

Борсов код: **HTV**  
 Bloomberg: **HTV BU**

Цена: **1.50 лв.**  
 Капитализация: **18 021 000 лв.**  
 Промяна за 1 год.: **+22%**  
 Рейндж за 1 год.: **1.35-1.50 лв.**

Оценка на акция: **1.52 лв.**  
 Препоръка: **Задържай**  
 Цел: **1.52 лв.**



### Показатели за оценка

Enterprise Value	25 074 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (12M)	34.0
Прогнозиран P/E (2013)	-
Цена/Продажби (12M)	0.60
Цена/Счетоводна стойност	1.43
Enterprise Value/Приходи (12M)	0.83
Enterprise Value/EBITDA (12M)	10.00

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на собствен капитал	4.2%
Възвръщаемост на активите	1.7%
EBITDA норма	8.3%
Норма на нетна печалба	1.8%
Ръст на приходите*	-0.5%
Ръст на печалбата на акция*	-
Ръст на капитала*	3.5%
Ръст на активите*	2.0%

\*на годишна база

- Херти произвежда капачки за бутилки и цялостни решения за опаковки за производители на различни марки вино и алкохолни напитки, минерални води и сокове, зехтин и лекарства. Продуктите на компанията отговарят на високи изисквания за качество.
- 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 55% от приходите.
- Продукцията на компанията е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Българският пазар представлява 14% от общите продажби на дружеството. През последните две години делът на страната се увеличава слабо, но постоянно. Продажбите се разпределят още и между важните пазари на Русия, Великобритания и Франция, като значението на европейските страни се покачва.
- Прогнозите на компанията са за повишение на приходите през тази година, включително и благодарение на новото дружество в Германия, което ще допринесе за утвърждаването на продуктите на Херти на този пазар.
- Книжата на Херти се търгуват слабо, тъй като публичното предлагане на акции съвпадна с борсовата криза в България и инвестиционният интерес се оказа много ограничен. Компанията планираше да използва набраните средства, за да намали задлъжнялостта си и да продължи с инвестиционната си програма.
- 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. Големите акционери продължиха да продават малък брой акции и фрий-флоутът нарасна до 0.28%. Въпреки това, той остана твърден, за да има ликвидна търговия и за българските стандарти.

**Преглед на компанията**

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 ѝ.

В структурата на компанията са включени пет дъщерни дружества:

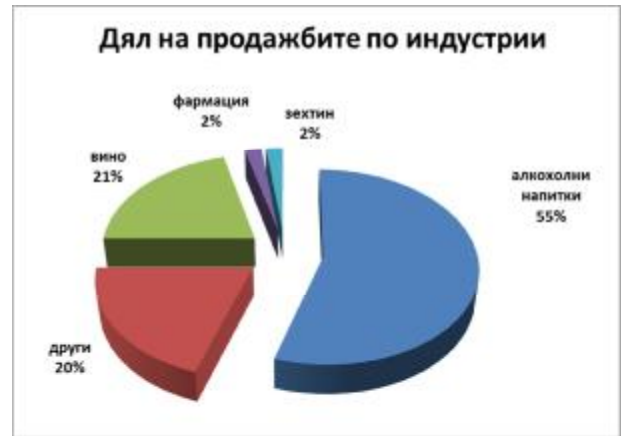
- Тихерт ЕАД – 100% от капитала;
- Херти Англия – 100% от капитала;
- Херти Франция – 100% от капитала;
- Херти Германия – 100% от капитала;
- Херти Груп Интернешънъл – 49.00%.

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.

**Структура на продажбите**

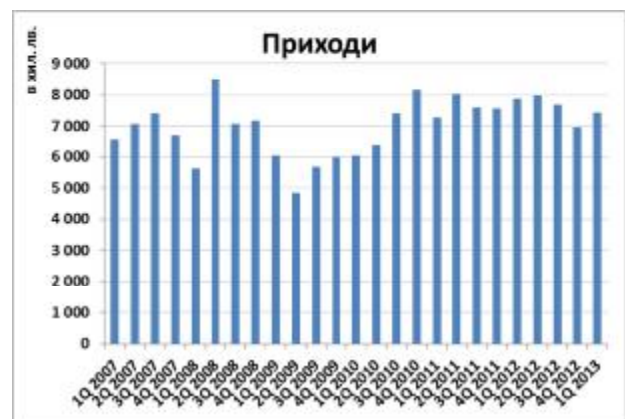
По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на високо алкохолни напитки. Изменението през последната една година е слабо, като сегментът вече заема 55% от приходите. Алуминиевите капачки за вино губят част от значението си за приходите и формират 21% от общите. През последните години винопроизводителите

активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Потреблението на вино в Европа отчита намаление, но значението на винтовите капачки ще нараства.



Източник: Херти

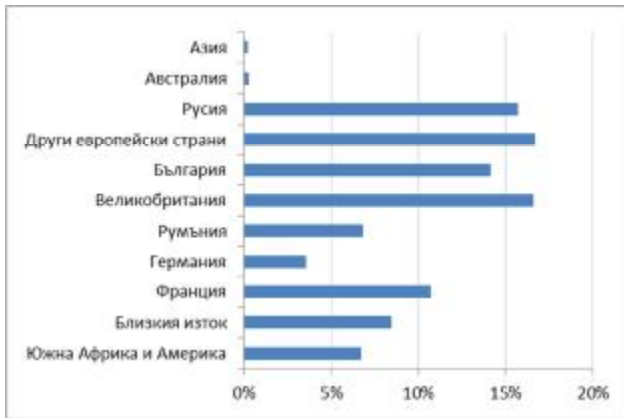
Продажбите на компанията на годишна база се понижават с 5.6% през първото тримесечие на 2013 г. Това потвърждава тенденцията на намаление от края на миналата година, но и се дължи на добрите резултати от година по-рано. Спадът през тримесечието съвпада с рецесията в Европа, която неминуемо се отразява на потреблението на напитки. Това е основателна причина за по-консервативни прогнози, като ревизираме очакванията за продажбите през тази година.



Източник: Херти

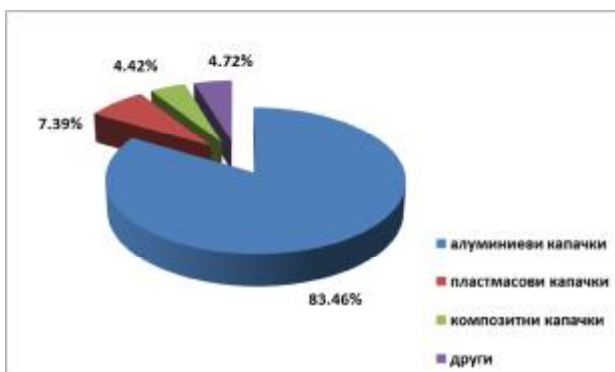
Прогнозите на компанията в началото на годината бяха за ръст от около 10% през 2013 г., включително и благодарение на новото дружество в Германия, което ще стартира дейност през второто полугодие. В края на миналата година фирмата закупи машина за топъл печат и челен релеф вър-

ху алуминиеви капачки, което ще разшири продуктовото портфолио и ще привлече нови клиенти. Поръчките през първото тримесечие намаляват, като спадът се усеща основно на пазарите в Европа.



Източник: Херти

Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Българският пазар представлява 14% от общите продажби на компанията. През последните две години делът на страната се увеличава слабо, но постоянно. Продажбите се разпределят още и между важните пазари на Русия, Великобритания и Франция, като значението на европейските страни се покачва. Дъщерните дружества във Франция и Великобритания подпомагат значително присъствието на тези пазари. Херти участва на специализирани изложения в търсене на клиенти от чужбина. Износът към Южна Африка и Америка е насочен към производителите на вино.



Източник: Херти

Алуминиевите капачки повишават дела си в приходите за първото тримесечие спрямо средното за миналата година. Това изменение е за сметка на композитните капач-

ки, които достигат дял от 4.7% от общите продажби. Значението им за приходите през тази година е голямо, тъй като се очаква да са един от генераторите за растеж.

### Потребление на алкохолни напитки

През последните пет години се наблюдава слабо намаление на потреблението на алкохолни напитки в Европа. Тенденцията за спад е по-осезаема при виното, докато потреблението на спиртни напитки остава на средното си равнище за последното десетилетие. Има промяна и в потреблението по региони – на север расте, а в Южна Европа намалява.

### 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-op и др. Стандартът се прилага от доставчици в Европа, Африка, Средния Изток, Азия, Далечния Изток, Австралия, Северна и Южна Америка.

Херти 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.

### Финансов анализ

Цената на алуминия е определящ фактор за финансовото представяне на Херти, тъй като представлява над половината от разходите за дейността. От средата на февруари се наблюдава отново тенденция на поевтиняване на суровината. Цената слезе до най-ниското си равнище за последните три години.

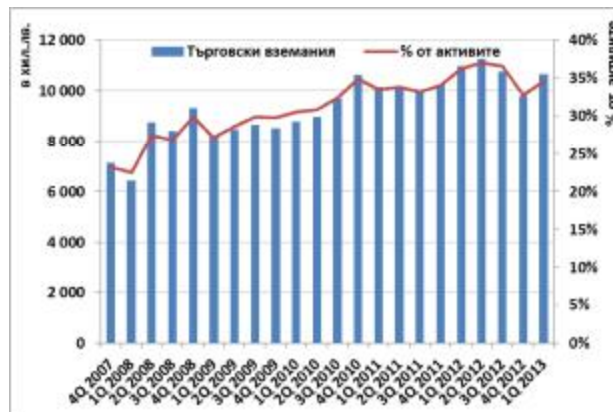


По-ниската цена на суровината ще подкрепи нормата на печалба през второто тримесечие на 2013 г. В момента има излишък в производството на метала, тъй като търсенето изостава от производството.

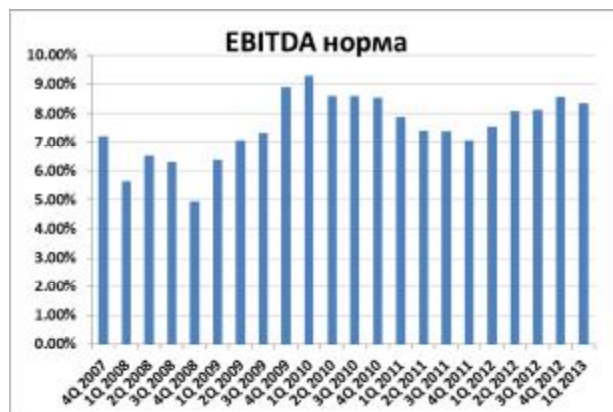


Разходите за материали се запазват без промяна като дял от приходите, а увеличението им отразява нарастването на приходите през първото тримесечие. Разходите за амортизация се понижават в началото на годината и заемат 4.3% от общите приходи. Това равнище е най-ниско за последните пет години.

Материалните запаси остават на равнище, което е по-високо от средното, но не до нива, които да показват затруднения в реализирането на готовата продукция.



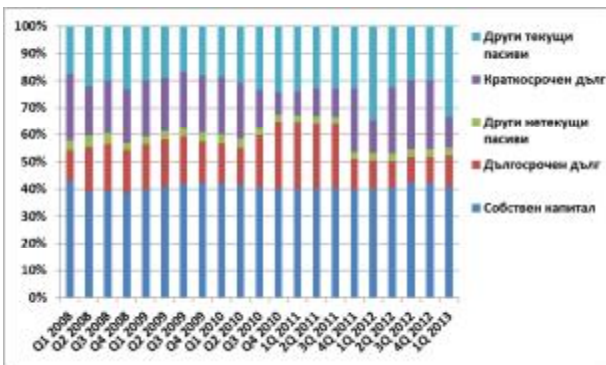
Вземанията от търговски контрагенти отбелязват отново повишение, но в процентно изражение като дял от активите няма съществена промяна спрямо последните три години.



Нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация отчита намаление в началото на годината. Това води до спад и на резултата за последните 12 месеца. Влошаването не е съществено и печалбата остава на средното равнище от последните пет тримесечия.

Влияние върху подобрието на нормата на печалба през последните няколко години оказва намалението на разходите за лихви. Спадът на цените на суровините и на амортизацията допринасят в по-голяма степен през 2012 г. за ръста на нормата на печалба, но разходите за материали отново имат негативно влияние върху резултата в началото на годината.





Промяната в структурата на капитала на Херти не е съществена. Равнището на другите текущи активи отново се повишава, тъй като компанията има предстоящи плащания по краткосрочния банков заем, но на практика задлъжнялостта на фирмата не се променя.

Банковите заеми на Херти се движат около равнището от 80% от собствения капитал. Компанията не среща трудности с обслужването на банковите си заеми.

Коефициентите за текуща и бърза ликвидност са по-високи от единица и също показват добра платежоспособност. Те се повишават плавно през последната година. Оборотният капитал на дружеството надхвърли нивото от 1 млн. лв. преди една година, а нарастването му е плавно и отразява повишените приходи от продажби.

### Прогноза

Кризата в Европа оказва слаб ефект върху приходите на Херти. Това се дължи на нецикличния характер на сектора на произ-

водството на опаковки и на растящото присъствие на нови пазари. Слабият старт на годината по отношение на приходите се дължи на намаление на поръчките от европейските страни. От компанията очакват повишение на продажбите през годината, благодарение на учредяването на дъщерното дружество Херти Германия и на пускането на нови продукти. В модела за оценка залагаме по-нисък темп на растеж за 2013 г., последван от умерено повишение на приходите след това.

Инвестициите на компанията през тази година ще надхвърлят 4 млн. лв., като включват осъществяването на двата спечелени проекта за финансиране през миналата година. Това са ЕРП система за 300 000 евро, а вторият е за закупуване на лакираща и печатаща машина на стойност 1 200 000 евро. Информационната система ще даде възможност за по-бърза и надеждна информация при вземане на решения, а лакиращата и печатаща линия ще подобри качеството и ще намали разходите за енергия поради по-високата скорост, с която работи. Освен това през 2013 г. са планирани инвестиции за около 500 000 евро за нова линия за производство на алуминиеви капачки с PVC уплътнител, 50 000 евро за строителство на ново складово помещение, 100 000 евро за машини за завършващи операции при композитните капачки.

**Коефициенти за оценка**

Таблица 1  
Коефициенти  
за оценка

	2011	2012	12М
Последна цена	1.23	1.50	1.50
Брой акции	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Капитализация	14 776 970	18 020 696	18 020 696
Нетна печалба	-216 000	569 000	530 000
P/E - цена/печалба	-68.41	31.67	34.00
Собствен капитал	12 016 000	12 625 000	12 623 000
P/B - цена/капитал	1.23	1.43	1.43
Продажби	30 569 000	30 495 000	30 052 000
P/S - цена/продажби	0.48	0.59	0.60
EV	24 965 970	28 304 696	25 073 696
ЕБИТДА	2 129 000	2 610 000	2 507 000
EV/ЕБИТДА	11.73	10.84	10.00
RoE	-1.80%	4.51%	4.20%
RoA	-0.72%	1.90%	1.72%

Източник: Херти  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Спадът на финансовите резултати на Херти доведе до изменение на коефициентите за оценка във възходяща посока. Това обаче не променя съществено стойността на компанията, която се търгува на по-високи стойности от средното за българския пазар. Липсата на изменение в цената също допринася за стабилността на показателите през първото тримесечие. Коефициентът EV/ЕБИТДА отбелязва понижение, но то се дължи на счетоводната промяна в отчитането на краткосрочните задължение в публикуваните справки за първото тримесечие. Намалението на печалбата преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА) на практика води до нарастване на EV/ЕБИТДА над 11, като очакваме данните за второто тримесечие да доведат до връщане на по-високата стойност.

**Сравнение със сходни компании**

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. Затова сравнението е с целия сектор, като взимаме средните стойности на четирите показателя за оценка.

Таблица 2  
Сравнение  
със сектора

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Средна	16.23	1.44	1.06	8.66
Капитализация	8 603 421	18 120 055	31 906 093	14 662 841
Цена	0.72	1.51	2.66	1.22
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		1.50		
Справедлива стойност		1.61		
Премия (отбив) от текущата цена		7.18%		

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Справедливата стойност на акция при сравнение със средните от сектора на производството на опаковки показва, че е много близо до текущите пазарни цени. Най-високата тежест при оценката е на продажбите и на EV/ЕБИТDA. Акцията на Херти се търгува много слабо, тъй като публичното предлагане не привлече голям брой акционери. Липсата на ликвидност означава, че дружеството трябва да се разглежда като възможна цел за придобиване от по-голяма компания.

Разликата спрямо предишния анализ е в повишаване на справедливата стойност до 1.61 лв., която се дължи на по-висока средна стойност на коефициента цена/продажби. Изменението не е съществено и затова считаме акцията за оценена според средните стойности в сектора. Тази цена обаче не включва премия за ниска ликвидност.

### Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци е показателен за развитието на компанията в бъдеще, защото отчита прогнозите за растеж на продажбите и на печалбата.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Херти	Terminal										
BGN'000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Year
ЕБИТ	1 147	1 416	1 558	1 745	2 139	2 289	2 404	2 778	2 875	2 975	3 080
ЕБИТ(1-Т)	1 033	1 275	1 402	1 570	1 926	2 060	2 163	2 500	2 587	2 678	2 772
Плюс: Амортизации	1 475	1 593	1 753	1 963	1 902	2 035	2 137	1 944	2 012	2 083	2 156
Минус: Инвестиции	983	1 062	1 168	1 309	1 426	1 526	1 602	1 944	2 012	2 083	2 156
Минус: Промяна об. капитал	326	131	177	234	196	166	127	107	97	101	108
FCF	1 198	1 675	1 809	1 991	2 205	2 403	2 570	2 393	2 490	2 577	2 664
PV FCF	1 089	1 384	1 359	1 360	1 369	1 356	1 319	1 116	1 056	994	
Sum of PV FCF	12 403										
PV of Continuing Value	15 801										
Total PV Free Cash Flows	28 203										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	11 072				8.0%	1.94	2.28	2.50	2.78	3.63	
Плюс: Финансови активи	19				9.0%	1.51	1.73	1.87	2.04	2.50	
НС на капитала	17 150				10.0%	1.18	1.33	1.43	1.54	1.82	
Брой акции (хил.)	12 014				11.0%	0.93	1.04	1.11	1.18	1.36	
Цена на акция	1.43				12.0%	0.73	0.81	0.86	0.91	1.04	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Свиването на приходите през първото тримесечие на 2013 г. е причина да намалим очакваните темпове на растеж за тази година. Въвеждането на нови продукти и разширяване на присъствието на някои пазари ще има положителен ефект върху продажбите. Залагаме умерени темпове на растеж, които са в рамките на до 10-12% през следващите години. Те изглеждат постижими при умерен икономически растеж в глобален мащаб. Нормата на печалба в модела е малко по-ниска от постигнатото през миналата година. Предпочитаме да заложим по-консервативни очаквания, въпреки че инвестициите на компанията ще подобрят ефективността ѝ. Освен това отчитаме и по-ниски инвестиционни разходи.

### Препоръка и ценова цел

**Препоръка:** Справедливата стойност на акция чрез дисконтиране на паричните потоци е 1.43 лв. Това е по-ниско от предишния ни анализ, заради консервативните очаквания. **Ценова цел:** Ценовата цел е средна стойност на двата модела, тъй като разминаването между двата е по-голямо. **1.52 лв.**  
**Нагоре:** 1%

**Финансови данни**

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	3М 2013
<b>Продажби</b>	22 529	28 050	30 473	30 495	7 423
Продуктови разходи	17 051	21 682	24 284	24 013	5 861
Разходи за персонала	3 419	3 846	3 955	3 787	927
Нетен приход от финансова дейност	(53)	(85)	(80)	(85)	(76)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	2 006	2 437	2 154	2 610	559
Амортизация	1 507	1 599	1 660	1 440	319
<b>ЕБИТ</b>	499	838	494	1 170	240
Разходи за лихви	789	745	688	601	135
<b>Печалба преди данъци</b>	(290)	93	(194)	569	105
Разходи за данъци	0	13	(18)	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	(290)	80	(176)	569	105
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	(290)	80	(176)	569	105
<b>Печалба на акция</b>	(0.02)	0.01	(0.02)	0.05	0.01

Баланс (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	3М 2013
<b>Общо активи</b>	28 621	30 474	30 111	29 877	30 886
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекучи активи</b>	16 544	15 681	15 395	14 963	15 530
Дълготрайни материални активи	16 206	15 396	15 022	14 546	15 115
Инвестиции	279	279	279	328	328
<b>Текущи активи</b>	12 077	14 793	15 395	14 963	15 356
Запаси	3 276	4 251	4 310	4 892	4 670
Вземания	8 542	10 497	10 249	9 785	10 667
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	259	45	157	237	19
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	28 621	30 474	30 111	29 877	30 886
<b>Собствен капитал</b>	12 134	12 232	12 056	12 625	12 623
Основен капитал	12 014	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	354	358	438	438	438
Печалба	-234	-140	-396	173	171
<b>Задължения</b>	16 487	18 242	18 055	17 252	18 263
Нетекучи пасиви	1 038	842	808	808	4 347
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	4 284	7 568	3 237	2 843	3 467
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	6 065	2 552	7 108	7 678	3 605
Текущи пасиви	5 100	7 280	6 902	5 923	10 311
Други задължения	0	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	912	4 961	5 005	1 362	1 440

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	3М 2013
<b>Нетна печалба</b>	(290)	80	(176)	569	105
Амортизация	1 507	1 599	1 660	1 440	319
Промени в оборотния капитал	539	4 049	44	(3 643)	78
Други постъпления от оперативна дейност	(365)	(4 113)	15	3 342	(41)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	1 391	1 615	1 543	1 708	461
Покупка на дълготрайни активи	(113)	(649)	(392)	(1 074)	(880)
Други постъпления от инвестиционна дейност	42	0	0	(49)	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(71)	(649)	(392)	(1 123)	(880)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	(512)	(397)	(91)	332	309
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(1 073)	(783)	(948)	(837)	(105)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	(1 585)	(1 180)	(1 039)	(505)	204
<b>Изменения на паричните средства</b>	(265)	(214)	112	80	(215)
Пар. средства в началото на периода	524	259	45	157	234
<b>Пар. средства в края на периода</b>	259	45	157	237	19
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.02	0.00	0.01	0.02	0.00



Показатели	2009	2010	2011	2012	3М 2013
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	-47.64	184.71	-68.41	31.67	-26.50
Счетоводна стойност (BV)	1.01	1.02	1.00	1.05	1.05
Цена/смет. стойност (P/B)	1.14	1.21	1.23	1.43	1.43
Приходи на акция	1.88	2.33	2.54	2.54	0.62
Цена/Приходи (P/S)	0.61	0.53	0.48	0.59	2.43
Цена/Паричен поток	11.35	8.80	9.96	8.97	42.50
EV (в хил. лева)	23 906	24 852	24 965	28 305	25 074
EV/Приходи	1.06	0.89	0.82	0.93	3.39
EV/ЕБИТДА	11.92	10.20	11.59	10.84	243.43
EV/ЕБИТ	47.91	29.66	50.54	24.19	-57.51
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	1.08	1.50	1.10	1.10	1.10
Бърза ликвидност	0.79	1.07	0.79	0.74	0.77
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.58	0.60	0.60	0.58	0.59
Interest coverage	0.63	1.12	0.72	1.95	-1.96
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.44	0.69	0.34	0.29	0.62
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.49	1.50	1.37	1.45
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.88	6.60	7.07	6.23	1.58
Days sales outstanding	136	135	121	116	519
Fixed asset turnover	1.36	1.79	1.98	2.04	0.48
Total asset turnover	0.79	0.92	1.01	1.02	0.24
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	-1.3%	0.3%	-0.6%	1.9%	-8.6%
ЕБИТДА норма	8.9%	8.7%	7.1%	8.6%	1.4%
Basic earning power	1.7%	2.7%	1.6%	3.9%	-1.4%
Възвращаемост на активите	-1.0%	0.3%	-0.6%	1.9%	-2.1%
Възвращаемост на собствен капитал	-2.4%	0.7%	-1.5%	4.5%	-5.1%
Възвращаемост на инвестициите	-1.7%	0.4%	-1.1%	3.5%	-3.1%
<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>					
	12 013 797	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	1.50	1.50
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	13 815 867	14 776 970	14 776 970	18 020 696	18 020 696

**Пояснения:**

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документи, гарантират, че: (1) изразеното мнение отразява точно негово или нейно лично виждане за споменатите ценни книжа или емитенти; (2) никаква част от заплащането на анализатор е, е било или ще бъде обвързано по пряк или непряк начин с изразената препоръка или мнения в този документ.

**Финансов интерес:** ЕЛАНА Трейдинг може да търгува или притежава акции на анализирани 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 конфликти на 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 макроекономически 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 компанията, индустрията или държавата. 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 публикуване 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 публикуване на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.

**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)