

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	10 август 2010	1.78

## 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. среща 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 след края на първото тримесечие на 2010 г., в съответствие със спада на оборотите и на цените на БФБ. Поскъпването на акцията до 2 лв. е следствие именно на ниската ликвидност. Тя не беше засегната от разпродажбите на БФБ, тъй като няма търговия по позицията.

### Показатели за оценка

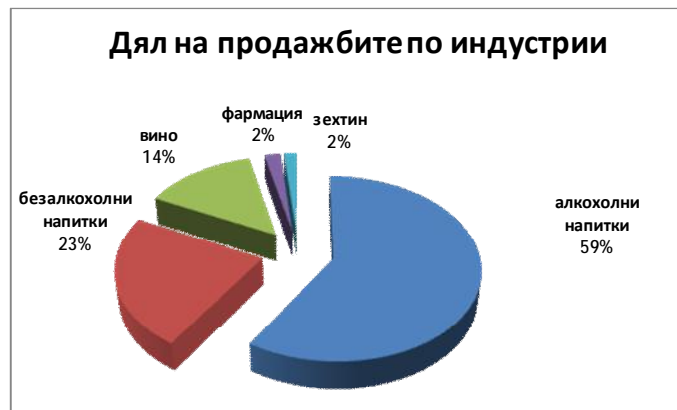
Enterprise Value	33 952 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2010)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.93
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.99
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.31
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	15.28

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	8.6%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	19%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	-0.1%
Ръст на активите	4.2%

## Продажби

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на алкохолни напитки. През първата половина на 2010 г. имаше 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 продължаване на нарастването на потреблението през третото тримесечие на годината с 3%. Продажбите в сектора все още са по-ниски спрямо 2009 г., като намалението за 9-те месеца е с 5%. 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. Пазарът на алкохолни напитки отчита увеличение според закупените бандероли от 20%, но най-вероятно това не се дължи на нарастване на производството. 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.

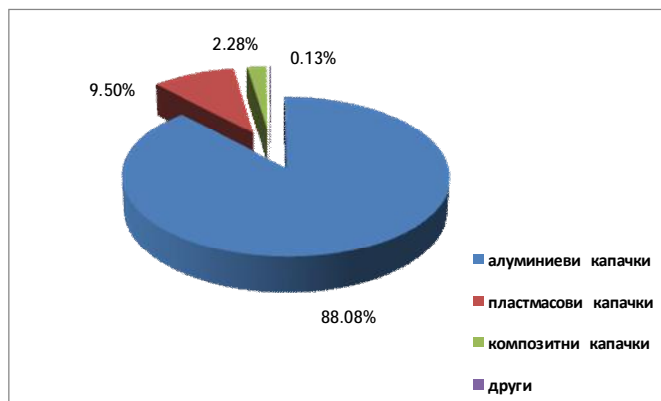
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Делът на Русия постепенно намалява за сметка на продукцията, насочена към Европейския съюз и по-специално към Великобритания и Франция. Очакванията на компанията са продажбите в Европа да се увеличават значително след създаването на дъщерните дружества, през които се минават около 25% от приходите. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия.



Източник: Херти

Резултатите потвърждават очакванията, че дъщерните дружества във Франция и Великобритания ще допринесат за навлизане на двата пазара. Херти също така продава все по-активно и на други пазари в Европа – компанията изнася алуминиеви капачки за вино за Германия и Австрия.

Продажбите на алуминиеви капачки останали най-големият продуктово сегмент на Херти с 88% от приходите. Делът на композитните капачки се увеличава през третото тримесечие, но основно за сметка на намаление на пластмасовите, които представляват 9.5% от приходите от продукция. През 2009 г. пластмасовите капачки заемаха 13% от продажбите, но износът на вино за Русия се сблъска с трудности и продължаващият спад на износа за тази страна предполага, че пазарът се свива поради вътрешното търсене.



Източник: Херти

## Разходи

Цената на алуминия се стабилизира през третото тримесечие на годината, като отново се доближи до най-високите си равнища. Това задържа и дела на алуминия на 54% от общите разходи на Херти. Металът е определящ за крайната цена на продукцията. Както очаквахме, покачването на метала през юли не позволи на компанията да реализира съществено подобрение на финансовия ѝ резултат. 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 през 2011 г.



Източник: Блумбърг

## Сертификати за качество

Херти приключи 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 септември 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	9М 2010
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.24
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	0.87

Показателите за ликвидност се променят съществено през третото тримесечие на годината, което се дължи на нарастването на текущите активи на компанията. Ръст отчитат вземанията на дружеството, като нарастването им следва повишаването на приходите от продажби. 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. 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	9М 2010
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.5%	58.4%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	19.1%	26.1%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	35.3%	47.5%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	13.4%	14.6%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.63	0.81

През третото тримесечие има промяна в структурата на задълженията, като нараства дългосрочният дълг за сметка на краткосрочния. Това води до промяна на коефициентите на задлъжнялост, въпреки че като цяло има намаление на банковите заеми на компанията. Дъл-

госрочният дълг към собствения капитал се увеличава до 47% в последния неконсолидиран отчет. Задлъжнялостта на Херти нараства през 2007 и 2008 г., защото се финансира инвестиционната програма.

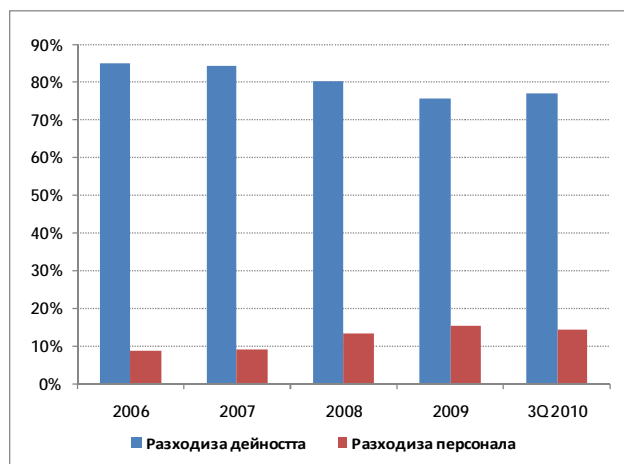
Нивото на задълженията е сериозно препятствие за компании с ниски печалби и с планове за инвестиции по време на кредитна криза. Херти подобрява възможността си да обслужва задълженията си през 2010 г. Печалбата преди лихви и данъци все още е по-ниска от лихвените разходи, но разликата през тази година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

## Финансов анализ

Разходите за производство остават без промяна през третото тримесечие. Високите цени на алуминия задържаха дела им като процент от общите приходи. Повишаване на цените на продукцията ще доведе до задържане на разходите на текущите нива, но възстановяването на глобалната икономика ще е причина да очакваме и по-скъпи суровини.

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.

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 оказа краткосрочно. Промените в останалите категории разходи също зависят от изменението в продуктовата структура на Херти през миналата година.



Източник: Херти



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. Наблюдаваното увеличение на приходите на Херти през 2010 г. е съпроводено и с лек спад на дела на работна заплата в структурата на разходите.

## Прогноза

Свиването на потреблението на напитки в глобален мащаб имаше негативно отражение върху приходите от продажби през 2009 г. Това започна да се променя през 2010 г., като Херти отчита 20% растеж на приходите си през първите девет месеца на годината. Този ръст вероятно ще се запази и през следващите тримесечия благодарение на високите цени на алуминия и възстановяването на глобалната икономика.

Нормата на печалба е по-ниска от първоначалните ни очаквания за годината, тъй като суровините запазиха високите си котировки. Намаляваме очакванията си за нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация през тази година, като в най-добрия случай Херти ще приключи 2010 г. на малка нетна печалба. Прогнозите за следващите години остават без промяна, тъй като ефектът върху финансовия резултат от нарастването на търсенето ще е значителен.

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%
ЕБИТДА	1 564	1 613	2 030	2 006	2 366	2 920	3 171
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.75%	9.00%	8.50%
ЕБИТ	712	599	573	499	866	1 420	1 671
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	3.20%	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	-
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	-16.01%	-22.04%	-9.05%

## 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 повисоки коефициенти спрямо предишните две години. P/B и P/S са около средното за български компании в края на тримесечието. Постепенното подобрене на финансовите резултати се отразява и в по-добри показатели за оценка през изминалия период. Коефициентът EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции. 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	3Q '10
Цена/Печалба (P/E)	-41.77	-47.64	-155.02
Счетоводна стойност (BV)	1.01	1.01	1.01
Цена/смет. стойност (P/B)	2.56	1.14	1.99
Приходи на акция	2.36	1.88	2.15
Цена/Приходи (P/S)	1.09	0.61	0.93
EV (в хил. лева)	41 564	23 906	33 952
EV/Приходи	1.47	1.06	1.31
EV/EBITDA	29.63	11.92	15.28

\*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 голям 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	43.41	1.42	0.83	10.34
Западна Европа	16.56	1.49	0.62	6.74
Коефициенти общо	26.50	1.46	0.70	8.09

Източник: Bloomberg

Пазарите в Източна Европа имат по-високи средни стойности на показателите в сравнение с компаниите от Западна Европа. В извадката са направени някои промени през изминалото тримесечие, за да се премахнат компаниите с най-високи показатели за оценка, които изкривяват средните стойности до нереалистични нива. Това има отражение върху показателите цена/печалба и EV/EBITDA. Останалите показатели се повишават през изминалото тримесечие, тъй като цените на акциите в Европа отбелязаха значителен ръст.

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 разлика между двата региона, която се дължи, както на влошаването на финансовия резултат, така и на високата задлъжнялост на фирмите от Източна Европа. Показателят е по-добър индикатор за възвръщаемостта и цената на компаниите, като той се влияе от слабите печалби и нарастващи задължения на компаниите.

### **Сравнителна оценка – компании от сектора**

Загубата през последните години 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 се покачва спрямо предишното тримесечие. Промяната в оценката на Херти обаче се дължи на ръста на другите два показателя. Среднопретеглената цена на акция е 1.25 лв. Не променихме теглото на отделните коефициенти.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/B	1.46	1.47	35%
P/S	0.70	1.52	35%
EV/EBITDA	8.09	0.67	30%
<b>Цена (лв.)</b>			<b>1.25</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### **Дисконтирани парични потоци**

Моделът за оценка чрез дисконтиране на паричните потоци беше променен с преместване на периода за изчисление от 2011 г., тъй като текущата вече е към края си. Това оказва влияние върху изчисленията за справедливата цена на акция в сравнително малка степен. По-голям ефект има промяната на оборотния капитал. През 2010 г. се наблюдава увеличение на оборотния капитал, тъй като текущите активи нарастват. Основна причина е повишението на приходите от продажби. В модела използваме средната стойност на оборотния капитал като процент от приходите за изминалите пет години. Това води до намаление на нетния оборотен капитал и до положителен паричен поток през следващата година, с което се повишава и справедливата цена на акция до 1,78 лв.

По-добрите продажби от началото на 2010 г. не успяват да доведат до положителна печалба, но резултатът преди лихви и данъци се покачва със значителни темпове. Запазване на темповете на растеж на приходите, включително и поради повишаване на цените на продукцията на Херти, ще има допълнителен позитивен ефект върху паричния поток през следващите години. Запазваме прогнозата за нарастване на приходите с 20% през 2010 и 2011 г. Известна воалтилноста 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.

Залагаме много консервативни проценти на растеж през втората половина на модела, тоест след изтичането на следващите пет години на развитие. 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 1.00 лв. и 4.50 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.78 лв.



Херти	Terminal										
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	1 135	1 306	1 694	1 863	2 515	2 666	2 799	3 203	3 315	3 431	3 534
ЕБИТ(1-Т)	1 022	1 175	1 524	1 677	2 264	2 400	2 520	2 882	2 983	3 088	3 180
Add: D&A	1 784	2 052	2 117	2 329	2 012	2 133	2 240	2 038	2 109	2 183	2 249
Less: Investments	1 784	2 052	2 117	2 329	1 006	1 333	1 680	2 038	2 109	2 183	2 249
Less: Change NWC	-1 575	170	176	148	130	106	93	78	71	74	67
FCF	2 596	1 005	1 348	1 529	3 139	3 094	2 986	2 804	2 912	3 014	3 113
PV FCF	2 360	830	1 013	1 044	1 949	1 746	1 532	1 308	1 235	1 162	
Sum of PV FCF	14 181										
PV of Continuing Value	17 145										
Total PV Free Cash Flows	31 326										
Less: Outstanding Debt	9 950										
Plus: Financial Assets	26										
PV of Equity	21 402										
Брой акции	12 014										
Price Per share	1.78										
			WACC								
				SA	Growth Rate						
				8.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
				9.0%	2.18	2.47	2.88	3.48	4.50		
				10.0%	1.77	1.97	2.24	2.61	3.16		
				11.0%	1.46	1.60	1.78	2.02	2.36		
				12.0%	1.21	1.31	1.44	1.61	1.83		
					1.00	1.08	1.17	1.29	1.45		

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

## Оценка

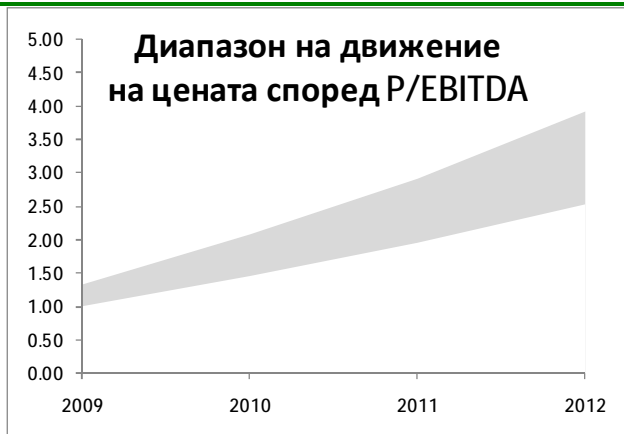
Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.51 лв. в сравнение с 1.40 лв. от предишния анализ. Това е по-ниско от последната пазарна цена, но е над средните стойности от началото на годината. По-голямо покачване се отчита при сравнението със сектора.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.25	50%
DCF	1.78	50%
<b>Цена (лв.)</b>		<b>1.51</b>

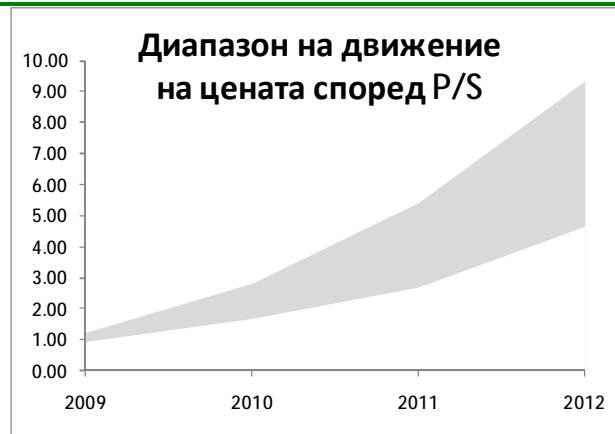
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

## 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: ЕЛЕНА Трейдинг



Изчисления: ЕЛЕНА 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 1.78 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 на Херти до края на годината.

## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	9М 2010
<b>Продажби</b>	23 758	27 876	28 370	22 529	25 832
Продуктови разходи	20 173	23 473	22 759	17 051	19 865
Разходи за персонала	2 021	2 519	3 779	3 419	3 674
Нетен приход от финансова дейност	48	(201)	(429)	(53)	(71)
Други приходи и разходи	51	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 663	1 683	1 403	2 006	2 222
Амортизация	852	986	1 394	1 507	1 579
<b>ЕБИТ</b>	811	697	9	499	643
Разходи за лихви	452	489	830	789	798
<b>Печалба преди данъци</b>	359	208	(821)	(290)	(155)
Разходи за данъци	0	16	0	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	359	192	(821)	(290)	(155)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)	(155)
<b>Печалба на акция</b>	0.14	0.02	(0.07)	(0.02)	(0.01)

Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	9М 2010
<b>Общо активи</b>	16 614	30 266	31 223	28 621	29 828
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	6 000	18 008	17 409	16 544	15 907
Дълготрайни материални активи	5 978	17 729	17 114	16 206	15 621
Инвестиции	14	219	221	279	279
<b>Текущи активи</b>	10 614	12 258	13 814	12 077	13 921
Запаси	3 721	4 025	3 957	3 276	4 203
Вземания	6 055	7 343	9 333	8 542	9 692
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	560	522	524	259	26
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	16 614	30 266	31 223	28 621	29 828
<b>Собствен капитал</b>	6 502	12 798	12 099	12 134	12 085
Основен капитал	2 500	12 000	12 014	12 014	12 014
Резерви	1 327	385	33	354	358
Печалба	2 675	413	52	-234	-287
<b>Задължения</b>	10 112	17 468	18 808	16 171	17 427
Нетекущи пасиви	683	1 039	819	1 038	789
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	511	3 190	4 864	4 284	5 743
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 548	7 245	6 228	6 065	4 207
Текущи пасиви	6 365	5 994	7 213	5 100	7 004
Други задължения	5	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	1 701	(981)	373	912	2 710

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	9М 2010
<b>Нетна печалба</b>	359	192	(821)	(290)	(155)
Амортизация	852	986	1 394	1 507	1 579
Промени в оборотния капитал	0	(2 682)	1 354	539	(373)
Други постъпления от оперативна дейност	(471)	947	(1 440)	(365)	397
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	740	(557)	487	1 391	1 448
Покупка на дълготрайни активи	(946)	(5 522)	(878)	(113)	(572)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	(180)	0	42	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(946)	(5 702)	(878)	(71)	(572)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	43	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	1 204	5 990	1 493	(512)	(512)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(572)	231	(1 143)	(1 073)	(597)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	632	6 221	393	(1 585)	(1 109)
<b>Изменения на паричните средства</b>	426	(38)	2	(265)	(233)
Пар. средства в началото на периода	134	560	522	524	259
<b>Пар. средства в края на периода</b>	560	522	524	259	26
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.22	0.04	0.04	0.02	0.00

Показатели	2006	2007	2008	2009	12М
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	n/a	-37.75	-47.64	-155.02
Счетоводна стойност (BV)	n/a	n/a	1.01	1.01	1.01
Цена/счет. стойност (P/B)	n/a	n/a	2.56	1.14	1.99
Приходи на акция	n/a	n/a	2.36	1.88	2.15
Цена/Приходи (P/S)	n/a	n/a	1.09	0.61	0.93
Цена/Паричен поток	n/a	n/a	54.09	11.35	16.87
EV (в хил. лева)	n/a	n/a	41 564	23 906	33 952
EV/Приходи	n/a	n/a	1.47	1.06	1.31
EV/ЕБИТДА	n/a	n/a	29.62	11.92	15.28
EV/ЕБИТ	n/a	n/a	4618.18	47.91	52.80
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.24
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	0.87
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.61	0.58	0.60	0.57	0.58
Interest coverage	1.79	1.43	0.01	0.63	0.81
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.18	0.33	0.47	0.44	0.54
Дълг/Собствен капитал	1.56	1.36	1.55	1.33	1.44
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.38	6.93	7.17	6.88	6.15
Days sales outstanding	92	95	118	136	135
Fixed asset turnover	3.96	1.55	1.63	1.36	1.62
Total asset turnover	1.43	0.92	0.91	0.79	0.87
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	1.5%	0.7%	-2.9%	-1.3%	-0.6%
ЕБИТДА норма	7.0%	6.0%	4.9%	8.9%	8.6%
Basic earning power	4.9%	2.3%	0.0%	1.7%	2.2%
Възвращаемост на активите	2.2%	0.6%	-2.6%	-1.0%	-0.5%
Възвращаемост на собствен капитал	5.5%	1.5%	-6.8%	-2.4%	-1.3%
Възвращаемост на инвестициите	4.7%	1.1%	-4.6%	-1.7%	-0.8%
<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	12 013 797
<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	24 027 594

**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 анализиранията 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 конфликтна 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. 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 публикуването 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 публикуването на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.