

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	10 ноември 2010	1.62

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 85%, като основните приходи от продажби са от Европейския съюз, Русия. 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 й.

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

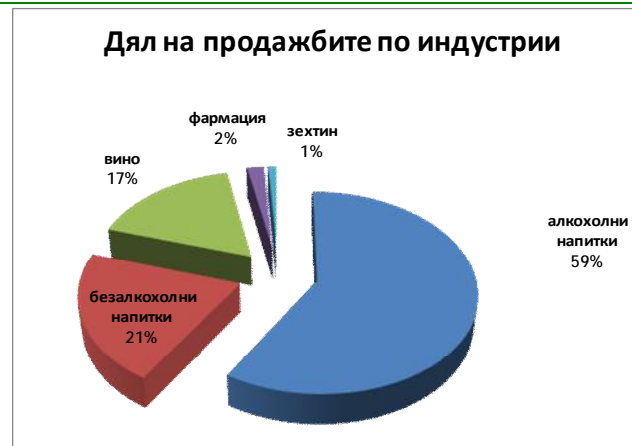
Enterprise Value	24 852 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	246
Прогнозиран P/E (2011)	23.09
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.53
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.21
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.89
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	10.38

Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	0.3%
Възвръщаемост на собст. капитал	0.5%
Възвръщаемост на активите	0.2%
EBITDA Margin	8.5%
Норма на Нетна печалба	0.2%
Ръст на приходите	24%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	0.1%
Ръст на активите	6.6%

Продажби

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на алкохолни напитки. Основният сегмент на Херти, който стои зад растежа на приходите, са алуминиевите капачки за вино. Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от съществуващи клиенти, като 20% от увеличението на продажбите е за нови клиенти. Ръстът на световната икономика поддържа консумацията на напитки и очакваме, че Херти ще продължи да представя по-добри резултати по отношение на продажбите.



Източник: Херти

През последните години винопроизводителите активно преминаваха към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Тази тенденция се запазва и в началото на 2011 г. според проучване на компанията за маркетингови анализи Freedonia Group. В анализа на компанията за производството на капачки през следващите пет години се посочва още, че възстановяването на търсенето на вино в страните, които не произвеждат напитката, създава предпоставки за покачване на пазарния дял на корка в опаковките. Прогнозите за растежа на пазара на капачки в Западна Европа през следващите години са за по-слаб темп спрямо средното за света – 2.6% в стойностно изражение през 2011 г. В Източна Европа се очаква по-силен растеж от 4.1%, като стойността на пазара е значително по-малка. Страните от Източна Европа, включително и Русия, отчитат най-силен растеж на иновативните капачки за нови видове опаковки.

Пластмасовите капачки ще продължат да растат най-бързо спрямо останалите материали, но в Източна Европа, където Херти има значителен пазар дял, алуминиевите капачки ще имат предимство в темповете на нарастване. В световен мащаб растежа на пазара ще се поддържа от преминаването към продукти с висока добавена стойност, които увеличават сигурността на опаковката и удобството за потребителя. Напитките ще имат 65% пазарен дял в производството на капачки, като основната част от тях ще бъдат за бутилирана вода. Нетрадиционните сегменти, като спортните напитки и ароматизираните млека, ще продължат да се представят силно.

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 Германия, Великобритания и Франция. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия. Този сегмент е водещ при растежа на продажбите във Великобритания, докато във Франция се увеличават и продажбите на капачки за алкохолната индустрия.

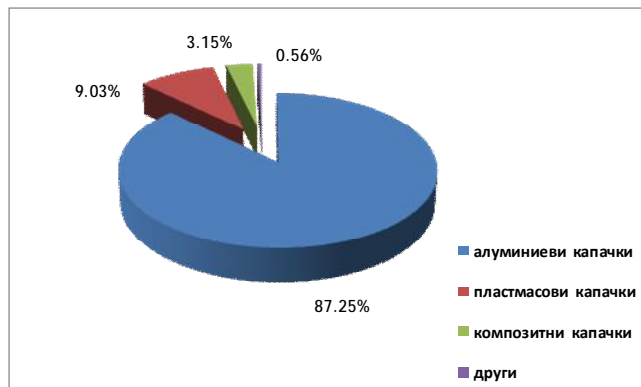


Източник: Херти

Резултатите потвърждават прогнозите, че дъщерните дружества във Франция и Великобритания ще допринесат за навлизане на двата пазара. През дъщерните дружества минават над 22% от продажбите в момента. Херти също така продава все по-активно и на други пазари в Европа – компанията изнася алуминиеви капачки за вино за Германия и Австрия. Участието на браншови изложения в Германия подпомага затвърждаване на

позициите на компанията на този пазар.

Продажбите на алуминиеви капачки останали най-големият продуктово сегмент на Херти с 87% от приходите. Делът на композитните капачки се увеличава през изминалата година, но основно за сметка на намаление на пластмасовите, които представляват 9% 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 второто полугодие на 2010 г., 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, поскупването на метала през юли не позволи на компанията да реализира съществено подобрение на финансовия резултат, но с известно закъснение във времето има подобрение на нормата на печалба. Херти прехвърля постепенно ценовия натиск върху крайната си продукция, като пре договаря цените с клиентите си.



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. Сертификатът спрямо BRC е възможност за Херти да разшири своите пазари, гарантирайки на партньорите си качество и надеждност.

Херти АД стана член на SEDEX - неправителствена организация базирана в Лондон, обединяваща фирми, ангажирани с постоянното подобрение на етичното представяне на техните вериги от доставки. Чрез системата си за обмен на данни SEDEX дава възможност на своите членове да постигат прозрачност и да прилагат най-добрите практики в сферата на работните стандарти, здравословни и безопасни условия на труд, опазване на околната среда и почтеност в бизнеса.

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 декември 2010 г.
Източник: Херти

Финансов анализ

Възстановяването на глобалната икономика през 2010 г. продължи, въпреки притесненията за навлизане в нова рецесия. 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, което има своето отражение върху финансовите показатели на компанията. Дружеството не успя да набере капитал чрез фондовата борса, което се дължеше на влошаването на пазарната конюнктура. Увеличението на капитала щеше да компенсира значителна част от влошената задължнялост на Херти.

Ликвидност	2006	2007	2008	2009	2010
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.49
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	1.07

Показателите за ликвидност се промениха съществено през изминалата година, особено в края ѝ. Това се дължи на нарастването на текущите активи на компанията. Ръст отчитат вземанията на дружеството, като нарастването им следва повишаването на приходите от продажби. Херти успяваше да поддържа достатъчно добра ликвидност, за да осигури оперативната си дейност по време на кризисните години. Подобряването в края на 2010 г. е следствие на възстановяването на пазарите, на които оперира.

Значителната разлика през 2007 г. спрямо 2006 г. се дължи на голямата инвестиционна дейност на дружеството и на покачването на задължнялостта. От 2007 г. се наблюдава подобряване на показателите за бърза и текуща ликвидност, въпреки лекото нарастване на задълженията на компанията от тогава.

Дълг	2006	2007	2008	2009	2010
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.5%	60.0%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	19.1%	33.9%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	35.3%	62.0%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	13.4%	16.0%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.63	1.08

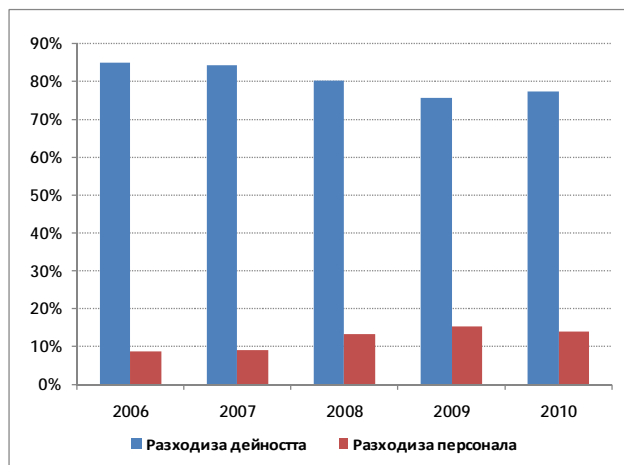
През второто полугодие има промяна в структурата на задълженията. Дългосрочният дълг нараства за сметка на краткосрочния, което е политиката по управление на задълженията на Херти. Това води до промяна на коефициентите на задължнялост, въпреки че като цяло има слабо намаление на банковите заеми на компанията. Дългосрочният дълг към собствения

капитал се увеличава до 62% в последния неконсолидиран отчет. Задължността 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 кредитната криза. Херти подобрява възможността си да обслужва задълженията си през 2010 г. Печалбата преди лихви и данъци нахвърля лихвените разходи, което също показва постепенното подобрене във финансовите показатели на дружеството.

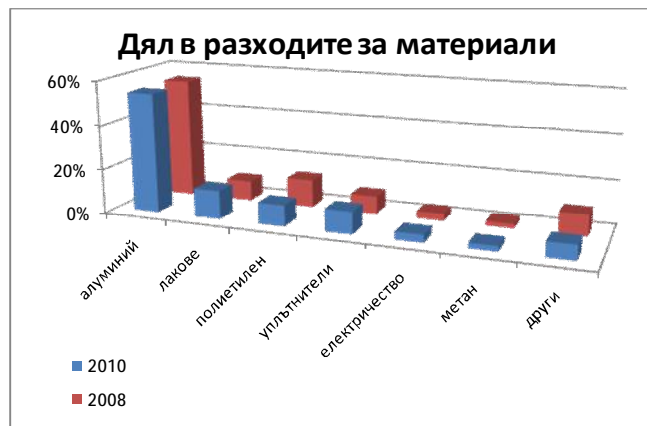
Финансов анализ

Разходите за производство отчитат слабо увеличение като процент от приходите на Херти, поради високите цени на алуминия. 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 задържане на високи цени на суровините. Нарастването на приходите води до постепенно намаление на дела на разходите за персонала, откъдето идва и подобрието в нормата на печалба. 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 през изминалата година, като суровината заема 54% от разходите за материали. Промените в останалите категории разходи също зависят от изменението в продуктовата структура на Херти през миналата година, но те не са съществения фактор при определяне на дългосрочния тренд на нормата на печалба на компанията.



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. През 2010 г. тази тенденция се промени, благодарение на възстановяването на приходите от продажби. Наблюдаваното увеличение на приходите на Херти през 2010 г. е съпроводено и с лек спад на дела на работна заплата в структурата на разходите. 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, с което бързо възстанови пазарните си позиции без да увеличава брака на готова продукция.

Прогноза

Възстановяването на приходите от продажби през 2010 г. беше силно и Херти почти достигна рекордните обеми от 2008 г. Очакваме тази тенденция да се запази, поради вече доказаните темпове на растеж на компанията, които надхвърлят значително средното за пазарите в Европа. Високите цени на алуминия и възстановяването на глобалната икономика ще спомогнат и за постепенния ръст на крайните цени на капачките, което ще задържи нормата на печалба на компанията.

По-слабата възвръщаемост на Херти от прогнозите ни преди година се дължат на силните темпове на поскъпване на алуминия

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	2010	2011E	2012E	2013E
Продажби	23 638	27 783	30 965	22 529	28 002	33 602	38 643	43 860
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-27.24%	24.29%	20.00%	15.00%	13.50%
ЕБИТДА	1 564	1 613	2 030	2 006	2 394	2 890	3 285	3 618
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	8.60%	8.50%	8.25%
ЕБИТ	712	599	573	499	795	1 390	1 785	2 118
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	4.14%	4.62%	4.83%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	60	640	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	1.90%	-	-

Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

Последна цена	Пазарна капитализация	Едногодишен рейндж	Среден обем (3м)
1.23	14 776 970	BGN 1.00 – BGN 3.10	-
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	10.8%	3.3%	12.5%

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

Херти отчете годишна печалба и коефициентът цена/печалба (P/E) е с голяма положителна стойност. Поради тази причина предпочитаме да не го използваме за оценка, дори и с малка тежест. Текущият коефициент цена/капитал (P/B) отчита слабо покачване спрямо година по-рано. Цена/продажби (P/S) е под влияние на увеличението на приходите на компанията и е на най-ниското си ниво, откакто Херти е публично дружество. Коефициентът EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции, но също отбелязва подобрение.

Коефициенти за оценка	2008	2009	2010
Цена/Печалба (P/E)	-41.77	-47.64	246.28
Счетоводна стойност (BV)	1.01	1.01	1.02
Цена/смет. стойност (P/B)	2.56	1.14	1.21
Приходи на акция	2.36	1.88	2.33
Цена/Приходи (P/S)	1.09	0.61	0.53
EV (в хил. лева)	41 564	23 906	24 852
EV/Приходи	1.47	1.06	0.89
EV/EBITDA	29.63	11.92	10.38

*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

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	95.51	1.15	0.87	9.98
Западна Европа	18.19	1.52	0.65	6.89
Коефициенти общо	46.03	1.36	0.74	8.12

Източник: Bloomberg

Средният коефициент цена/печалба в Източна Европа остава много висок. Близко половината от дружествата в сектора работят на загуба. В Западна Европа показателят е близо до средното за развитите пазари. От извадката са изключени компаниите с нереалистично високи коефициенти цена/продажби и цена/собствен капитал. Акциите в Европа отбелязаха значителен ръст през втората половина на 2010 г. Това води до нарастване на P/S за двата региона, а при P/B има увеличение само при компаниите в Западна Европа, което най-вероятно се дължи на промяната в справката за Източна Европа, а не на ръст на печалбите и на капитала в региона.

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

Високата стойност на P/E на Херти и на средното за Източна Европа прави използването на коефициента с незначителна стойност за оценката. Средната стойност на EV/EBITDA в извадката от компании не се променя съществено през тримесечието. Подобриенето на резултатите на Херти води до покачване на трите стойности и на среднопретеглената цена на акция от 1.25 лв. до 1.32 лв., което отговаря и на текущата пазарна стойност.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/B	1.36	1.38	35%
P/S	0.74	1.74	35%
EV/EBITDA	8.12	0.78	30%
Цена (лв.)			1.32

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Дисконтирани парични потоци

Силното покачване на приходите през четвъртото тримесечие на 2010 г. доведе до приключване на годината с 24% ръст. Това има отражение върху модела за оценка чрез дисконтиране на паричните потоци, защото базата за нарастване на приходите става по-висока и компанията генерира по-големи годишни приходи. Поскъпването на суровините и побавното пренасяне на инфлацията върху крайните цени са причина да намалим прогнозата за нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация, за да не са включени прекалено оптимистични очаквания.

През 2010 г. се наблюдава голямо увеличение на оборотния капитал, което се дължи и на нарастването на приходите от продажби. Това оказва значителен ефект върху оценката на компанията, тъй като исторически Херти поддържа нисък процент на оборотен капитал спрямо приходите. Не очакваме да продължи нарастването на оборотния капитал, като е възможно намалението му по подобие на 2007 г.

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 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 0.93 лв. и 4.02 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.62 лв. Намалението се дължи на корекцията в нормата на печалба.

Херти											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	1 042	1 159	1 425	1 568	2 214	2 347	2 465	2 865	2 965	3 069	3 161
ЕБИТ(1-Т)	938	1 043	1 283	1 411	1 993	2 113	2 218	2 578	2 669	2 762	2 845
Add: D&A	1 848	2 125	2 193	2 412	2 084	2 209	2 320	2 111	2 185	2 261	2 329
Less: Investments	1 848	2 125	2 193	2 412	1 042	1 381	1 740	2 111	2 185	2 261	2 329
Less: Change NWC	-1 532	-1 815	209	175	154	125	110	93	84	87	80
FCF	2 469	2 858	1 074	1 236	2 881	2 816	2 688	2 486	2 584	2 675	2 765
PV FCF	2 245	2 362	807	844	1 789	1 590	1 379	1 160	1 096	1 031	
Sum of PV FCF	14 302										
PV of Continuing Value	15 229										
Total PV Free Cash Flows	29 531										
Less: Outstanding Debt	10 120										
Plus: Financial Assets	45										
PV of Equity	19 456										
Брой акции	12 014										
Price Per share	1.62										
			WACC								
				SA	Growth Rate						
				8.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
				9.0%	1.99	2.24	2.60	3.13	4.02		
				10.0%	1.62	1.80	2.03	2.35	2.84		
				11.0%	1.34	1.46	1.62	1.83	2.13		
				12.0%	1.11	1.20	1.31	1.46	1.65		
					0.93	0.99	1.08	1.18	1.31		

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Оценка

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.47 лв. в сравнение с 1.51 лв. от предишния тримесечен анализ. Намалението идва от дисконтирането на паричните потоци, като разликата между двете стойности намалява. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.32	50%
DCF	1.62	50%
Цена (лв.)		1.47

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Препоръка и ценова цел

Даваме **Неутрална** препоръка за акциите на Херти поради ниската ликвидност и риска на по-малките компании. Справедливата цена на акция се базира на дисконтираните парични потоци или 1.62 лв. Трябва да се отчете обаче, че компанията отчита подобрене на всички показатели през последната една година и запазването на темповете на растеж и нормата на печалба ще създаде предпоставки за нормализиране и на показателя цена/печалба.

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 в близките тримесечия. Ликвидността на българските акции има голямо значение за представянето им, като все още не може да се очаква интерес на пазара към дружествата с малък фрий-флоут, включително и при значителна премия в цената.

Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	2010
Продажби	23 758	27 876	28 370	22 529	28 002
Продуктови разходи	20 173	23 473	22 759	17 051	21 689
Разходи за персонала	2 021	2 519	3 779	3 419	3 832
Нетен приход от финансова дейност	48	(201)	(429)	(53)	(87)
Други приходи и разходи	51	0	0	0	0
ЕБИТДА	1 663	1 683	1 403	2 006	2 394
Амортизация	852	986	1 394	1 507	1 599
ЕБИТ	811	697	9	499	795
Разходи за лихви	452	489	830	789	735
Печалба преди данъци	359	208	(821)	(290)	60
Разходи за данъци	0	16	0	0	0
Печалба след данъци	359	192	(821)	(290)	60
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
Нетна печалба	359	192	(821)	(290)	60
Печалба на акция	0.14	0.02	(0.07)	(0.02)	0.00

Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	2010
Общо активи	16 614	30 266	31 223	28 621	30 531
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	6 000	18 008	17 409	16 544	15 687
Дълготрайни материални активи	5 978	17 729	17 114	16 206	15 402
Инвестиции	14	219	221	279	279
Текущи активи	10 614	12 258	13 814	12 077	14 844
Запаси	3 721	4 025	3 957	3 276	4 161
Вземания	6 055	7 343	9 333	8 542	10 638
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	560	522	524	259	45
Задължения + Собствен капитал	16 614	30 266	31 223	28 621	30 531
Собствен капитал	6 502	12 798	12 099	12 134	12 212
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	-160
Задължения	10 112	17 468	19 124	16 487	18 319
Нетекущи пасиви	683	1 039	819	1 038	799
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	511	3 190	4 864	4 284	7 568
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 548	7 245	6 228	6 065	2 552
Текущи пасиви	6 365	5 994	7 213	5 100	7 400
Други задължения	5	0	0	0	0
Оборотен капитал	1 701	(981)	373	912	4 892

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	2010
Нетна печалба	359	192	(821)	(290)	60
Амортизация	852	986	1 394	1 507	1 599
Промени в оборотния капитал	0	(2 682)	1 354	539	2 182
Други постъпления от оперативна дейност	(471)	947	(1 440)	(365)	(2 226)
Нетен поток от оперативна дейност	740	(557)	487	1 391	1 615
Покупка на дълготрайни активи	(946)	(5 522)	(878)	(113)	(649)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	(180)	0	42	0
Нетен поток от инвестиционна дейност	(946)	(5 702)	(878)	(71)	(649)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	43	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	1 204	5 990	1 493	(512)	(397)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(572)	231	(1 143)	(1 073)	(783)
Нетен паричен поток от финансова дейност	632	6 221	393	(1 585)	(1 180)
Изменения на паричните средства	426	(38)	2	(265)	(214)
Пар. средства в началото на периода	134	560	522	524	259
Пар. средства в края на периода	560	522	524	259	45
Пар. средства на акция:	0.22	0.04	0.04	0.02	0.00

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	n/a	-37.75	-47.64	246.28
Счетоводна стойност (BV)	n/a	n/a	1.01	1.01	1.02
Цена/смет. стойност (P/B)	n/a	n/a	2.56	1.14	1.21
Приходи на акция	n/a	n/a	2.36	1.88	2.33
Цена/Приходи (P/S)	n/a	n/a	1.09	0.61	0.53
Цена/Паричен поток	n/a	n/a	54.09	11.35	8.91
EV (в хил. лева)	n/a	n/a	41 564	23 906	24 852
EV/Приходи	n/a	n/a	1.47	1.06	0.89
EV/ЕБИТДА	n/a	n/a	29.62	11.92	10.38
EV/ЕБИТ	n/a	n/a	4618.18	47.91	31.26
Ликвидност					
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.49
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	1.07
Дълг					
Дълг към активи	0.61	0.58	0.60	0.57	0.60
Interest coverage	1.79	1.43	0.01	0.63	1.08
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.18	0.33	0.47	0.44	0.69
Дълг/Собствен капитал	1.56	1.36	1.55	1.33	1.50
Активи					
Inventory turnover	6.38	6.93	7.17	6.88	6.73
Days sales outstanding	92	95	118	136	137
Fixed asset turnover	3.96	1.55	1.63	1.36	1.79
Total asset turnover	1.43	0.92	0.91	0.79	0.92
Рентабилност					
Норма на печалба	1.5%	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.2%
ЕБИТДА норма	7.0%	6.0%	4.9%	8.9%	8.5%
Basic earning power	4.9%	2.3%	0.0%	1.7%	2.6%
Възвращаемост на активите	2.2%	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.2%
Възвращаемост на собствен капитал	5.5%	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.5%
Възвращаемост на инвестициите	4.7%	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.3%
Информация за дивиденди					
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
Брой акции:					
	2 500 000	12 000 000	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Цена в лв- края на периода:					
	n/a	n/a	2.58	1.15	1.23
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	n/a	n/a	30 995 596	13 815 867	14 776 970

За повече информация:

Анализатор
 Цветослав Цачев
 Тамара Бечева

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

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

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

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