма признаци за начало на трайно поскъпване на акцията, въпреки краткото възстановяване на борсата през август.

### Показатели за оценка

Enterprise Value	34 082 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2010)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	1.00
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.98
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.41
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	16.44

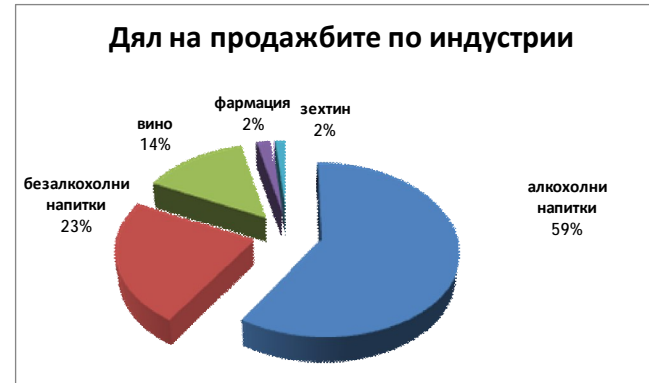
### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	8.6%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	14%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	0%
Ръст на активите	1.4%

## Продажби

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на алкохолни напитки. През 2010 г. има съществена промяна в структурата на продажбите по индустрии, като делът на безалкохолните напитки се увеличава до 23%.

Асоциацията на производителите на безалкохолни напитки в България отчита слабо нарастване на потреблението им през второто тримесечие на годината спрямо първото, но все още остава значително под продажбите през 2009 г. Кризата е оказала сериозно влияние върху поведението на българския потребител, като асоциацията очаква слаб растеж към края на годината.



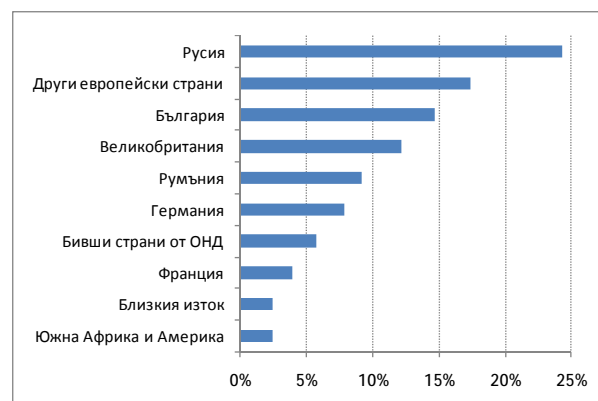
Източник: Херти

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 отчита нарастване на търсенето на капачки от винарската индустрия, като се очаква това да продължи. Винопроизводителите преминават все по-активно към винтови капачки за сметка на по-скъпия корк.

Ръстът на приходите през първото полугодие 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/ след създаването на дъщерните дружества, през които се осъществяват около 25% от продажбите на компанията. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия.

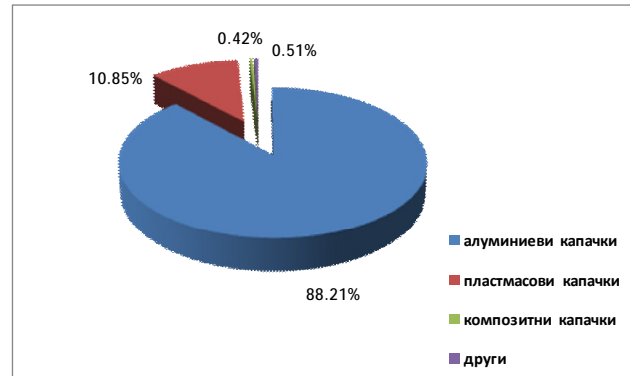


Източник: Херти

Резултатите за първото полугодие потвърждават очакванията, 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 останали най-големият продукт сегмент на Херти с 86% от приходите. Въпреки това, делът на алуминиевите капачки намалява поради бързия ръст на пластмасовите, които са се увеличили с 64% на годишна база. Пластмасовите капачки представляват 10.8% от приходите от продукцията през първото полугодие.

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

Алуминият увеличава дела си в разходите за материали на Херти, като за първото полугодие достига 54%. Металът е определящ за крайната цена на продукцията. Спадът на цената му през второто тримесечие може да окаже краткотраен положителен ефект върху представянето на компанията, но новото му поскъпване през юли ще постави под натиск резултатите на Херти.

Последният ръст на цената съвпада с растящите притеснения за навлизане в нова рецесия на американската икономика. Това означава, че на пазара има други позитивни фактори освен очакванията за глобален растеж и може да доведе до продължаване на ръста на алуминия при възстановяване на икономиките на САЩ и Европа.



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. Сертификацията 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 30 юни 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, която 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	1Н 2010
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.08
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	0.76

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 полугодие е малка, въпреки голямото увеличение на приходите на годишна база. Коефициентът на бърза ликвидност намалява, което се дължи на увеличението на текущите пасиви, но изменението му е слабо и показателят остава над средното за последните години. Управлението на компанията и спецификата на дейността ѝ създават предпоставки за работа при стабилен баланс между текущите активи и пасиви.

Дълг	2006	2007	2008	2009	1Н 2010
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.5%	57.3%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	19.1%	17.8%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	35.3%	32.3%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	13.4%	10.6%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.63	0.81

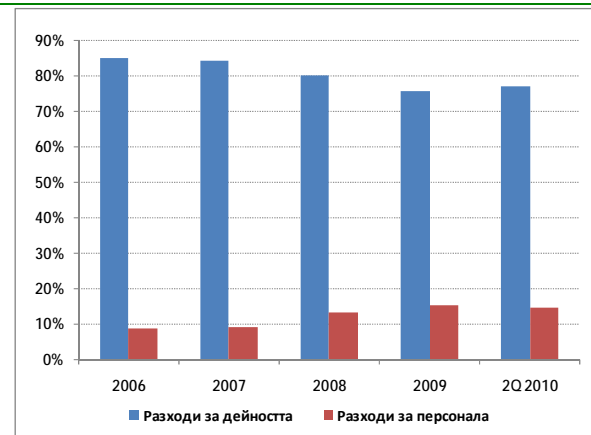
Задлъжнялостта на компанията, с която се финансира инвестиционната програма на Херти, нараства през 2007 г. и 2008 г., след което започва да намалява. Дългосрочният дълг към собствения капитал намалява до 32% в последния неконсолидиран отчет, тъй като не са

направени нови инвестиции, а срочността на задълженията постепенно намалява. Повишаването на краткосрочния дълг поддържа нивото на задълженията на 57% от активите, но като цяло промените в задлъжнялостта са малки.

Нивото на задълженията е сериозно препятствие за компании с ниски печалби и с планове за инвестиции по време на кредитна криза. Херти подобрява възможността си да обслужва задълженията си през първото полугодие на 2010 г. Печалбата преди лихви и данъци все още е по-ниска от лихвените разходи.

## Финансов анализ

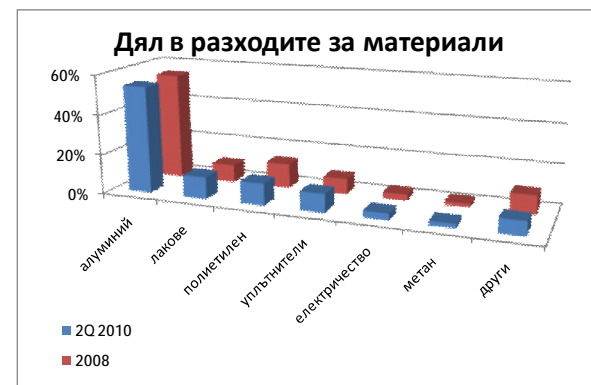
Разходите за продадени стоки като процент от общите приходи нараснаха слабо през тримесечието, поради високите цени на алуминия. Повишаване на цените на продукцията ще доведе до задържане на разходите на ниско ниво, но възстановяването на глобалната икономика ще задържа ценовия натиск върху суровините. 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 2006-2008 г. Не очакваме намаление на коефициента.



Източник: Херти

Алуминият запазва основен дял в разходите за материали на Херти. Съотношението му в общите разходи не се променя, като суровината заема 54% от разходите за материали. Намалението на дела на метала в разходите през първото тримесечие се оказва краткосрочно. Промените в останалите категории разходи също зависят от изменението в продуктовата структура на Херти през миналата година.

Динамиката в изменението на цените на алуминия принуждава компанията да увеличи и цените на крайната си продукция, като в момента Херти води разговори с търговските си партньори.



Източник: Херти

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 служители, като намалението на броя им се дължи на доброволно напусналите или пенсионирани работници. По този начин компанията запазва специализирания си персонал. При възстановяване на растежа на продажбите може да се очаква 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. 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%, което се задържа и през първата половина на 2010 г. 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%
ЕБИТ	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 цена/печалба. 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 средата на 2010 г. Коефициентът EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции. Въпреки това, очакваме EV/EBITDA постепенно да се подобри, следвайки повишаващите се приходи и поради вероятността от повишение на цените на крайната продукция.

При спад на цената на акцията до ниво от 1.20 лв. ще има подобрене на всички коефициенти до най-ниски нива през последната година и половина.

Коефициенти за оценка	2008	2009	2Q '10
Цена/Печалба (P/E)	-41.77	-47.64	-72.00
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	34 082
EV/Приходи	1.47	1.06	1.41
EV/EBITDA	29.63	11.92	16.44

\*Изчисления: ЕЛЕНА 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	164.14	1.23	0.77	11.24
Западна Европа	22.80	1.41	0.60	6.47
Коефициенти общо	77.24	1.30	0.66	7.71

Източник: Bloomberg

Пазарите в Източна Европа имат по-високи средни стойности на показателите в сравнение с компаниите в Западна Европа. През изминалото тримесечие се наблюдаваше само една съществена промяна в показателите за оценка на компаниите от Западна Европа. EV/EBITDA намалю, докато останалите показатели не претърпяха изменение. Включването на повече компании от Източна Европа доведе до промени в средните показатели за региона.

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 финансовия 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 задължнялост на фирмите. Показателят е подобър индикатор за възвръщаемостта и цената на компаниите, като той се влияе от слабите печалби и нарастващи задължения на компаниите.

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. Средната му стойност намалява значително в сравнение с извадката от компании, които използват в предишния анализ. Това води и до промяната в оценката на Херти, като среднопретеглената цена на акция е 1.08 лв. в сравнение с 1.17 лв. при предишния анализ.

Не променихме теглото на отделните коефициенти.

Multiples	Value	Price	Weight
P/B	1.30	1.31	35%
P/S	0.66	1.33	35%
EV/EBITDA	7.71	0.51	30%
Price (BGN)			1.08

Изчисления: ЕЛАНА 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-добрите продажби през първото полугодие на 2010 г. не успяват все още да покрият очакванията ни за финансовите резултати за цялата година. Това може да се промени при повишаване на цените на продукцията на Херти. Поради тази причина запазваме прогнозата за нарастване на приходите с 20% през 2010 г. Известна воалтилност на тримесечна база е възможна, но причините ще са по-скоро сезонни, отколкото икономически. Още повече, че ръстът на Херти е базиран и на очаквания за развитието на новите пазари.

Икономическата волатилност и динамичното развитие на Херти ще е причина за голямо изменение на годишна база на EBIT (печалбата преди лихви и данъци). 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 0.96 лв. и 4.40 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.72 лв., като увеличението се дължи на намалената задължнялост на компанията.

---



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	9 888										
Plus: Financial Assets	207										
PV of Equity	20 681										
Брой акции	12 014										
Price Per share	1.72										
			WACC								
				SA	Growth Rate						
				8.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
				9.0%	1.70	1.90	2.16	2.54	3.09		
				10.0%	1.40	1.54	1.72	1.97	2.31		
				11.0%	1.15	1.26	1.39	1.56	1.79		
				12.0%	0.96	1.04	1.13	1.26	1.41		

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Оценка

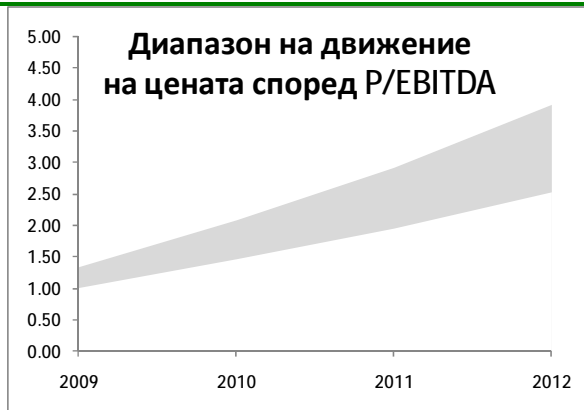
Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.40 лв. в сравнение с 1.43 лв. от предишния анализ. Това е по-ниско от последната пазарна цена, но е над средните стойности от началото на годината. Разликата между двата метода се увеличава, тъй като дисконтирането на паричните потоци оценява подобряването на перспективите за растеж.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.08	50%
DCF	1.72	50%
Цена (лв.)		1.40

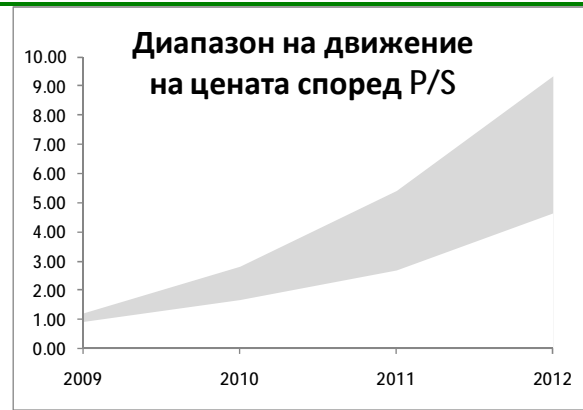
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## 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 1.72 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 подобрение на търговията и ново покачване на акциите до края на годината.

## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	1Н 2010
<b>Продажби</b>	23 758	27 876	28 370	22 529	12 430
Продуктови разходи	20 173	23 473	22 759	17 051	9 589
Разходи за персонала	2 021	2 519	3 779	3 419	1 794
Нетен приход от финансова дейност	48	(201)	(429)	(53)	63
Други приходи и разходи	51	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 663	1 683	1 403	2 006	1 110
Амортизация	852	986	1 394	1 507	792
<b>ЕБИТ</b>	811	697	9	499	318
Разходи за лихви	452	489	830	789	392
<b>Печалба преди данъци</b>	359	208	(821)	(290)	(74)
Разходи за данъци	0	16	0	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	359	192	(821)	(290)	(74)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)	(74)
<b>Печалба на акция</b>	0.14	0.02	(0.07)	(0.02)	(0.01)

Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	1Н 2010
<b>Общо активи</b>	16 614	30 266	31 223	28 621	29 048
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	6 000	18 008	17 409	16 544	16 060
Дълготрайни материални активи	5 978	17 729	17 114	16 206	15 773
Инвестиции	14	219	221	279	279
<b>Текущи активи</b>	10 614	12 258	13 814	12 077	12 988
Запаси	3 721	4 025	3 957	3 276	3 807
Вземания	6 055	7 343	9 333	8 542	8 974
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	560	522	524	259	207
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	16 614	30 266	31 223	28 621	29 048
<b>Собствен капитал</b>	6 502	12 798	12 099	12 134	12 078
Основен капитал	2 500	12 000	12 014	12 014	12 014
Резерви	1 327	385	33	354	284
Печалба	2 675	413	52	-234	-220
<b>Задължения</b>	10 112	17 468	18 808	16 171	16 654
Нетекущи пасиви	683	1 039	819	1 038	1 004
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	511	3 190	4 864	4 284	3 901
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 548	7 245	6 228	6 065	5 987
Текущи пасиви	6 365	5 994	7 213	5 100	6 078
Други задължения	5	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	1 701	(981)	373	912	923

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	1Н 2010
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)	(74)
Амортизация	852	986	1 394	1 507	792
Промени в оборотния капитал	0	(2 682)	1 354	539	550
Други постъпления от оперативна дейност	(471)	947	(1 440)	(365)	(224)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	740	(557)	487	1 391	1 044
Покупка на дълготрайни активи	(946)	(5 522)	(878)	(113)	(252)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	(180)	0	42	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(946)	(5 702)	(878)	(71)	(252)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	43	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	1 204	5 990	1 493	(512)	(974)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(572)	231	(1 143)	(1 073)	130
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	632	6 221	393	(1 585)	(844)
<b>Изменения на паричните средства</b>	426	(38)	2	(265)	(52)
Пар. средства в началото на периода	134	560	522	524	259
<b>Пар. средства в края на периода</b>	560	522	524	259	207
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.22	0.04	0.04	0.02	0.02

Показатели	2006	2007	2008	2009	12М
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	n/a	-37.75	-47.64	-72.37
Счетоводна стойност (BV)	n/a	n/a	1.01	1.01	1.01
Цена/смет. стойност (P/B)	n/a	n/a	2.56	1.14	1.98
Приходи на акция	n/a	n/a	2.36	1.88	2.00
Цена/Приходи (P/S)	n/a	n/a	1.09	0.61	1.00
Цена/Паричен поток	n/a	n/a	54.09	11.35	19.63
EV (в хил. лева)	n/a	n/a	41 564	23 906	34 082
EV/Приходи	n/a	n/a	1.47	1.06	1.41
EV/ЕБИТДА	n/a	n/a	29.62	11.92	16.44
EV/ЕБИТ	n/a	n/a	4618.18	47.91	65.92
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.09
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	0.78
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.61	0.58	0.60	0.57	0.57
Interest coverage	1.79	1.43	0.01	0.63	0.61
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.18	0.33	0.47	0.44	0.42
Дълг/Собствен капитал	1.56	1.36	1.55	1.33	1.34
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.38	6.93	7.17	6.88	6.84
Days sales outstanding	92	95	118	136	131
Fixed asset turnover	3.96	1.55	1.63	1.36	1.48
Total asset turnover	1.43	0.92	0.91	0.79	0.84
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	1.5%	0.7%	-2.9%	-1.3%	-1.4%
ЕБИТДА норма	7.0%	6.0%	4.9%	8.9%	8.6%
Basic earning power	4.9%	2.3%	0.0%	1.7%	1.8%
Възвращаемост на активите	2.2%	0.6%	-2.6%	-1.0%	-1.2%
Възвращаемост на собствен капитал	5.5%	1.5%	-6.8%	-2.4%	-2.7%
Възвращаемост на инвестициите	4.7%	1.1%	-4.6%	-1.7%	-1.9%
<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	12 013 797	12 013 797	12 014 001
<b>Цена в лв- края на периода:</b>					
	n/a	n/a	2.58	1.15	2.00
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	n/a	n/a	30 995 596	13 815 867	24 028 002

**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:** 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 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:

---

<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.