

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	10 август 2011	1.51

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

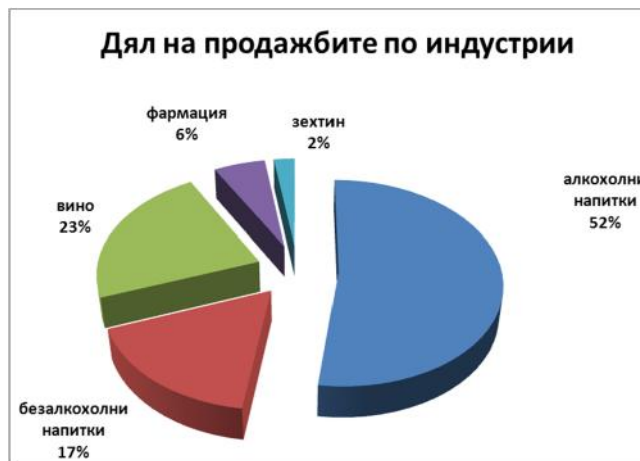
Enterprise Value	24 985 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2011)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.48
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.22
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.80
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	10.90

Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	7.4%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	2.6%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	-
Ръст на активите	-0.2%

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. През последните години винопроизводителите активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. 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.



Източник: Херти

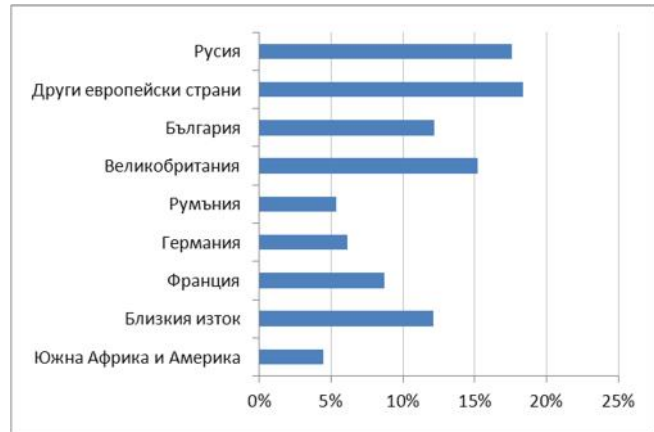
Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от съществуващи клиенти. Ръстът на световната икономика поддържа консумацията на напитки и очакваме, че Херти ще продължи да представя по-добри резултати по отношение на продажбите. **На годишна база се наблюдава забавяне на темповете на растеж, което се дължи на по-високата база, както и на икономическия спад в Европа. Засега няма индикации за свиване на търсенето, но ревизираме надолу прогнозите си за растеж за цялата 2011 г. Позитивна новина е фактът, че отражението на кризата в Европа засега е много слабо.**



Източник: Херти

Според проучване на компанията за маркетингови анализи **Freedonia Group** 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.

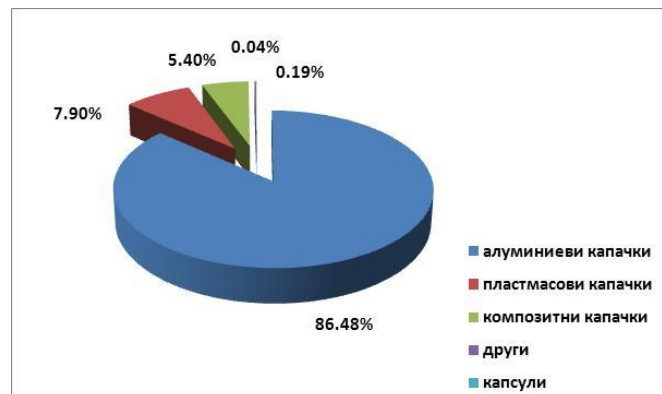
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Делът на Русия постепенно намалява за сметка на продукцията, насочена към Европейския съюз и по-специално към Германия, Великобритания и Франция. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия. Този сегмент е водещ при растежа на продажбите във Великобритания, докато във Франция се увеличават и продажбите на капачки за алкохолната индустрия. **Херти започна производството на нова композитна капачка за полския пазар през третото тримесечие.**



Източник: Херти

През 2011 г. има увеличение на приходите от региона на Близкия изток, благодарение на търсенето от фармацевтична компания в Ирак. 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. Херти мина успешен одит от Хенкел Германия и от Хенеси Франция.

Продажбите на алуминиеви капачки отбелязват силен растеж през изминалата година и вече представляват близо 90% от продажбите на Херти. Делът на останалите видове капачки продължава да намалява, като само композитните капачки отчитат нарастване на годишна база, поради новите продукти за алкохолни напитки в България. **В абсолютно изражение само сегментът на пластмасовите капачки отбелязва намаление на приходите.**



Източник: Херти

Разходи

Поевтиняването на алуминия продължи през цялото трето тримесечие, като суровината се върна на равнището си от преди една година. Спадът е сравнително плавен за разлика от останалите борсово-търгувани суровини. Това означава, че котировките се влияят основно от търсенето и предлагането на метала, а не от спекулативни капитали. Цената освен това не се възстанови по подобие на медта, което може да се тълкува като признак за забавяне на търсенето на алуминий. За срив на търсенето не може да се говори.

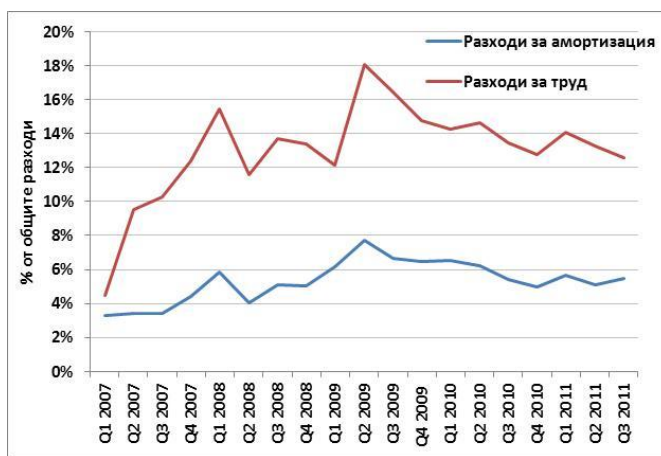


Източник: Блумбърг

Повишаването на дела на разходите за материали през третото тримесечие се дължи на намалението на приходите спрямо второто. Материалните запаси отчитат повишение в баланса на Херти. Спадът на алуминия ще има положителен ефект върху нормата на печалба на компанията, тъй като представлява повече от 60% от общите разходи за материали. Общо разходите за материали се движат около 70% от равнището на приходите. Компанията запазва стабилно ниво на разходите за материали.



Разходите за амортизации нараснаха като процент от общите след инвестициите през 2008 г. От тогава има постепенно намаление на дела на разходите за амортизация и труд. Потенциал за подобрене на нормата на възвръщаемост на компанията е в спад на разходите за труд. Политиката на фирмата е това да стане благодарение на нарастването на продажбите, а не със съкращения на разходите. Тази тенденция продължава и през третото тримесечие на 2011 г., докато разходите за амортизация вече се стабилизират под равнището от 6% от общите.



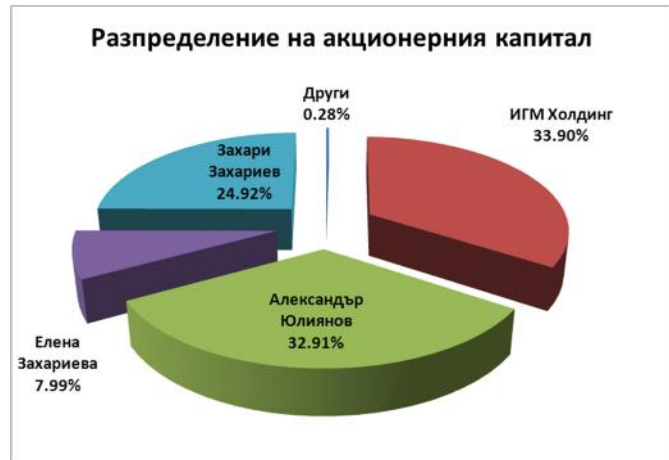
Сертификати за качество

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.

Херти АД стана член на SEDEX- неправителствена организация базирана в Лондон, обединяваща фирми, ангажирани с постоянното подобрене 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 „ИГМ Холдинг“ е регистрирана в Австрия и се занимава с търговска дейност. На първичното публично предлагане през 2008 г. се предлагаха допълнително и акции именно от дела на „ИГМ Холдинг“. 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.

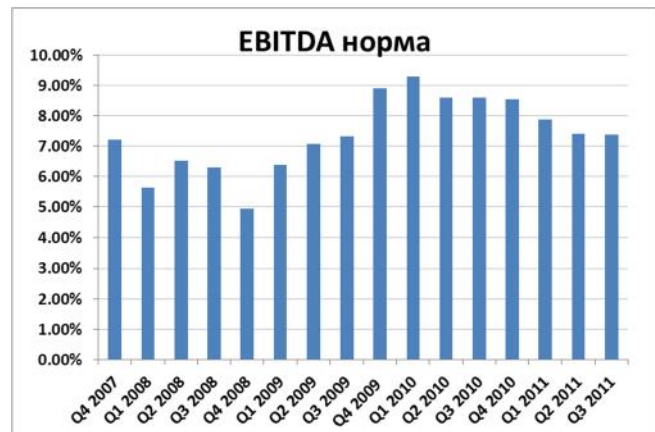


Към 30 септември 2011 г.
Източник: Херти

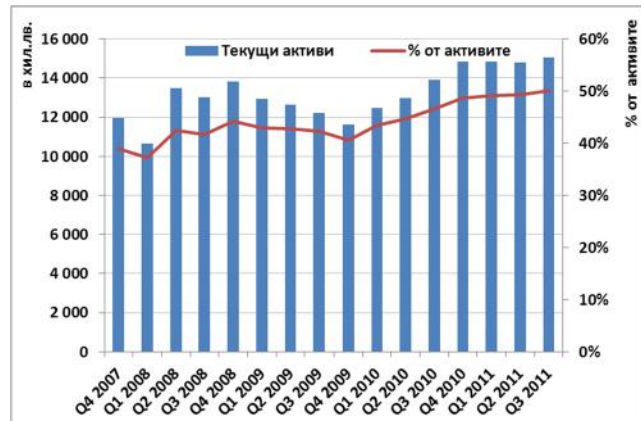
Финансов анализ

Икономическото забавяне през третото тримесечие беше най-осезаемо в Европа, където кризата с държавните дългове има негативно отражение върху банковата система и вече се пренася върху потреблението и инвестициите. Забавяне на растежа има и в останалите водещи икономики, но втора криза е малко вероятна. Инвестициите в модернизация и разширяване на производството на Херти 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.

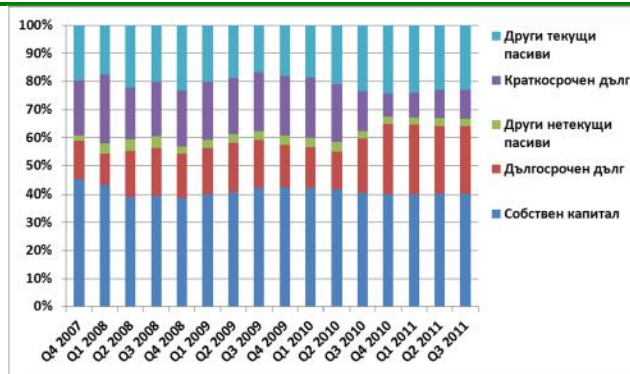
Нормата на печалбата преди данъци, лихви и амортизации се понижава през последните две години. Данните обхващат последните 12 месеца към края на всеки период. На тримесечна база се наблюдава стабилизиране на показателя през първата половина на годината и покачването му през последното тримесечие. Това може да е потвърждение, че Херти подобрява финансовите си показатели поради повишаване на крайните цени и икономии от мащаба на производството.



Икономическото възстановяване през 2010 г. доведе до нарастване на дела на текущите активи в общите. Вземанията вече се стабилизираха и остават под равнището от 34% от общите активи. Материалните запаси също растат, като в резултат на това оборотният капитал през последната една година се поддържа на равнището от 5 млн. лв.



Дългосрочният дълг се увеличи преди една година за сметка на намалението на краткосрочните задължения. От тогава обаче почти няма промени в структурата на пасивите. Собственият капитал е на стабилното равнище от 40% от активите и не отчита промяна. Коефициентите за текуща и бърза ликвидност се подобриха през последната година и вече са 1.51.



Прогноза

Възстановяването на приходите от продажби през 2010 г. беше силно и Херти почти достигна рекордните обеми от 2008 г. През тази година те ще бъдат надхвърлени, въпреки че през третото тримесечие има забавяне на растежа на годишна база. Поради тази причина ревизираме надолу очакванията за повишение през 2011 г. на 15%. Компанията успява да завоюва нови позиции на международните пазари, където конкуренцията е много силна по отношение на мащабите на производството и ценовите предимства за отделните продукти. Нормата на печалба обаче изостава, когато се разглеждат последните 12 месеца, което трябва да се отдаде на силния възход на цената на алуминия. Подобриенето е само за последното тримесечие, което още не може да се определи като устойчива тенденция за повишение на възвръщаемостта.

Поради тази причина намаляваме прогнозите си за покачването на приходите, в очакване на доказателства, че продажбите на Херти няма да бъдат засегнати от икономическото забавяне по света. Съмняваме се, че нетната печалба на фирмата ще бъде достатъчна, за да гарантира нормален за българския пазар коефициент цена/печалба дори и през 2013 г.

хил. лв.	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Продажби	23 638	27 783	30 965	22 529	28 002	32 202	37 033	42 032
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-27.24%	24.29%	15.00%	15.00%	13.50%
ЕБИТДА	1 564	1 613	2 030	2 006	2 394	2 415	2 814	3 363
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	7.50%	7.60%	8.00%
ЕБИТ	712	599	573	499	795	644	778	1 261
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	2.00%	2.10%	3.00%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	60	-106	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	-0.33%	-	-

Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

Последна цена	1.23	Пазарна капитализация	14 776 970	Едногодишен рейндж	-	Среден обем (3м)	-
Beta	-	Промяна за 1 г.	-	Промяна на SOFIX	-0.7%	Промяна на BG40	2.8%

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 фирми от производството на опаковки в глобален мащаб.** Разглеждаме компанията като потенциална цел за поглъщане, което я прави интересна с пазарните ѝ позиции и потенциала за развитие, а не с висока норма на възвръщаемост.

Използваме и метод на дисконтираните парични потоци за определяне на справедлива цена на акция, тъй като компанията вече има достатъчно дълга история като публично дружество, а продажбите ѝ показват стабилност и бързи темпове на развитие.

Анализ на коефициентите за оценка

Негативният резултат за последните 12 месеца се запазва, но подобрението не е достатъчно, за да направи коефициента цена/печалба (P/E) позитивна стойност. Все още той не е достатъчно стабилен фактор за оценка на компанията, която се намира в етап на бърз растеж.

Текущият коефициент цена/капитал (P/B) не се променя спрямо началото на годината. 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. EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции, като в момента също е под негативното влияние на растящите разходи за материали.

	2009	2010	3Q 2011
Последна цена	1.15	1.23	1.23
Брой акции	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Капитализация	13 815 867	14 776 970	14 776 970
Нетна печалба	-290 000	60 000	-28 000
P/E - цена/печалба	-47.64	246.28	-527.75
Собствен капитал	12 134 000	12 212 000	12 077 000
P/B - цена/капитал	1.14	1.21	1.22
Продажби	22 529 000	28 002 000	31 061 000
P/S - цена/продажби	0.61	0.53	0.48
EV	23 905 867	24 851 970	25 002 970
EBITDA	2 005 000	2 394 000	2 293 000
EV/EBITDA	11.92	10.38	10.90
RoE	-2.39%	0.49%	-0.23%
RoA	-1.01%	0.20%	-0.09%

*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение с отрасъла

Производството на капачки е част от значително по-широката гама опаковъчни продукти, в които работят голям брой компании. Много малко от тях са специализирани в продуктите, които произвежда Херти, но широкият обхват на включените компании позволява по-добра сравнителна оценка.

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Средна	26.93	1.26	1.13	7.56
Капитализация	-753 973	15 270 449	34 970 256	7 113 290
Цена	-0.06	1.27	2.91	0.59
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		1.23		
Справедлива стойност		1.29		
Премия (отбив) от текущата цена		5.08%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Направихме промени в извадката от компании от сектора, като за разлика от предишния

анализ вече се включват фирми от целия свят. Значението на азиатските пазари е голямо, като тези компании се търгуват на по-ниски коефициенти за оценка в сравнение с Европа и САЩ.

Средният коефициент цена/печалба е много висок в сравнение със средното за фондовите пазари, където голяма тежест имат фирми от добива на петрол или технологични компании със значителни финансови резултати. Той обаче отразява факта, че компаниите от сектора работят с по-ниска възвръщаемост от средното. От извадката са изключени компаниите с нереалистично високи коефициенти цена/продажби и цена/собствен капитал, но техният брой е много малък. Възстановяването на фондовите пазари през октомври не се отрази съществено на борсите в Азия, както и на по-малките или непечелившите компании. Това притиска надолу оценката на акциите на Херти.

Справедливата стойност на акция според сравнението с компании от отрасъла е 1.29 лв., което е много близо до последната цена на търговия. Най-голям принос за оценката има показателят цена/продажби, който компенсира негативния резултат от сравнението по нетна печалба.

Дисконтирани парични потоци

Силното покачване на приходите през четвъртото тримесечие на 2010 г. доведе до приключване на миналата година с 24% ръст. През тази година има намаление на темповете на растеж на приходите, защото базата вече е по-висока. През третото тримесечие има покачване на годишна база, но предпочитаме да намалим прогнозите си за ръста през 2011 г., така че да отговарят на тенденцията от последните данни. Очакваме растеж от 15% през тази година.

Разходите за производство също растат със стабилни темпове, което притиска надолу нормата на печалба на компанията. Отчита се подобрене в оперативната печалба на Херти, което води до ревизия нагоре и спрямо очакванията за норма на печалба преди данъци, лихви и амортизация.

Нарастването на цените на крайните продукти води до подобрене на нормата на възвръщаемост, но за всеки случай предпочитаме да заложим по-консервативни стойности за EBITDA нормата през следващата година. Базата за нарастване на приходите става по-висока и компанията генерира по-големи годишни приходи. Това има положителен ефект върху справедливата стойност на акция. Забавянето в ръста на суровините ще продължи, така че Херти ще успее да се възползва от плавно покачване на цените на крайните си продукти през следващите две години, за да компенсира доскоро бързото поскъпване на алуминия. Поради това залагаме и постепенно подобрене на нормата на печалба.

Херти увеличи оборотния си капитал значително през 2010 г. Не очакваме да продължи нарастването му, като е възможно намалението по подобие на 2007 г. Залагаме равнището му на 10% от продажбите през тази година, а в модела за следващите години оставяме ниво от 7%. 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. Известна воалтилноост 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 3.5% - повишаваме стойността му поради зависимостта от суровини и силния растеж на потреблението. Средно-претеглената цена на капитала 10%. Представен е анализ на чувствителността към дългосрочния растеж и цената на капитала. Цената на акция е между 1.07 лв. и 3.77 лв. **Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.72 лв.** Намалението е спрямо 1.96 лв. в предходния анализ, като значителна причина за покачването е промяната на темповете на растеж на приходите и предпочитанията ни към по-консервативен ръст.

Херти											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	644	778	1 261	1 387	1 997	2 117	2 223	2 601	2 692	2 786	2 884
ЕБИТ(1-Т)	580	700	1 135	1 248	1 798	1 905	2 001	2 341	2 423	2 508	2 595
Плюс: Амортизации	1 771	2 037	2 102	2 312	1 997	2 117	2 223	2 023	2 094	2 167	2 243
Минус: Инвестиции	644	741	841	1 156	1 248	1 588	1 667	2 023	2 094	2 167	2 243
Минус: Промяна об. капитал	-1 672	-628	350	294	259	210	185	156	142	147	157
FCF	3 378	2 624	2 046	2 110	2 288	2 225	2 371	2 185	2 281	2 361	2 438
PV FCF	3 221	2 274	1 612	1 512	1 490	1 317	1 276	1 069	1 015	955	
Sum of PV FCF	15 741										
PV of Continuing Value	15 169										
Total PV Free Cash Flows	30 910										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	10 256				8.0%	2.21	2.52	2.73	2.99	3.77	
Плюс: Финансови активи	30				9.0%	1.80	2.01	2.14	2.29	2.72	
НС на капитала	20 684				10.0%	1.50	1.64	1.72	1.82	2.08	
Брой акции (хил.)	12 014				11.0%	1.26	1.36	1.42	1.48	1.65	
Цена на акция	1.72				12.0%	1.07	1.14	1.18	1.23	1.35	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценка

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.51 лв. в сравнение с 1.61 лв. от предишния тримесечен анализ. При дисконтирането на паричните потоци има намаление на цената, докато сравнението със сектора доведе до близка стойност. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.29	50%
DCF	1.72	50%
Цена (лв.)		1.51

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

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 двата модела за оценка или 1.51 лв.

Промяната в оценката не е съществена предвид направената смяна на извадката с компании от сектора и включването на пазари извън Европа. Ревизията на прогнозите за приходите оказва влияние върху резултата от дисконтирането на паричните потоци. Трябва да се отчете обаче, че компанията отчита подобрение 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 подобрение 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.)	2007	2008	2009	2010	3Q 2011
Продажби	27 876	28 370	22 529	28 002	22 900
Продуктови разходи	23 473	22 759	17 051	21 689	18 150
Разходи за персонала	2 519	3 779	3 419	3 832	3 045
Нетен приход от финансова дейност	(201)	(429)	(53)	(87)	(113)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	1 683	1 403	2 006	2 394	1 592
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 237
ЕБИТ	697	9	499	795	355
Разходи за лихви	489	830	789	735	510
Печалба преди данъци	208	(821)	(290)	60	(155)
Разходи за данъци	16	0	0	0	0
Печалба след данъци	192	(821)	(290)	60	(155)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
Нетна печалба	192	(821)	(290)	60	(155)
Печалба на акция	0.02	(0.07)	(0.02)	0.00	(0.01)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	3Q 2011
Общо активи	30 266	31 223	28 621	30 531	29 974
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	18 008	17 409	16 544	15 687	14 933
Дълготрайни материални активи	17 729	17 114	16 206	15 402	14 648
Инвестиции	219	221	279	279	279
Текущи активи	12 258	13 814	12 077	14 844	15 041
Запаси	4 025	3 957	3 276	4 161	5 072
Вземания	7 343	9 333	8 542	10 638	9 939
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	522	524	259	45	30
Задължения + Собствен капитал	30 266	31 223	28 621	30 531	29 974
Собствен капитал	12 798	12 099	12 134	12 212	12 077
Основен капитал	12 000	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	385	33	354	358	434
Печалба	413	52	-234	-160	-371
Задължения	17 468	19 124	16 487	18 319	17 897
Нетекучи пасиви	1 039	819	1 038	799	820
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	3 190	4 864	4 284	7 568	7 118
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 245	6 228	6 065	2 552	3 120
Текущи пасиви	5 994	7 213	5 100	7 400	6 839
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	(981)	373	912	4 892	5 082

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	3Q 2011
Нетна печалба	192	(821)	(290)	60	(155)
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 237
Промени в оборотния капитал	(2 682)	1 354	539	2 182	190
Други постъпления от оперативна дейност	947	(1 440)	(365)	(2 226)	116
Нетен поток от оперативна дейност	(557)	487	1 391	1 615	1 388
Покупка на дълготрайни активи	(5 522)	(878)	(113)	(649)	(705)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(180)	0	42	0	0
Нетен поток от инвестиционна дейност	(5 702)	(878)	(71)	(649)	(705)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	43	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	5 990	1 493	(512)	(397)	3
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	231	(1 143)	(1 073)	(783)	(701)
Нетен паричен поток от финансова дейност	6 221	393	(1 585)	(1 180)	(698)
Изменения на паричните средства	(38)	2	(265)	(214)	(15)
Пар. средства в началото на периода	560	522	524	259	45
Пар. средства в края на периода	522	524	259	45	30
Пар. средства на акция:	0.04	0.04	0.02	0.00	0.00

Показатели	2007	2008	2009	2010	3Q 2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	-37.75	-47.64	246.28	-95.34
Счетоводна стойност (BV)	n/a	1.01	1.01	1.02	1.01
Цена/счет. стойност (P/B)	n/a	2.56	1.14	1.21	1.22
Приходи на акция	n/a	2.36	1.88	2.33	1.91
Цена/Приходи (P/S)	n/a	1.09	0.61	0.53	0.65
Цена/Паричен поток	n/a	54.09	11.35	8.91	13.66
EV (в хил. лева)	n/a	41 564	23 906	24 852	24 985
EV/Приходи	n/a	1.47	1.06	0.89	1.09
EV/ЕБИТДА	n/a	29.62	11.92	10.38	15.69
EV/ЕБИТ	n/a	4618.18	47.91	31.26	70.38
Ликвидност					
Текуща ликвидност	0.93	1.03	1.08	1.49	1.51
Бърза ликвидност	0.62	0.73	0.79	1.07	1.00
Дълг					
Дълг към активи	0.58	0.61	0.58	0.60	0.60
Interest coverage	1.43	0.01	0.63	1.08	0.70
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.33	0.47	0.44	0.69	0.66
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.58	1.36	1.50	1.48
Активи					
Inventory turnover	6.93	7.17	6.88	6.73	4.51
Days sales outstanding	95	118	136	137	156
Fixed asset turnover	1.55	1.63	1.36	1.79	1.53
Total asset turnover	0.92	0.91	0.79	0.92	0.76
Рентабилност					
Норма на печалба	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.2%	-0.7%
ЕБИТДА норма	6.0%	4.9%	8.9%	8.5%	7.0%
Basic earning power	2.3%	0.0%	1.7%	2.6%	1.2%
Възвращаемост на активите	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.2%	-0.5%
Възвращаемост на собствен капитал	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.5%	-1.3%
Възвращаемост на инвестициите	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.3%	-0.8%
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:					
	12 000 000	12 013 797	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Цена в лв- края на периода:					
	n/a	2.58	1.15	1.23	1.23
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	n/a	30 995 596	13 815 867	14 776 970	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 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 публикуваната 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 публикуваната препоръка. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.