

| <u>Препоръка</u> | <u>Предходна</u> | <u>От дата</u> | <u>Ценова цел</u> |
|------------------|------------------|----------------|-------------------|
| Неутрална        | Неутрална        | 8 май 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

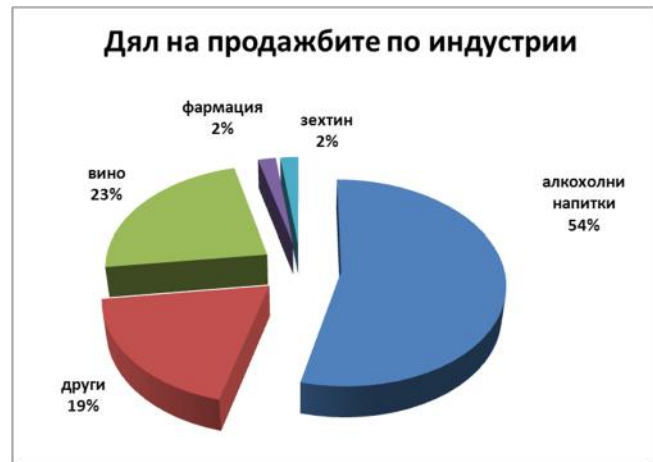
|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| Enterprise Value               | 26 491 626 |
| Доход от дивиденди             | -          |
| Текущ P/E (ttm)                | 65.14      |
| Прогнозиран P/E (2012)         | 32         |
| PEG Ratio (1yr expected)       | -          |
| Цена/Продажби (ttm)            | 0.52       |
| Цена/Счетоводна стойност (mrq) | 1.31       |
| Enterprise Value/Приходи (ttm) | 0.85       |
| Enterprise Value/EBITDA (ttm)  | 10.70      |

### Рентабилност и растеж

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| Възвръщаемост на капитала       | -     |
| Възвръщаемост на собст. капитал | 2.01% |
| Възвръщаемост на активите       | 0.82% |
| EBITDA Margin                   | 7.4%  |
| Норма на Нетна печалба          | -     |
| Ръст на приходите               | -5.1% |
| Ръст на печалбата на акция      | -     |
| Ръст на капитала                | 2.3%  |
| Ръст на активите                | 1.4%  |

## Продажби

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на високо алкохолни напитки. Изменението от началото на годината е слабо, като сегментът вече заема 54% от приходите. Алуминиевите капачки за вино губят част от значението си за приходите до 24% от общите. 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.



Източник: Херти

Херти отчита лек спад на приходите за тримесечието на годишна база. Забавянето на растежа се дължи на спад в продажбите на основен за компанията сегмент, а именно алуминиеви капачки за вино. Поради големия им относителен дял като абсолютна стойност, намалените продажби в сегмента на капачки за вино и зехтин редуцират общата стойност на растеж на продажбите. Повишените продажби в сегментите фармация, алкохол и други като абсолютна стойност надвишава загубите, но растежа е редуциран в сравнение с растежа от предходните две тримесечия.

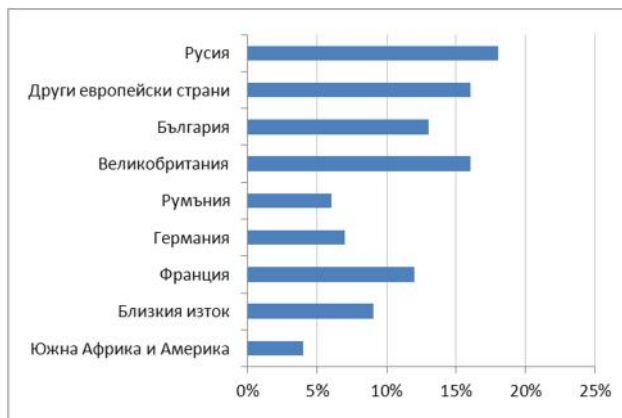


Източник: Херти

## Пазар на напитки в България

Продажбите на напитки в България се свива през последните години. Данните за пазара на безалкохолни напитки показват намаление през първите шест месеца на годината, макар и със забавяне на темповете на спад. Единственият сегмент с повишение на продажбите е бутилираната вода. В реално изражение намалението е с 1.5%, като това е забавяне спрямо предходната година. Очакванията в сектора са за възстановяване на потреблението и за приключване на годината без промяна в консумацията. Най-добре ще се представят водите и негазираните напитки, където продажбите се предвижда да нараснат съответно с 1% и 3%. На пазара на алкохолни напитки се наблюдава също свиване, но това най-вече се дължи на нарастването на нелегалното производство.

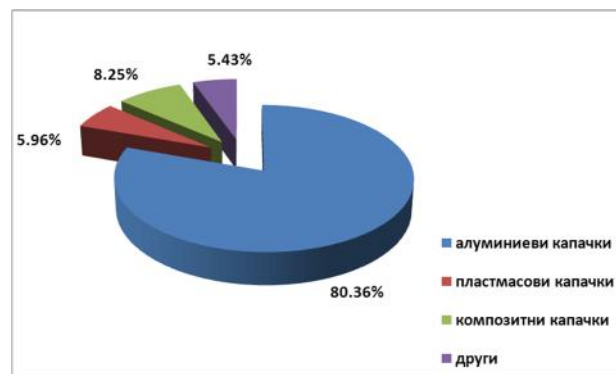
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Българският пазар представлява 13% от общите продажби на компанията, като тя бележи ръст. Стабилно повишение на продажбите има и на европейските пазари, като Херти участва на изложения в търсене на клиенти от чужбина. Повишение се забелязва и в износа на компанията за Близкия изток. Регионът се характеризира със значителна динамика при доставките, защото през миналата година имаше еднократни доставки 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.

Изменението в структурата на приходите по видове продукти продължи да отразява увеличението на продажбите на композитни капачки, които се удвояват на годишна база. Растежът на продажбите на алуминиеви капачки е много малък, като делът им слезе до 80% от общите. Продажбите на пластмасови капачки намаляват в абсолютно изражение. Компанията повишава плавно цените си, като нарастването е с около 1.5%.



Източник: Херти

## Разходи

Цената на алуминия слезе до нови най-ниски нива за последните две години и приключи второто тримесечие под 2000 долара за тон. Разходите за материали се понижават, най-вече благодарение на алуминия.

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, поради дълговата криза в Европа и ефектите от нея върху индустриалното производство в Азия.

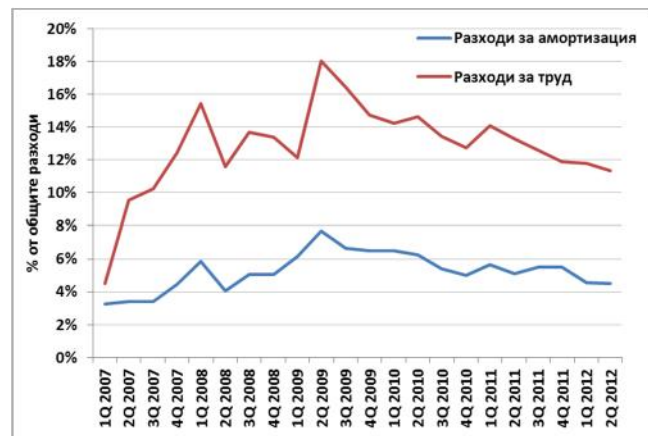


Източник: Блумбърг

Разходите за материали се повишават спрямо края на миналата година, но нетните разходи на компанията като процент от приходите се запазва. Те обаче остават 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. Това се дължи, както на промяна в ценовата политика на компанията, така и на по-голяма ефективност при контрола на разходите.



Разходите за работна заплата продължават да намаляват в процентно изражение спрямо общите приходи на компанията. Промяната не е рязка, а е част от плавен процес, който се наблюдава през последните три години и се дължи на нарастването на приходите и оптимизирането на разходите. При амортизациите се наблюдава задържане на нивото им, тъй като промяната в приходите има по-малък ефект върху тези разходи. Потенциалът за спадането им като процент от приходите е ограничен.



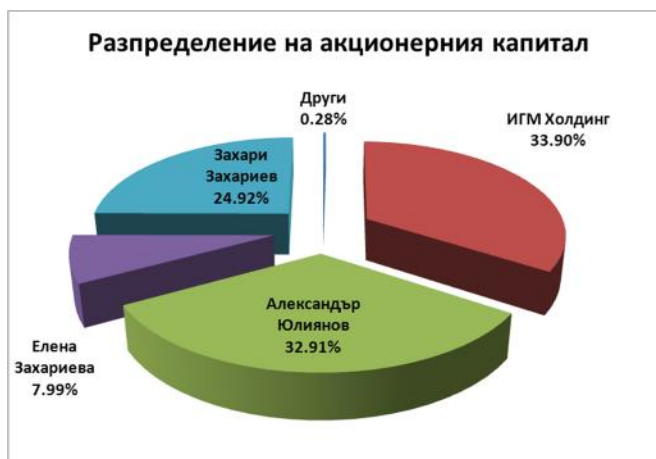
### **Сертификати за качество**

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-опри 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 30 юни 2012 г.  
Източник: Херти

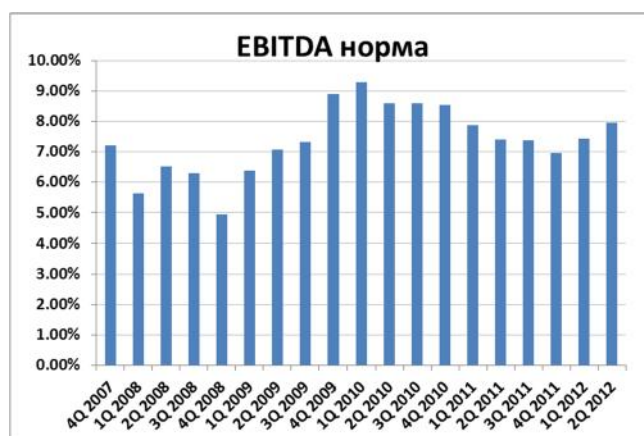
## Финансов анализ

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. Очакваме секторът да бъде засегнат най-вече чрез забавяне на темповете на растеж и да няма свиване на продажбите.

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.

Херти има два одобрени проекта по европейски програми. Първият е за въвеждане на ERP система и е за 300 000 евро, а вторият е за закупуване на нова лакираща линия в размер на 1.2 млн. евро.

Нормата на печалбата преди данъци, лихви и амортизации отчита повишение за второ поредно тримесечие. Това се дължи на поевтиняването на алуминия, който е основна суровина при производството. За последните 12 месеца също има подобрение в показателя. То е основно в резултат на увеличение в продажбите и на намаление на разходите за възнаграждения.

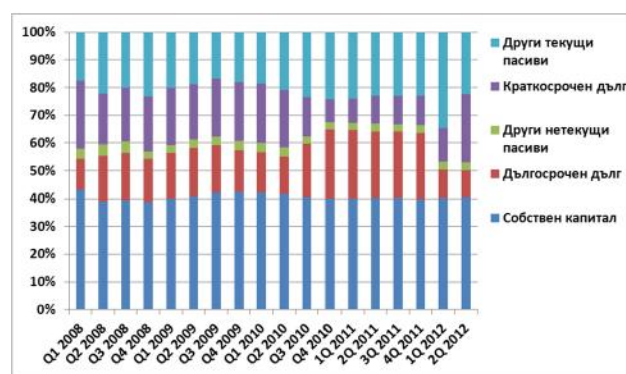
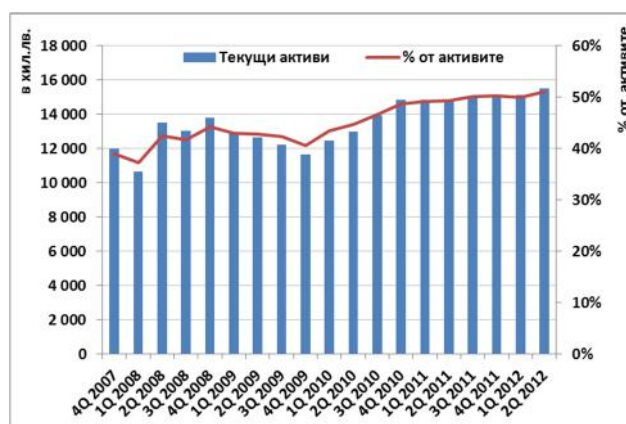




Балансът на Херти се стабилизира за последните две години. Разходите за материали се покачват слабо от началото на годината, предвид повишението на приходите. На годишна база те са надолу, но допринасят незначително за подобрието на нормата на печалба.

Вземанията отново нараснаха, но се увеличават с темпове, които отстъпват слабо на покачването на продажбите. Материалните запаси останаха без промяна. Оборотният капитал през последната една година падна значително от 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. Както очаквахме, темповете на растеж на приходите се забавят спрямо постигнатото преди една година, поради кризата в Европа. Добрите резултати през първото тримесечие и незначителния спад през второто показват ограничени ефекти на кризата върху дейността на компанията. Поради това запазваме очакванията си за растеж през 2012 г. от 5% на приходите, предвид глобалния характер на кризата и несигурността в момента. За 2013 г., като прогнозираме слабо ускорение на растежа до 10%, благодарение на подобрието 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. В момента подобрието се дължи на поевтиняването на алуминия, като запазваме прогнозата за EBITDA норма от 7.5%. 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 през първата половина 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 | 32 097 | 35 307 | 39 721 |
| <i>Ръст</i>              | 17.54% | 11.45% | -27.24% | 24.29% | 9.17%  | 5.00%  | 10.00% | 12.50% |
| EBITDA                   | 1 613  | 2 030  | 2 006   | 2 394  | 2 129  | 2 407  | 2 683  | 3 178  |
| <i>EBITDA margin</i>     | 5.81%  | 6.56%  | 8.90%   | 8.55%  | 6.96%  | 7.50%  | 7.60%  | 8.00%  |
| EBIT                     | 599    | 573    | 499     | 795    | 469    | 963    | 1 059  | 1 390  |
| <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   | 401    | 441    | 608    |
| <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> |
| 1.35                 | 16 218 626                   | -                         | -                       |
| <b>Beta</b>          | <b>Промяна за 1 г.</b>       | <b>Промяна на SOFIX</b>   | <b>Промяна на BG40</b>  |
| -                    | +9.76%                       | -24.5%                    | -13.7%                  |

## 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

Подобряването на нормата на печалба на Херти доведе до положителен финансов резултат за последните 12 месеца и до съотношение цена/печалба от 65. Тази стойност е висока, но несъмнено представлява подобряване спрямо предишни години. Запазването на нормата на печалба до края на годината ще подобри цена/печалба, но тя ще остане над средното за пазара.

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   | 249 000    |
| P/E - цена/печалба  | 184.71     | -68.41     | 65.14      |
| Собствен капитал    | 12 232 000 | 12 016 000 | 12 365 000 |
| P/B - цена/капитал  | 1.21       | 1.23       | 1.31       |
| Продажби            | 28 002 000 | 30 569 000 | 31 123 000 |
| P/S - цена/продажби | 0.53       | 0.48       | 0.52       |
| EV                  | 24 851 970 | 24 965 970 | 26 491 626 |
| EBITDA              | 2 394 000  | 2 129 000  | 2 476 000  |
| EV/EBITDA           | 10.38      | 11.73      | 10.70      |
| RoE                 | 0.65%      | -1.80%     | 2.01%      |
| RoA                 | 0.26%      | -0.72%     | 0.82%      |

\*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                          | 13.59     | 1.13       | 0.81       | 7.12      |
| Капитализация                   | 3 384 287 | 13 913 499 | 25 149 495 | 7 346 512 |
| Цена                            | 0.28      | 1.16       | 2.09       | 0.61      |
| Тежест                          | 20%       | 20%        | 30%        | 30%       |
| Текуща цена                     |           | 1.35       |            |           |
| Справедлива стойност            |           | 1.10       |            |           |
| Премия (отбив) от текущата цена |           | -18.56%    |            |           |

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Извадката 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. Стойностите им намаляват спрямо предишния анализ, което е най-силно при цена/печалба. Понижението на показателите обаче е компенсирано в значителна степен от подобрението на финансовите резултати на компанията. Справедливата стойност на акция според оценката с компании от сектора е 1.10 лв., което е незначително намаление спрямо 1.13 лв. от предходния анализ.

## Дисконтирани парични потоци

Подобряването на финансовите резултати на Херти продължи на фона на дълговата криза в Европа. Забавянето на темповете на растеж се дължи на по-високата им база след възстановяването през 2010 г. Запазваме прогнозите си за растеж на приходите през тази година, направени в предишния анализ, за да отразят икономическите рискове. Данните за второто тримесечие подсказват, че компанията няма да остане незасегната от кризата, но не очакваме това да се отрази забележимо върху резултатите ѝ или върху оценката на акцията.

Запазваме също и нормата на печалба като застраховка срещу негативните ефекти от кризата, въпреки че засега тя се отразява положително върху разходите на Херти за алуминий. Положителна изненада може да стане факт при запазване на продажбите или слабо увеличение през втората половина на годината, ако няма допълнителен инфлационен натиск върху цената на алуминия. Оптимизъм на финансовите пазари обаче ще означава и поскъпване на суровината, така че потенциалът за подобрене на нормата на печалба е малък.

Оборотният капитал на Херти намаля значително спрямо равнището от 5 млн. лв., което беше поддържано през 2011 г. Това се дължи на промяната в матурирестната структура на банковите заеми на компанията и не отразява съществено изменение при останалите активи и пасиви на компанията. Поради тази причина залагаме по-висока стойност на оборотния капитал в дългосрочен период.

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 0.82 лв. и 3.26 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.41 лв. Тя се повишава спрямо 1.32 лв. в предходния анализ, като значителна причина е промяната на оборотния капитал и предпочитанията ни към по-консервативен ръст в модела.

| Херти                      |        |       |       |       |             |       |       |       |       |       | Terminal |
|----------------------------|--------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| BGN'000                    | 2012   | 2013  | 2014  | 2015  | 2016        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | Year     |
| ЕБИТ                       | 802    | 918   | 1 192 | 1 311 | 1 888       | 2 001 | 2 101 | 2 458 | 2 544 | 2 633 | 2 725    |
| ЕБИТ(1-Т)                  | 722    | 826   | 1 072 | 1 180 | 1 699       | 1 801 | 1 891 | 2 212 | 2 290 | 2 370 | 2 453    |
| Плюс: Амортизации          | 1 605  | 1 765 | 1 986 | 2 185 | 1 888       | 2 001 | 2 101 | 1 912 | 1 979 | 2 048 | 2 120    |
| Минус: Инвестиции          | 802    | 883   | 993   | 1 092 | 1 180       | 1 501 | 1 576 | 1 912 | 1 979 | 2 048 | 2 120    |
| Минус: Промяна об. капитал | -2 324 | 257   | 353   | 318   | 280         | 227   | 200   | 168   | 153   | 158   | 170      |
| FCF                        | 3 849  | 1 452 | 1 712 | 1 954 | 2 127       | 2 074 | 2 216 | 2 044 | 2 137 | 2 211 | 2 283    |
| PV FCF                     | 3 499  | 1 200 | 1 287 | 1 335 | 1 321       | 1 171 | 1 137 | 954   | 906   | 853   |          |
| Sum of PV FCF              | 13 661 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| PV of Continuing Value     | 13 542 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| Total PV Free Cash Flows   | 27 203 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| Минус: Лихвоносен дълг     | 10 428 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| Плюс: Финансови активи     | 155    |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| НС на капитала             | 16 930 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| Брой акции (хил.)          | 12 014 |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
| Цена на акция              | 1.41   |       |       |       |             |       |       |       |       |       |          |
|                            |        |       |       | WACC  | Growth Rate |       |       |       |       |       |          |
|                            |        |       |       |       | SA          | 2.0%  | 3.0%  | 3.5%  | 4.0%  | 5.0%  |          |
|                            |        |       |       |       | 8.0%        | 1.87  | 2.15  | 2.34  | 2.57  | 3.26  |          |
|                            |        |       |       |       | 9.0%        | 1.50  | 1.68  | 1.79  | 1.93  | 2.30  |          |
|                            |        |       |       |       | 10.0%       | 1.21  | 1.33  | 1.41  | 1.50  | 1.72  |          |
|                            |        |       |       | 11.0% | 0.99        | 1.08  | 1.13  | 1.19  | 1.33  |       |          |
|                            |        |       |       | 12.0% | 0.82        | 0.88  | 0.92  | 0.96  | 1.05  |       |          |

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



**Оценка**

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.25 лв. в сравнение с 1.22 лв. от предишния тримесечен анализ. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията, като се дължи най-вече на промяната в дисконтираните парични потоци.

| Метод              | Цена | Тежест      |
|--------------------|------|-------------|
| Сравнение - сектор | 1.10 | 50%         |
| DCF                | 1.41 | 50%         |
| <b>Цена (лв.)</b>  |      | <b>1.25</b> |

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 1.25 лв.

Промяната в оценката с последните два анализа е съществена, като се дължи основно на измененията в глобалната пазарна конюнктура. Херти подобрява финансовите си резултати и продължава да отчита растеж, който смятаме, че ще се ускори през следващите години, но с бавни темпове. Рисковете пред европейската икономика са значителни, но не очакваме да се засили кризата и да се повторят събитията от 2008-2009 г.

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.) | 2009   | 2010   | 2011   | 1Н 2011 | 1Н 2012 |
|---|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Продажби</b>                             | 22 529 | 28 050 | 30 569 | 15 296  | 15 850  |
| Продуктови разходи                          | 17 051 | 21 682 | 24 405 | 12 065  | 12 665  |
| Разходи за персонала                        | 3 419  | 3 846  | 3 955  | 2 089   | 1 830   |
| Нетен приход от финансова дейност           | (53)   | (85)   | (80)   | (142)   | (8)     |
| Други приходи и разходи                     | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| <b>ЕБИТДА</b>                               | 2 006  | 2 437  | 2 129  | 1 000   | 1 347   |
| Амортизация                                 | 1 507  | 1 599  | 1 660  | 820     | 715     |
| <b>ЕБИТ</b>                                 | 499    | 838    | 469    | 180     | 632     |
| Разходи за лихви                            | 789    | 745    | 685    | 336     | 323     |
| <b>Печалба преди данъци</b>                 | (290)  | 93     | (216)  | (156)   | 309     |
| Разходи за данъци                           | 0      | 13     | 0      | 0       | 0       |
| <b>Печалба след данъци</b>                  | (290)  | 80     | (216)  | (156)   | 309     |
| Миноритарен дял                             | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| <b>Нетна печалба</b>                        | (290)  | 80     | (216)  | (156)   | 309     |
| <b>Печалба на акция</b>                     | (0.02) | 0.01   | (0.02) | (0.01)  | 0.03    |

| Баланс (в хил. лв.)                            | 2009   | 2010   | 2011   | 1Н 2011 | 1Н 2012 |
|--|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Общо активи</b>                             | 28 621 | 30 474 | 30 103 | 30 029  | 30 437  |
| Невнесен капитал                               | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| <b>Нетекучи активи</b>                         | 16 544 | 15 681 | 14 987 | 15 226  | 14 918  |
| Дълготрайни материални активи                  | 16 206 | 15 396 | 14 702 | 14 941  | 14 548  |
| Инвестиции                                     | 279    | 279    | 279    | 279     | 279     |
| <b>Текущи активи</b>                           | 12 077 | 14 793 | 15 116 | 14 803  | 15 519  |
| Запаси   | 3 276  | 4 251  | 4 716  | 4 584   | 4 102   |
| Вземания                                       | 8 542  | 10 497 | 10 243 | 10 174  | 11 262  |
| Финансови активи                               | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| Парични средства в брой                        | 259    | 45     | 157    | 45      | 155     |
| <b>Задължения + Собствен капитал</b>           | 28 621 | 30 474 | 30 103 | 30 029  | 30 437  |
| <b>Собствен капитал</b>                        | 12 134 | 12 232 | 12 016 | 12 076  | 12 365  |
| Основен капитал                                | 12 014 | 12 014 | 12 014 | 12 014  | 12 014  |
| Резерви  | 354    | 358    | 358    | 434     | 438     |
| Печалба  | -234   | -140   | -356   | -372    | -87     |
| <b>Задължения</b>                              | 16 487 | 18 242 | 18 087 | 17 953  | 18 072  |
| Нетекучи пасиви                                | 1 038  | 842    | 826    | 8 028   | 3 730   |
| Дългосрочни задължения по получени банк. заеми | 4 284  | 7 568  | 7 150  | 7 206   | 2 922   |
| Краткоср. задълж. по получени банкови заеми    | 6 065  | 2 552  | 3 196  | 3 040   | 7 506   |
| Текущи пасиви                                  | 5 100  | 7 280  | 6 915  | 6 885   | 6 836   |
| Други задължения                               | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| <b>Оборотен капитал</b>                        | 912    | 4 961  | 5 005  | 4 878   | 1 177   |

| Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)          | 2009    | 2010    | 2011    | 1Н 2011 | 1Н 2012 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Нетна печалба</b>                            | (290)   | 80      | (216)   | (156)   | 309     |
| Амортизация                                     | 1 507   | 1 599   | 1 660   | 820     | 715     |
| Промени в оборотния капитал                     | 539     | 4 049   | 44      | (127)   | (3 701) |
| Други постъпления от оперативна дейност         | (365)   | (4 113) | 608     | 349     | 3 297   |
| <b>Нетен поток от оперативна дейност</b>        | 1 391   | 1 615   | 2 096   | 886     | 620     |
| Покупка на дълготрайни активи                   | (113)   | (649)   | (945)   | (448)   | (250)   |
| Други постъпления от инвестиционна дейност      | 42      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>     | (71)    | (649)   | (945)   | (448)   | (250)   |
| Постъпления/Плащания от ценни книжа             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Постъпления/Плащания от заеми                   | (512)   | (397)   | (91)    | 39      | 79      |
| Изплатени дивиденди                             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Други постъпления от инвестиционна дейност      | (1 073) | (783)   | (948)   | (477)   | (451)   |
| <b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b> | (1 585) | (1 180) | (1 039) | (438)   | (372)   |
| <b>Изменения на паричните средства</b>          | (265)   | (214)   | 112     | 0       | (2)     |
| Пар. средства в началото на периода             | 524     | 259     | 45      | 45      | 157     |
| <b>Пар. средства в края на периода</b>          | 259     | 45      | 157     | 45      | 155     |
| <b>Пар. средства на акция:</b>                  | 0.02    | 0.00    | 0.01    | 0.00    | 0.01    |

| Показатели  | 2009       | 2010       | 2011       | 1H 2012    |
|---|------------|------------|------------|------------|
| <b>Коефициенти за оценка</b>                      |            |            |            |            |
| Цена/Печалба (P/E)                                | -47.64     | 184.71     | -68.41     | 65.14      |
| Счетоводна стойност (BV)                          | 1.01       | 1.02       | 1.00       | 1.03       |
| Цена/смет. стойност (P/B)                         | 1.14       | 1.21       | 1.23       | 1.31       |
| Приходи на акция                                  | 1.88       | 2.33       | 2.54       | 2.59       |
| Цена/Приходи (P/S)                                | 0.61       | 0.53       | 0.48       | 0.52       |
| Цена/Паричен поток                                | 11.35      | 8.80       | 10.23      | 15.84      |
| EV (в хил. лева)                                  | 23 906     | 24 852     | 24 966     | 26 492     |
| EV/Приходи  | 1.06       | 0.89       | 0.82       | 0.85       |
| EV/ЕБИТДА   | 11.92      | 10.20      | 11.73      | 10.70      |
| EV/ЕБИТ   | 47.91      | 29.66      | 53.23      | 28.76      |
| <b>Ликвидност</b>                                 |            |            |            |            |
| Текуща ликвидност                                 | 1.08       | 1.50       | 1.50       | 1.08       |
| Бърза ликвидност                                  | 0.79       | 1.07       | 1.03       | 0.80       |
| <b>Дълг</b>                                       |            |            |            |            |
| Дълг към активи                                   | 0.58       | 0.60       | 0.60       | 0.59       |
| Interest coverage                                 | 0.63       | 1.12       | 0.68       | 1.37       |
| Дългосрочен дълг/Собствен капитал                 | 0.44       | 0.69       | 0.66       | 0.54       |
| Дълг/Собствен капитал                             | 1.36       | 1.49       | 1.51       | 1.46       |
| <b>Активи</b>                                     |            |            |            |            |
| Inventory turnover                                | 6.88       | 6.60       | 6.48       | 7.59       |
| Days sales outstanding                            | 136        | 135        | 121        | 130        |
| Fixed asset turnover                              | 1.36       | 1.79       | 2.04       | 2.09       |
| Total asset turnover                              | 0.79       | 0.92       | 1.02       | 1.02       |
| <b>Рентабилност</b>                               |            |            |            |            |
| Норма на печалба                                  | -1.3%      | 0.3%       | -0.7%      | 0.8%       |
| ЕБИТДА норма                                      | 8.9%       | 8.7%       | 7.0%       | 8.0%       |
| Basic earning power                               | 1.7%       | 2.7%       | 1.6%       | 3.0%       |
| Възвращаемост на активите                         | -1.0%      | 0.3%       | -0.7%      | 0.8%       |
| Възвращаемост на собствен капитал                 | -2.4%      | 0.7%       | -1.8%      | 2.0%       |
| Възвращаемост на инвестициите                     | -1.7%      | 0.4%       | -1.1%      | 1.3%       |
| <b>Информация за дивиденди</b>                    |            |            |            |            |
| Доход от дивиденди                                | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        |
| Дивидент на акция                                 | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        |
| <b>Брой акции:</b>                                |            |            |            |            |
| 12 013 797  | 12 013 797 | 12 013 797 | 12 013 797 | 12 013 797 |
| <b>Цена в лв- края на периода:</b>                |            |            |            |            |
| 1.15  | 1.23       | 1.23       | 1.23       | 1.35       |
| <b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b> |            |            |            |            |
| 13 815 867  | 14 776 970 | 14 776 970 | 14 776 970 | 16 218 626 |

## За повече информация:

Анализатор  
Цветослав Цачев  
Тамара Бечева

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

E-mail:  
[tsachev@elana.net](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

Интернет:  
[www.elana.net](http://www.elana.net)  
[www.elana.net](http://www.elana.net)

Пояснения

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) ЕЛАНА Трејдинг 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 Трејдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трејдинг 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 подсури 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 Трејдинг, 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 Трејдинг 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 Трејдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трејдинг предприема необходими 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 Трејдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трејдинг 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.