

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	8 февруари 2012	1.22

## 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 и 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. Компанията е сертифицирана 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	27 510 626
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	600
Прогнозиран P/E (2012)	44
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.52
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.33
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.88
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	11.87

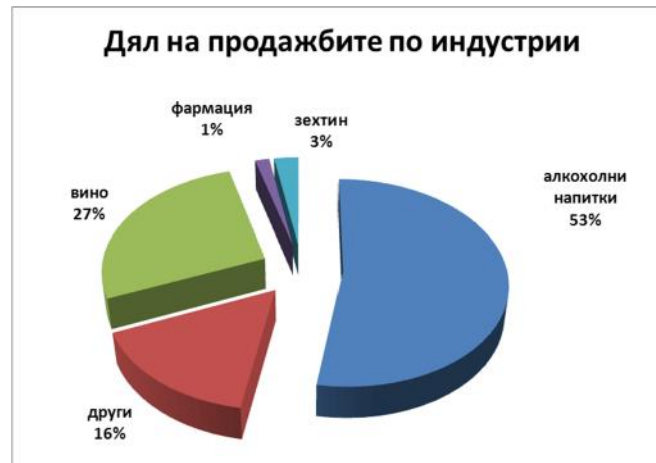
### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	0.22%
Възвръщаемост на активите	0.09%
EBITDA Margin	7.4%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	8.2%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	1.2%
Ръст на активите	0.5%

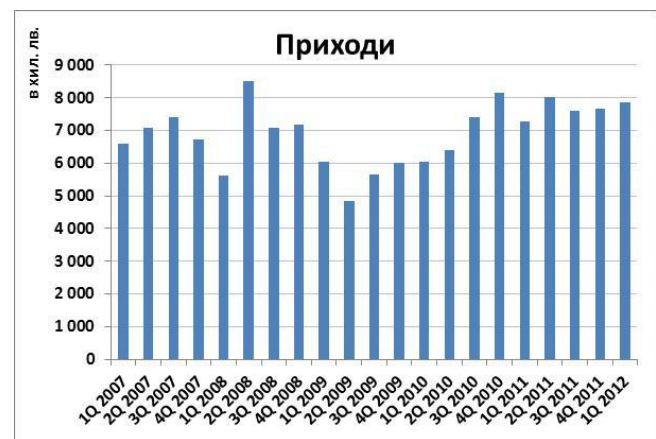
## Продажби

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, които вече заемат 27% от общите приходи. През последните години винопроизводителите активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Изменението в структурата на продажбите на Херти в началото на годината е слабо. Спадът в опаковките за фармацевтични продукти се дължи на еднократния характер на износа на конкретни опаковки за сектора.

Повишаването на продажбите на Херти на годишна база отново продължава след временното спиране през четвъртото тримесечие на 2011 г. Приходите остават на стабилни равнища, въпреки кризата в Европа и намалението на потреблението. Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от настоящите клиенти. Засега няма индикации за свиване на търсенето, но ревизираме надолу прогнозите си за растеж през 2012 г. Позитивна новина е фактът, че отражението на кризата в Европа е слабо.



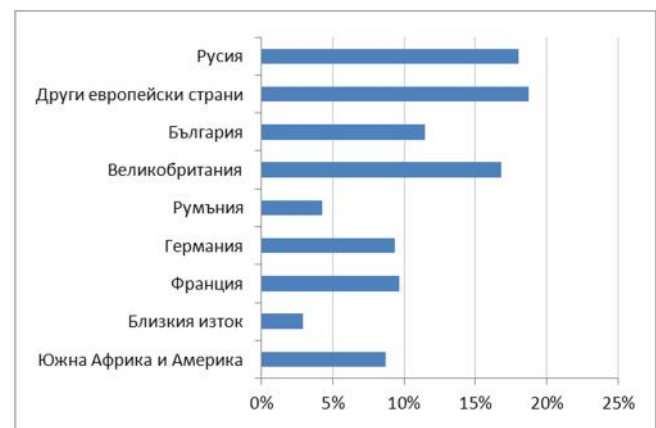
Източник: Херти



Източник: Херти

Според проучване на компанията за маркетингови анализи **Freedonia Group** пластмасовите капачки ще продължат да растат най-бързо спрямо останалите материали. В Източна Европа, където Херти има значителен пазар дял, алуминиевите капачки ще имат предимство в темповете на нарастване. В световен мащаб растежът 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 през следващите години.

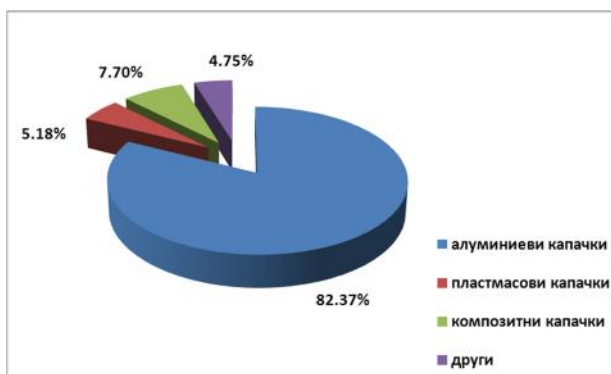
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Българският пазар представлява 11% от общите продажби на компанията, като се запазва стабилен през последните години. Расте пазарния дял на големите европейски страни, защото износет за Близкия изток намалява значително поради еднократния му характер през миналата година за фармацевтичната индустрия. Износът към Южна Африка и Америка е насочен към производителите на вино.



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 започна да изнася и за нови клиенти във Франция и Полша. Търсенето от настоящите пазари се запазва стабилно, като компанията има добри позиции и на други пазари в Европа – тя изнася алуминиеви капачки за винопроизводители в 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.

Темповете на растеж на продажбите на алуминиеви капачки се задържаха на равнището от предходната година – за първото тримесечие те се повишават с 5%. Силен растеж обаче отчитат композитните капачки, които имат принос за повишение на приходите от основната дейност на Херти със своите 77% покачване. Продажбите на пластмасови капачки намаляват в абсолютно изражение. Компанията повишава плавно цените си, като нарастването е с около 1.5%.



Източник: Херти

**Разходи**

Възстановяването на цената на алуминия се оказа краткосрочно и в края на първото тримесечие отново имаше натиск надолу. Разходите за материали на Херти се понижиха и това се отрази положително на нормата на печалба на компанията. Търсенето на суровината в глобален мащаб е под съмнения, поради забавянето в индустрии като производството на автомобили. Засега поевтиняването на алуминия е основно следствие на бягството от рискови инвестиции.

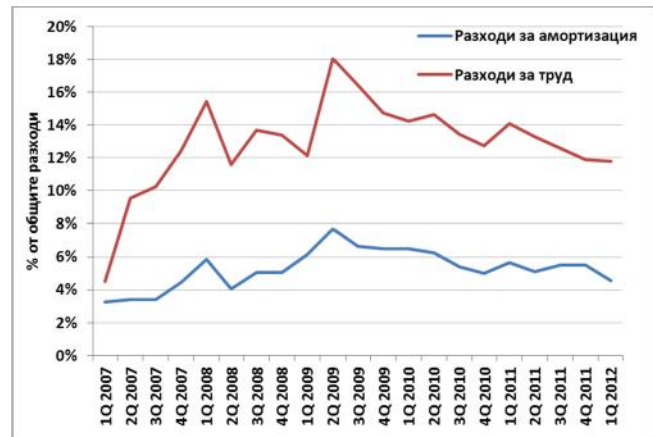


Източник: Блумбърг

Разходите за материали отчитат увеличение в началото на годината спрямо предходното тримесечие. Те обаче остават значително под пика от преди една година, което е свързано с поевтиняването на алуминия. Херти подобрява баланса си по отношение на материалните запаси, които спадат на фона на нарастването на продажбите.



Разходите за работна заплата спадат в процентно изражение спрямо общите приходи на компанията до най-ниското си равнище от 2008 г. досега. Промяната не е рязка, а е част от плавен процес, който се наблюдава през последните три години. Делът на разходите за амортизации също спада, благодарение на повишаването на приходите на компанията. Потенциалът за спадането им като процент от приходите е ограничен, като това ще допринесе за покачването на нормата на печалба през тази година.



### Сертификати за качество

От 2009 г. Херти има сертификат 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-ори др. Стандартът се прилага от доставчици в Европа, Африка, Средния Изток, Азия, Далечния Изток, Австралия, Северна и Южна Америка.

Херти АД е 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 и фрий-флоутът нарасна до 0.28%. Въпреки това, той остана твърде нисък, за да има ликвидна търговия и за българските стандарти.



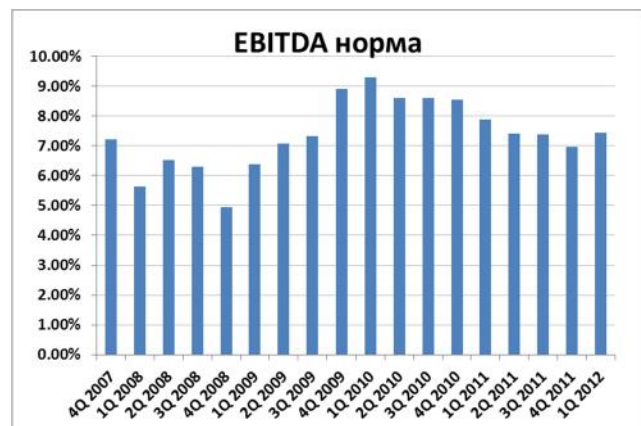
Към 31 март 2012 г.  
Източник: Херти

## Финансов анализ

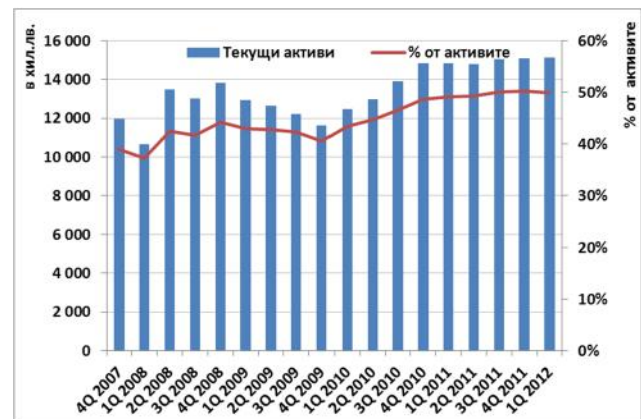
Кризата в Европа доведе до свиване на продажбите на много индустрии. Държавните дългове имат негативно отражение върху банковата система и доходите на населението. Потреблението, включително и на напитки, се ограничава. Производителите на опаковки в Европа не отчитат осезаемо намаление на приходите си, което означава, че кризата ще засегне предимно индустрията и стоките с дълготрайна употреба.

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, в следствие на поскъпването на материалите. Промяната от началото на годината е съществена, като е отчетена най-висока стойност на нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизации от края на 2010 г. на тримесечна база. За последните 12 месеца също има подобрение в показателя.

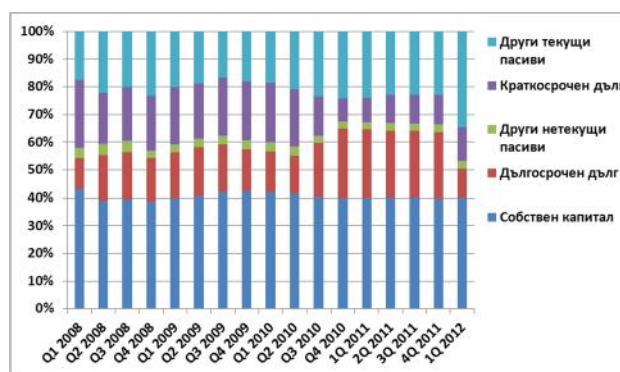


Балансът на Херти се стабилизира за последната една година и половина. Материалите отчитат спад, но остават около средния дял в запасите на компанията. Вземанията се увеличават с темпове, които отстъпват слабо на нарастването на продажбите. Оборотният капитал през последната една година се поддържа на равнището от 5 млн. лв.



Промяната в капиталовата структура на компанията се дължи на задълженията, които вече са дължими за по-малко от една година. Най-вероятно Херти ще реструктурира краткосрочните си задължения в дългосрочни, тъй като няма проблеми с обслужването им. Собственият капитал е на стабилното равнище от 40% от активите и не отчита промяна.

Коефициентите за текуща и бърза ликвидност също се промениха с изменението на структурата на дълговете.



## Прогноза

Приходите от продажби на Херти са на рекордно високи нива за компанията. Темповете на растеж обаче ще се забавят през първата половина на годината, тъй като кризата в Европа се отразява върху потребителските разходи и продажбите на стоки. За тази година залагаме 5% повишение на приходите, което е по-ниско от предишните ни прогнози, но предпочитаме консервативния подход по време на изключителна несигурност за глобалната икономика. Промяна в очакванията има и за 2013 г., като прогнозираме слабо ускорение на растежа до 10%, благодарение на подобрението на икономиката в ЕС.

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 остава сравнително ниска. Подобрението все още не може да се определи като устойчива тенденция за повишение на възвръщаемостта. 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. Добрият резултат в началото на годината е в основата на прогнозата ни за нетна печалба на компанията.

хил. лв.	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Продажби	27 783	30 965	22 529	28 002	30 569	29 402	33 626	37 829
<i>Ръст</i>	17.54%	11.45%	-27.24%	24.29%	9.17%	5.00%	10.00%	12.50%
ЕБИТДА	1 613	2 030	2 006	2 394	2 129	2 205	2 556	3 026
<i>EBITDA margin</i>	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	6.96%	7.50%	7.60%	8.00%
ЕБИТ	599	573	499	795	469	882	1 009	1 324
<i>EBIT margin</i>	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	1.53%	3.00%	3.00%	3.50%
Нетна печалба	-339	-651	-290	60	-281	368	420	579
<i>Net Profit margin</i>	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	-0.92%	1.25%	1.25%	1.53%

## Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

<b>Последна цена</b>	<b>Пазарна капитализация</b>	<b>Едногодишен рейндж</b>	<b>Среден обем (3м)</b>
1.23	14 776 970	-	-
<b>Beta</b>	<b>Промяна за 1 г.</b>	<b>Промяна на SOFIX</b>	<b>Промяна на BG40</b>
-	-	-29%	-20%

## 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

Положителният финансов резултат за последните 12 месеца се дължи на печалбата за първото тримесечие. Коефициентът цена/печалба (P/E) е много висок, като компанията трябва да отчете подобни печалби и до края на годината, за да бъде свалено до приемливи за пазара нива.

Ръстът на цената променя несъществено останалите коефициенти. Продажбите нарастват през последните години. EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции, като в момента е под негативното влияние на повишената пазарна капитализация. Изменението обаче е много слабо.

	2010	2011	12M
Последна цена	1.23	1.23	1.35
Брой акции	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Капитализация	14 776 970	14 776 970	16 218 626
Нетна печалба	80 000	-216 000	27 000
P/E - цена/печалба	184.71	-68.41	600.69
Собствен капитал	12 232 000	12 016 000	12 200 000
P/B - цена/капитал	1.21	1.23	1.33
Продажби	28 002 000	30 569 000	31 164 000
P/S - цена/продажби	0.53	0.48	0.52
EV	24 851 970	24 965 970	27 510 626
EBITDA	2 394 000	2 129 000	2 318 000
EV/EBITDA	10.38	11.73	11.87
RoE	0.65%	-1.80%	0.22%
RoA	0.26%	-0.72%	0.09%

\*Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

### 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	17.15	1.21	0.94	7.38
Капитализация	462 937	14 783 192	29 397 701	5 819 616
Цена	0.04	1.23	2.45	0.48
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		1.35		
Справедлива стойност		1.13		
Премия (отбив) от текущата цена		-16.06%		

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Издавката от компании от сектора остава почти без промяна. Разликата в средните коефициенти за оценка отразява промяната на фондовите пазари по света, които в момента са

под влияние на оттеглянето от рискови активи. Понижаването им има най-силно отражение върху коефициента  $EV/EBITDA$ , но това е компенсирано от промяната в оценката според съотношението цена/печалба, благодарение на положителния финансов резултат на Херти. Запазваме по-голямата тежест на продажбите и на  $EV/EBITDA$  във формирането на оценката.

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. Справедливата стойност на акция според сравнението с компании от отрасъла е 1.13 лв., което е малко по-ниско от предишната оценка и близо до последната цена на търговия.

---

### **Дисконтирани парични потоци**

Забавянето на темповете на растеж на приходите през годината се дължи на по-високата им база след възстановяването през 2010 г. Ръстът на продажбите беше повлиян и от икономическата криза в Европа, която се отрази и на потреблението на напитки. Поради това ревирираме надолу прогнозата си за растеж на приходите през тази година, за да отрази нарастващите икономически рискове. Херти се представя добре, въпреки осезаемото забавяне в Европа. Намаляваме и прогнозите за растежа през 2013 г., но компанията има потенциал за по-добро представяне дори и през тази година. Тези очаквания са консервативни, като в началото на годината компанията не отчита признаци на влошаване на дейността си.

Разходите за производство също растат със стабилни темпове, което притиска надолу нормата на печалба на компанията. Поради тази причина предпочитаме да задържим по-ниска нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация. Високите норми на възвръщаемост през 2009 и 2010 г. от над 8% се предполага в модела, че ще бъдат достигнати едва през 2014 г. В този случай има възможност за положителни изненади, каквито бяха отчетени през първото тримесечие, но необходимото условие за това е засилване на ръста на продажбите при слаб инфлационен натиск. 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 подобрение на нормата на печалба.

Оборотният капитал на Херти се стабилизира на равнище от 5 млн. лв. Не очакваме да продължи нарастването му, като е възможно намалението по подобие на 2007 г. Залагаме равнището му на 10% от продажбите. Повишаването на вземанията се компенсира от оптимизирането на материалните запаси, като засега не става дума за тенденция на влошаване в събираемостта. 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 воалтиленост 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 0.87 лв. и 3.48 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.32 лв. Намалението е спрямо 1.50 лв. в предходния анализ, като значителна причина за покачването е промяната на темповете на растеж на приходите и предпочитанията ни към по-консервативен ръст в модела.

---





## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Продажби</b>	27 876	28 370	22 529	28 050	30 569
Продуктови разходи	23 473	22 759	17 051	21 682	24 405
Разходи за персонала	2 519	3 779	3 419	3 846	3 955
Нетен приход от финансова дейност	(201)	(429)	(53)	(85)	(80)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 683	1 403	2 006	2 437	2 129
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 660
<b>ЕБИТ</b>	697	9	499	838	469
Разходи за лихви	489	830	789	745	685
<b>Печалба преди данъци</b>	208	(821)	(290)	93	(216)
Разходи за данъци	16	0	0	13	0
<b>Печалба след данъци</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
<b>Печалба на акция</b>	0.02	(0.07)	(0.02)	0.01	(0.02)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Общо активи</b>	30 266	31 223	28 621	30 474	30 103
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	18 008	17 409	16 544	15 681	14 987
Дълготрайни материални активи	17 729	17 114	16 206	15 396	14 702
Инвестиции	219	221	279	279	279
<b>Текущи активи</b>	12 258	13 814	12 077	14 793	15 116
Запаси	4 025	3 957	3 276	4 251	4 716
Вземания	7 343	9 333	8 542	10 497	10 243
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	522	524	259	45	157
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	30 266	31 223	28 621	30 474	30 103
<b>Собствен капитал</b>	12 798	12 099	12 134	12 232	12 016
Основен капитал	12 000	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	385	33	354	358	358
Печалба	413	52	-234	-140	-356
<b>Задължения</b>	17 468	19 124	16 487	18 242	18 087
Нетекущи пасиви	1 039	819	1 038	842	826
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	3 190	4 864	4 284	7 568	7 150
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 245	6 228	6 065	2 552	3 196
Текущи пасиви	5 994	7 213	5 100	7 280	6 915
Други задължения	0	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	(981)	373	912	4 961	5 005

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 660
Промени в оборотния капитал	(2 682)	1 354	539	2 251	44
Други постъпления от оперативна дейност	947	(1 440)	(365)	(2 315)	608
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	(557)	487	1 391	1 615	2 096
Покупка на дълготрайни активи	(5 522)	(878)	(113)	(649)	(945)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(180)	0	42	0	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(5 702)	(878)	(71)	(649)	(945)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	43	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	5 990	1 493	(512)	(397)	(91)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	231	(1 143)	(1 073)	(783)	(948)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	6 221	393	(1 585)	(1 180)	(1 039)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(38)	2	(265)	(214)	112
Пар. средства в началото на периода	560	522	524	259	45
<b>Пар. средства в края на периода</b>	522	524	259	45	157
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.04	0.04	0.02	0.00	0.01

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	-37.75	-47.64	184.71	-68.41
Счетоводна стойност (BV)	n/a	1.01	1.01	1.02	1.00
Цена/смет. стойност (P/B)	n/a	2.56	1.14	1.21	1.23
Приходи на акция	n/a	2.36	1.88	2.33	2.54
Цена/Приходи (P/S)	n/a	1.09	0.61	0.53	0.48
Цена/Паричен поток	n/a	54.09	11.35	8.80	10.23
EV (в хил. лева)	n/a	41 564	23 906	24 852	24 966
EV/Приходи	n/a	1.47	1.06	0.89	0.82
EV/ЕБИТДА	n/a	29.62	11.92	10.20	11.73
EV/ЕБИТ	n/a	4618.18	47.91	29.66	53.23
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	0.93	1.03	1.08	1.50	1.50
Бърза ликвидност	0.62	0.73	0.79	1.07	1.03
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.58	0.61	0.58	0.60	0.60
Interest coverage	1.43	0.01	0.63	1.12	0.68
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.33	0.47	0.44	0.69	0.66
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.58	1.36	1.49	1.51
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.93	7.17	6.88	6.60	6.48
Days sales outstanding	95	118	136	135	121
Fixed asset turnover	1.55	1.63	1.36	1.79	2.04
Total asset turnover	0.92	0.91	0.79	0.92	1.02
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.3%	-0.7%
ЕБИТДА норма	6.0%	4.9%	8.9%	8.7%	7.0%
Basic earning power	2.3%	0.0%	1.7%	2.7%	1.6%
Възвращаемост на активите	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.3%	-0.7%
Възвращаемост на собствен капитал	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.7%	-1.8%
Възвращаемост на инвестициите	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.4%	-1.1%
<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>					
	12 000 000	12 013 797	12 013 797	12 013 797	12 013 797
<b>Цена в лв- края на периода:</b>					
	n/a	2.58	1.15	1.23	1.23
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	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](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

**Гарантии:** 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:** Оценките на стойността на компанията са базирани на следните методи: съотношения (цена/печалба, цена/счетоводна стойност, стойност на предприятието/печалба без данъци, амортизация и лихви), историческа оценка, сравнение с конкуренти, дисконтиране (дисконтиране на парични потоци или дивиденди) и методи за оценка на активите. Оценката зависи от макроикономически фактори, включително лихвени проценти, валутни курсове, цени на суровини, очакванията за икономиката и за движенията на пазара. Тя е базирана на очаквания, които може да бъдат променени значително и без предупреждение, в зависимост от специфични фактори за компания, индустрия или държава. Поради това препоръките получени чрез тези модели може да бъдат своевременно променени. Прилагането на моделите зависи от прогнозите за редица икономически променливи и поради тази причина е налице диапазон на изменение в самия модел. Оценката, получена чрез модели, зависи от входящите данни, които от своя страна са базирани на субективното мнение на анализатор(и), отговорни за създаването ѝ.

**Препоръки:** Препоръките от анализатор(и) са базирани на специфични фактори за компанията, сектора, страната и глобалното развитие, като са сравнени с пазарните индекси. Препоръките и мненията отговарят на очакванията на ЕЛАНА Трейдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трейдинг си запазва правото да изрази различно или противоречиво мнение и препоръка за различни времеви скали или различни типове инвеститори. Освен изрично оповестено, очакваното представяне за период от 12 месеца след 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.