

ХЕРТИ

ИНДУСТРИЯ: КОНТЕЙНЕРИ И ОПАКОВКИ

ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАСТЕЖ

ПРОИЗВОДИТЕЛ НА ОПАКОВЪЧНИ ПРОДУКТИ ЗА АЛКОХОЛНИ И БЕЗАЛКОХОЛНИ НАПИТКИ. ХЕРТИ Е ДОСТАВЧИК НА ВОДЕЩИ КОМПАНИИ ОТ ВСИЧКИ КОНТИНЕНТИ И ИМА СИЛНО ПРИСЪТВИЕ В ЕВРОПА. ПРОМЕНЕТЕ В ПОТРЕБИТЕЛСКИТЕ НАГЛАСИ И РАСТЕЖЪТ НА ПОТРЕБЛЕНИЕТО В ИЗТОЧНА ЕВРОПА ЩЕ СТИМУЛИРАТ ТЪРСЕНЕТО НА НАПИТКИ И НА ПРОДАЖБИТЕ НА КАПАЧКИ ЗА БУТИЛКИ.

СПЕЦИАЛИЗИРАНА КОМПАНИЯ В ПЕРСПЕКТИВЕН СЕКТОР

Херти е водещ производител на капачки за алкохолни и безалкохолни напитки с позиции в целия свят. Компанията произвежда капачки с над 40 различни големина, които изнася за клиентите си в над 50 страни по света. Приходите от чужбина са 84% от общите, като основните пазари са страните от Европейския съюз и Русия. Прогнозите за ръста на продажбите на напитки в световен мащаб са позитивни, като се очаква Източна Европа да стане фактор за растеж.

ПЕРСПЕКТИВИ ЗА РАСТЕЖ НА СЕКТОРА

Производството на опаковъчни продукти ще следва позитивната тенденция към по-голяма консумация в развиващите се страни и към промяна на потребителските навици в развитите пазари. Очаква се консумацията на вино да расте, като производителите преминават от използването на корк към специални алуминиеви капачки, които са по-евтини. Промяната в сектора на безалкохолните напитки в развитите страни е от газирани и подсладени към натурални и органични продукти.

ИНВЕСТИЦИОННА ПОЛИТИКА

Херти инвестира значителни средства през последните години, включително получавайки субсидия от европейски фондове за подобрене на конкурентоспособността си. Това допринесе за увеличаване на капацитета на производство и до създаването на нови продукти. Херти разчита на капачките за вино и минерална вода като фактор за растеж.

ЗАВИСИМОСТ ОТ ЦЕНАТА НА АЛУМИНИЯ

Разходите на компанията за производство зависят от цената на алуминия. Покачването на борсовите цени през последните месеци ограничава положителния ефект, който се наблюдаваше върху нормата на печалба на Херти. Очакваме, че растежът на приходите ще компенсира натиска върху нормата на печалба от повишението на разходите за материали.

ОЦЕНКА: Оценяваме компанията чрез дисконтиране на паричните потоци. Този метод дава по-добра представа за стойността, тъй като взима предвид бъдещите резултати от дейността ѝ. Запазваме неутрална препоръка поради две причини. Първата е липсата на търговия с книжата на компанията. Втората е резултатите от модела за оценка на акцията, които все още не показват значително подобряване. Разглеждаме Херти като компания, която би била цел за поглъщане.

В хил. лв.	2013	2014F	2015F	2016F
Приходи	30,641	31,254	32,817	35,442
ЕБИТДА	2,517	3,000	3,190	3,452
Оперативна печалба	1,106	1,313	1,477	1,666
Нетна печалба	317	539	670	804
Капитал	12,835	13,374	14,044	14,848
ROE	2.50%	4.12%	4.88%	5.57%
ROA	0.99%	1.54%	1.85%	2.14%
ЕБИТДА норма	8.21%	9.60%	9.72%	9.74%
Норма на печалба	1.03%	1.73%	2.04%	2.27%
Печалба на акция	0.03	0.04	0.06	0.07
Дълг/капитал	1.10	1.07	1.06	1.07
P/E	61.40	36.08	29.06	24.20
P/B	1.52	1.46	1.39	1.31
EV/ЕБИТДА	13.15	11.22	10.60	10.20
Доход от дивидент	-	-	-	-

НЕУТРАЛНА

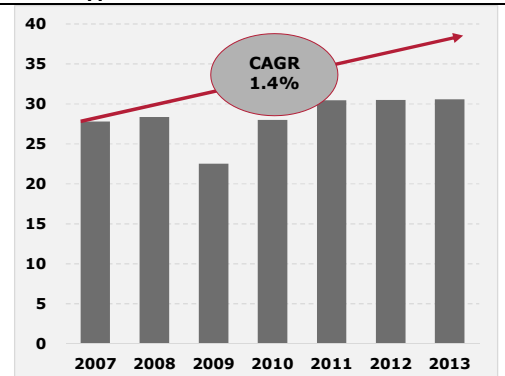
ЦЕНОВА ЦЕЛ: 1.62 лв.
ТЕКУЩА ЦЕНА: 1.62 лв.

ВАЛУТЕН КУРС
EUR/BGN: 1.95583
USD/BGN: 1.56

ПАЗАРНИ ДАННИ

Брой акции:	12 млн.
Free-float:	1%
Обратно изкупени:	0%
Капитализация:	19.5 млн. лв.
Среден оборот:	0
Диапазон за 1 г.:	1.50-1.62 лв.
БФБ Код	HTV
Bloomberg	HTV BU

Приходи



Източник: Херти

ПРЕДСТАВЯНЕ 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. Херти произвежда капачки с над 40 различни големина, които изнася за клиентите си в над 50 страни по света. Приходите от чужбина са 84% от общите, като основните пазари са страните 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. Херти участва редовно в международни изложения в страната и чужбина, където представя продуктите си и привлича нови клиенти.

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.

Водещ производител на капачки като изнася 84% от продукцията си

СТРУКТУРА НА АКЦИОНЕРНИЯ КАПИТАЛ

Структурата на акционерния капитал е разпределена между физически лица, които са пряко ангажирани в управлението на компанията и австрийската компания ИГМ Холдинг. Свободно търгуваните акции са малко.

Броят на акциите в обращение е 12 013 797.



ПОТЕНЦИАЛНИ КАТАЛИЗАТОРИ

Увеличение на потреблението: Икономическият растеж в Европа е основен фактор за повишение на приходите на Херти. Нарастването на потреблението на напитки ще допринесе за ускоряване на растежа на продажбите на компанията, тъй като тя има капацитет за повишение на производството. Положителни ефекти може да се очакват след поне една година, когато се възстановят водещите икономики на ЕС.

Ръст на печалбите в сектора на напитките: В глобален мащаб се наблюдава добра възвръщаемост на компаниите, които продават напитки и консервирани храни. Това е най-силно в САЩ, където икономиката и потреблението вече растат с добри темпове. Вероятно положителната тенденция ще се запази, като все повече европейски компании ще растат. Благодарение на това, производителите на опаковки ще реализират продукцията си на по-високи цени, отколкото по време на стагнацията на потреблението.

ПРЕГЛЕД НА СЕКТОРА

ПАЗАР НА НАПИТКИ

Потреблението на алкохолни напитки в Европа отчита слабо намаление през последните няколко години. Този процес е следствие на икономическото развитие в региона и стагнацията в реалните доходи. За съществена промяна в потребителските навици при алкохолни и безалкохолни напитки не може да се говори, като основната причина е равнището на доходите на населението.

Пазарът в САЩ показва различна тенденция на развитие. Ръстът на продажбите на напитки се дължи основно на натурални и органични продукти. За първата половина на годината е отчетено повишение с 8% на тези сегменти, като увеличението се дължи на нарастване на броя на продадените напитки в сравнение с цената им. Производителите поддържат интереса на пазара с много продуктови иновации.

Най-перспективният пазар за развитие на сектора в момента е Африка. Компаниите за напитки и потребителски продукти инвестират активно на континента. Техните намерения са подкрепени от очакванията за растеж на БВП, голямото и младо население, както и процесите на урбанизация, които водят до скок на търсенето на маркови продукти. Прогнозите на Euromonitor сочат нарастване на приходите от напитки до 152 милиарда долара през 2018 г., което е повишение с 62% спрямо регистрираните 94 милиарда приходи през 2013 г.

Позитивните фактори за продажбите на напитки през тази година в Европа включваха добрият летен сезон, което в известна степен се компенсира от влошаването на потреблението в Русия. Намалението на разходите за производство, особено на захарите, също позволява на производителите да увеличават продажбите си. Потребителското доверие в Германия и Франция не отчита съществено изменение през 2014 г. Положителен фактор за сектора е тенденцията на нарастване на потреблението на алкохолни напитки за домашна консумация. Най-силно това се забелязва при виното, следвано от високо алкохолните напитки. Инфлацията като фактор за промяна в потреблението е от значение в Русия, но през 2014 г. ръстът на цените на алкохолните напитки в страната е на средното от предходните две години.

Потреблението на безалкохолни напитки в САЩ не се изменя съществено от края на кризата в страната, независимо че потребителското доверие се увеличава значително. Слабото нарастване на населението и промяната на потребителските нагласи към по-малка консумация на подсладени напитки са причините за стагнацията в сектора. Вероятно това ще се повтори и в Западна Европа през следващите две години, когато започне икономическото възстановяване. Източна Европа ще отчита по-силен растеж, тъй като консумацията на глава от населението е по-ниска. В краткосрочен период ще се наблюдава забавяне на потреблението в развиващите се страни.

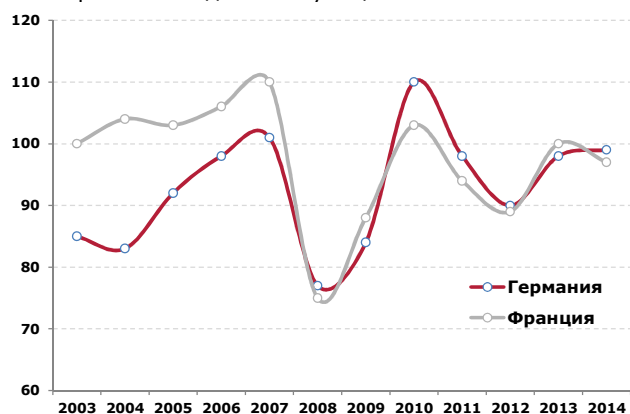
Възвръщаемостта на капитала на компаниите, които произвеждат напитки, намалява от 12% през 2010 г. до 7.8% през втората половина на тази година. Намалението на нормата на печалба се дължи на слабите приходи и на по-високите инвестиционни разходи. Това принуждава големите производители на напитки да ограничават разходите си и може да се окаже негативен фактор за цените на опаковките. Прогнозите за следващите пет години сочат ускоряване на темповете на растеж на приходите на всички сегменти, което се дължи на нарастване на потреблението.

Стагнация на търсенето в Европа

Африка е най-перспективна дестинация

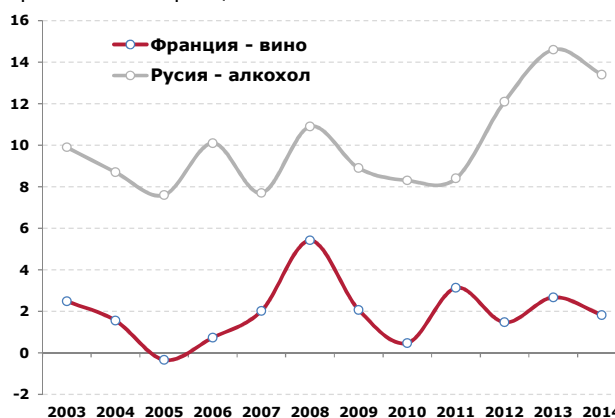
Растежът в Източна Европа ще е водещ

Графика 1: Равнището на потребителското доверие не показва риск от спад на консумацията на напитки



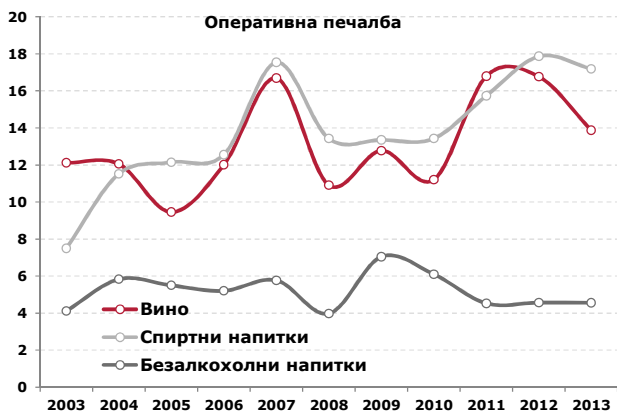
Източник: Bloomberg

Графика 2: Ценовите индекси през 2014 г. не показват ускоряване на инфлацията



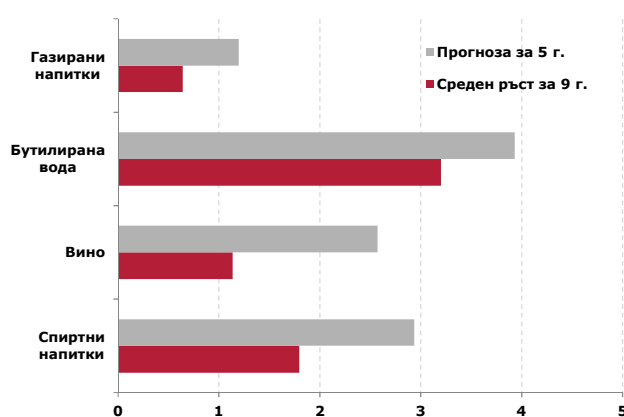
Източник: Bloomberg

Графика 3: Спад на нормата на печалба принуждава производителите да ограничават разходите



Източник: Bloomberg

Графика 4: Прогнозите сочат ускоряване на растежа на продажбите на напитки в света



Източник: Bloomberg

ДЕЙНОСТ НА ХЕРТИ

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на високо алкохолни напитки. Изменението в структурата през последната една година е незначително, като сегментът заема 49% от приходите. Алюминиевите капачки за вино формират 28% от общите продажби. През последните години винопроизводителите активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Оптимизирането на разходите и нарастването на консумацията на алкохолни напитки в домашни условия подкрепят покачването на търсенето на алуминиеви капачки от производителите на напитки.

Българският пазар представлява 16% от общите продажби на компанията. През последните години дялът на страната се увеличава постоянно. Продажбите се разпределят още и между важните пазари на Русия, Великобритания и Франция. През тази година нараства значението на европейските пазари след въвеждането в производство на нови продукти за вино и минерална вода. Износът към Южна Африка и Америка е насочен към производителите на вино. Херти увеличава продажбите си в Австралия, като става основен доставчик за голям производител на вино. В Европа компанията отчита ръст на продажбите за Франция от съществуващ клиент, докато приходите от пазара в Германия се удвояват.

Херти изнася специфична капачка за Русия, която не произвежда и е за сметка на други продукти. Това доведе до дял на стоките в приходите на компанията до 10% през последните 12 месеца. Дялът на приходите от износ към Русия намалява поради обезценката на рублата и оскъпяването на продуктите на Херти. Компанията бързо ще върне позициите си на руския пазар при възстановяване на валутния курс, като вероятно конкуренцията от страна на украинското производство ще намалее значително. Въведените ограничения за търговия нямат ефект върху продукцията на Херти за руския пазар. Алюминиевите капачки заемат 82% от общите продажби на дружеството.

Нараства дялът на капачките за вино

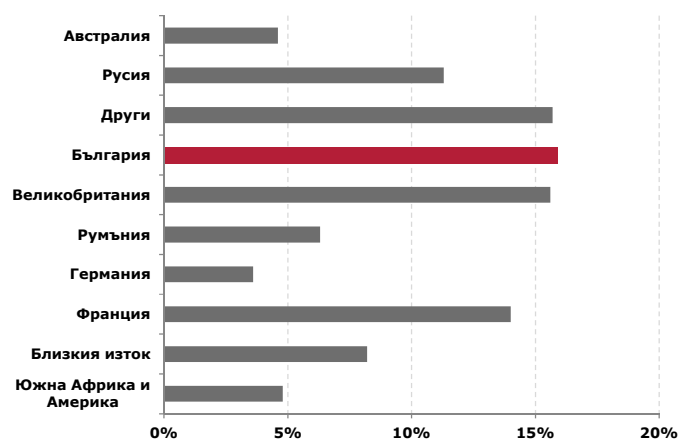
Засилване на позициите във Франция и Германия

Графика 5: Приходи по сегменти



Source: Херти

Графика 6: Приходи по страни



Source: Херти

Херти разширява възможностите си за декорация с печат и челен релеф, както и с алуминиеви капачки за вино с PVC-free уплътнител за подобряване на качеството на напитките. С тези продукти ще се осъществява експанзия на продажбите в глобален мащаб. Херти обръща особено внимание на капачките за вино, като разработи два нови размера и регистрира търговска марка Vinstar, под която предлага различните продукти. В началото на тази година беше пусната в употреба нова машина за дълбоки капачки за вино със специален уплътнител. Продажбите на новите продукти започнаха през февруари. Това ще разшири присъствието на компанията на европейските пазари.

ИНВЕСТИЦИОННА ПРОГРАМА

Компанията допълва инвестиционната си политика с разширяване на производствените мощности при най-търсените продукти, където е запълнен капацитетът. Към момента се осъществява въвеждането в експлоатация на допълнителни машини за 400 000 евро, които да повишат производството на най-търсените продукти. Приключените инвестиционни проекти за последната една година включват ERP система, по която е получена безвъзмездна помощ в размер на 346 хил. лв. в края на 2013 г. Другият голям проект е за инвестиции в намаляване на енергоемкостта, като е получена помощ в размер на 1.2 млн. лв. през март 2014 г. след осъществяване на проекта. Херти сключи договор за безвъзмездна финансова помощ по оперативна програма „Развитие на конкурентоспособността на българската икономика“. Компанията има сключени договори с доставчици на оборудване. Размерът на инвестицията е 3.75 млн. лв. Компанията разчита на новите мощности за продукти, които да повишат приходите ѝ. Това са капачки за минерална вода и продуктите от марката Vinstar.

Инвестиции в повишаване на капацитета и нови продукти

СЕРТИФИКАТИ ЗА КАЧЕСТВО

От 2010 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 И ОЦЕНКА

Цената на алуминия е определящ фактор за финансовото представяне на Херти, тъй като представлява половината от разходите за дейността. Делът му в разходите за материали намалява слабо през първите девет месеца на годината, като средната цена в евро е с 5% по-ниска спрямо същия период на 2013 г. Повишаването на алуминия в долари е по-слабо, но също показва тенденция на нарастване спрямо дъното от началото на годината. Повишаването на алуминия може да има негативно отражение върху разходната част през второто полугодие и поради тази причина прогнозата ни за нормата на възвръщаемост за 2014 г. е по-ниска спрямо постигнатото от началото ѝ. Считаме, че ръстът на алуминия е показател за икономическо възстановяване в глобален мащаб и Херти ще се възползва от позитивната пазарна среда.

Ниските разходи за материали са под заплаха от поскъпването на алуминия

Компанията отчете подобряване на нормата на печалба през тази година благодарение на по-ниските разходи. Приходите от продажба на продукцията растат с 1.17% от началото на 2014 г. Разходите за материали намаляват през тази година, докато останалите категории отчитат увеличение.

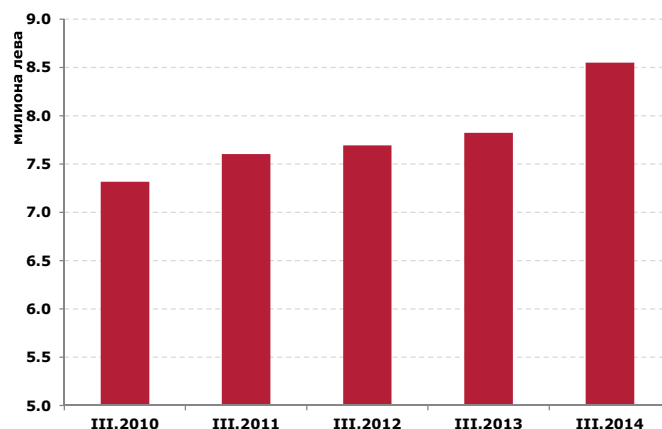
Задлъжнялостта на компанията се повишава през 2013 г., което е следствие на значителната инвестиционна програма. Изплащането на субсидиите подобрява задлъжнялостта, като Херти ще продължи да инвестира в увеличение на капацитета си и модернизация на производството. Компанията не среща трудности с обслужването на задълженията си.

Графика 7: Цената на алуминия в евро се повишава значително през последните 6 месеца



Източник: Bloomberg

Графика 8: Приходите за третото тримесечие нарастват спрямо същия период на предходните четири години



Източник: Херти

Таблицата показва основните коефициенти за оценка на Херти, изчислени с неконсолидираните резултати за последните три години. Основните коефициенти, които са базирани на финансовия резултат, остават по-високи от средното за българските компании. Подобриенето през 2014 г. се дължи на намалението на разходите за материали. Тъй като цената на алуминия отново се повиши, не очакваме финансовият резултат да нарасне значително и коефициентът Р/Е да се понижи до нормалното за индустриалните компании на БФБ.

Задлъжнялостта на компанията, в следствие на направените инвестиции след излизането ѝ на борсата, води до значително по-нисък коефициент EV/EBITDA в сравнение с Р/Е. Текущото му равнище е 11.

Методът на дисконтираните парични потоци оценява Херти на нива, които съвпадат с последните котировки.

	2012	2013	12М	2014П
Последна цена	1.50	1.62	1.62	1.62
Брой акции	12,013,797	12,013,797	12,013,797	12,013,797
Капитализация	18,020,696	19,462,351	19,462,351	19,462,351
Нетна печалба	462,000	317,000	528,000	539,362
Р/Е	39.01	61.40	36.86	36.08
Собствен капитал	12,518,000	12,835,000	13,350,000	13,374,362
Р/В	1.44	1.52	1.46	1.46
Продажби	30,367,000	30,641,000	31,149,000	31,253,820
Р/С	0.59	0.64	0.62	0.62
EV	29,106,696	33,093,351	33,468,351	33,653,751
EBITDA	2,640,000	2,517,000	3,073,000	3,000,367
EV/EBITDA	11.03	13.15	10.89	11.22
ROE	3.76%	2.50%	4.03%	4.12%
ROA	1.54%	0.99%	1.54%	1.54%

ФИНАНСОВ АНАЛИЗ

През изминалите три години се наблюдава слаб растеж на приходите на Херти, поради стагнацията в развитите страни. Последните тенденции на нарастване на потреблението на вино, включително и на газирани вина в Европа, заедно с въвеждането на нови продукти от Херти, ще доведе до ускоряване на растежа на продажбите. Нашите прогнози са за постепенно увеличение на приходите с до 8% през 2016 г. Този ръст ще изисква запазване на високо потребителско доверие и растеж на консумацията на напитки. Страните от Източна Европа ще са основен източник за органичния растеж на индустрията, но очакваме освен това Херти да разшири присъствието си с иновативните си продукти за вино и минерална вода в стъклени бутилки. Производството на нови капачки се очаква да започне през първото тримесечие на 2015 г.

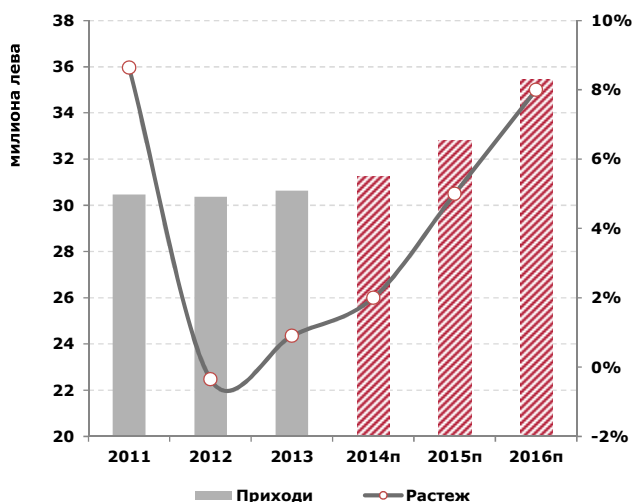
Перспективи за ръст на пазара на напитки

Нормата на печалба се подобри през първите девет месеца на 2014 г. Бързото поскъпване на алуминия през есента обаче носи риск от влошаване на показателя. Не може да се очаква нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА) да се покачи над равнището от 10% през следващата година, но ръстът на приходите и увеличението на мащабите на производството ще доведе до спад на постоянните разходи.

Основната част от паричния поток от оперативна дейност на Херти се генерира от амортизацията, но дружеството продължава с инвестиционната си дейност, което изисква значително за мащабите му финансиране. Източник на средствата са банковите заеми. Задлъжнялостта на Херти е висока спрямо собствения капитал, но дружеството не среща трудности с обслужването на заемите си.

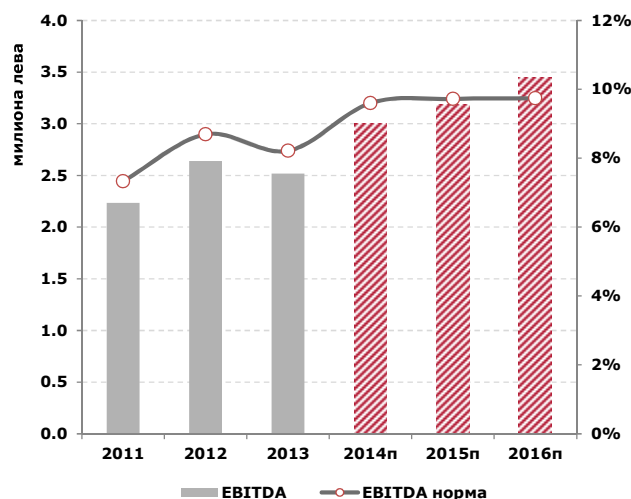
Компанията не отчита нарастване на вземанията си, което да показва трудности със събираемостта им. Не очакваме запасите на Херти да се повишават съществено, като вероятно ще растат с темповете на покачване на приходите.

Графика 9: Позитивни прогнози за приходите, благодарение на икономически растеж в глобален мащаб



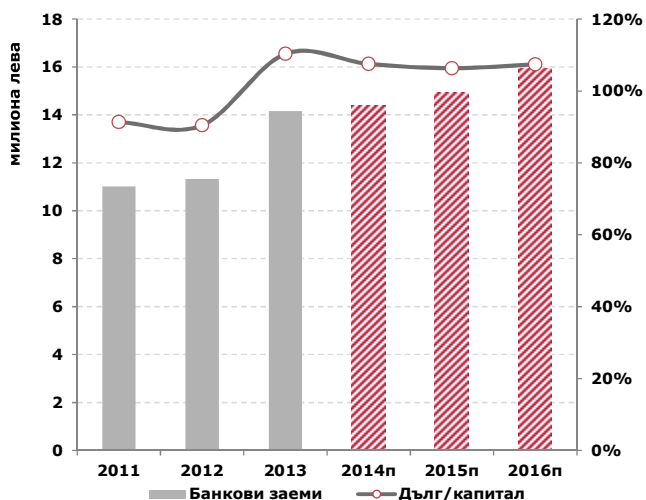
Източник: данни от компанията; прогноза на Елана Трейдинг

Графика 10: Нормата на печалба се подобрява, но поскъпването на материалите ще спре този ръст



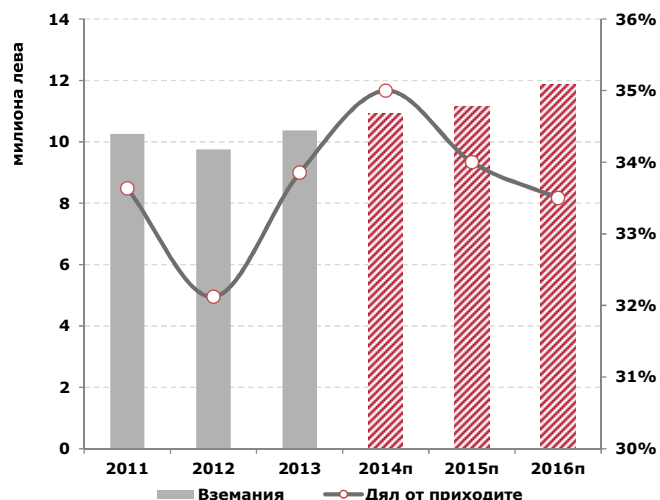
Източник: данни от компанията; прогноза на Елана Трейдинг

Графика 11: Високата задлъжнялост се дължи на инвестиционната програма на компанията



Източник: данни от компанията; прогноза на Елана Трейдинг

Графика 12: Равнището на вземанията не показва бъдещи проблеми със събираемостта им



Източник: данни от компанията; прогноза на Елана Трейдинг

ОЦЕНКА НА ХЕРТИ

Коефициентите за оценка на Херти не са показателни за стойността на компанията, тъй като на практика липсва търговия с книгата на компанията. Поради тази причина считаме, че Херти трябва да се оценява само според паричните потоци, които ще генерира в бъдеще. Нашата ценова цел за 1-годишен период е базирана на дисконтираните парични потоци на фирмата. Те отчитат дългосрочните перспективи за развитие, които са по-важни от моментното състояние на дружеството, още повече че инвестициите за увеличение на производството и въвеждане на нови продукти са вече направени.

Нашите прогнози са за увеличение на ръста на приходите през следващите три години при запазване на нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА). Тези очаквания са основани на вероятността да има повишение на цената на алуминия, поради икономическото възстановяване в Европа и ускоряването на глобалния растеж в три-годишен период. Ефектът от растежа върху оперативната печалба ще бъде положителен, като залагаме в модела постепенно увеличение до 5%. Това ще зависи в голяма степен от нарастването на производството и намалението на дела на постоянните разходи.

Херти се финансира на около 5% годишни разходи за лихви. Очакваме този процент да се запази в близките 2-3 години, като компанията постепенно да изплати част от дълговете си и това допълнително да свали разходите за лихви. Лихвените разходи ще зависят от общата тенденция на банковите лихви. Процентът на дисконтиране на резултатите на Херти е нисък, което се дължи на високия дял на финансиране чрез заеман капитал.

Справедливата стойност на акциите на Херти е 1.62 лв. Това отговаря на последната цена на акция. Промяната спрямо предишния анализ е съществена (намаление на ценовата цел с 10%) и се дължи на по-консервативните очаквания за финансовите резултати през следващите няколко години.

Оценката зависи от бъдещото представяне след направените инвестиции

Справедливата стойност на акция е 1.62 лв.

ПРОГНОЗА НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ

BGN'000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TERMINAL YEAR
Приходи	31,254	32,817	35,442	38,986	42,105	45,052	47,755	50,382	52,901	55,017	56,943
<i>РЪСТ</i>	2.00%	5.00%	8.00%	10.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.50%	5.00%	4.00%	3.50%
ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА	1,313	1,477	1,666	1,871	2,105	2,253	2,388	2,519	2,645	2,751	2,847
<i>НОРМА НА ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА</i>	4.20%	4.50%	4.70%	4.80%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
ИНВЕСТИЦИИ	2,561	1,994	2,600	2,675	2,285	2,182	2,290	2,403	2,510	2,584	2,660
АМОТИЗАЦИЯ	1,688	1,713	1,786	1,860	1,895	2,027	2,149	2,267	2,381	2,476	2,562
НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	438	459	319	546	379	541	573	605	635	660	683

ДИСКОНТИРАНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

BGN'000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TERMINAL YEAR
ЕБИТ	1,313	1,477	1,666	1,871	2,105	2,253	2,388	2,519	2,645	2,751	2,847
ЕБИТ(1-Т)	1,181	1,329	1,499	1,684	1,895	2,027	2,149	2,267	2,381	2,476	2,562
Плюс: АМОТИЗАЦИЯ	1,688	1,713	1,786	1,860	1,895	2,027	2,149	2,267	2,381	2,476	2,562
Минус: ИНВЕСТИЦИИ	2,561	1,994	2,600	2,675	2,285	2,182	2,290	2,403	2,510	2,584	2,660
Минус: Промяна ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	-39	22	-140	227	-167	162	32	32	30	25	24
FCF	348	1,026	826	642	1,672	1,711	1,976	2,100	2,221	2,342	2,441
PV FCF	338	937	709	512	1,247	1,135	1,204	1,171	1,145	1,100	
SUM OF PV FCF	9,499										
PV OF CONTINUING VALUE	23,982										
TOTAL PV FREE CASH FLOWS	33,481										
Минус: ЛИХВОНОСЕН ДЪЛГ	14,215										
Плюс: ФИНАНСОВИ АКТИВИ	209										
НС НА КАПИТАЛА	19,475										
Брой АКЦИИ ('000)	12,014										
ЦЕНА НА АКЦИЯ	1.62										

ПРЕПОРЪКА И ЦЕНОВА ЦЕЛ

Акциите на Херти са ниско ликвидни, а моделът за дисконтиране на паричните потоци показва, че компанията е оценена адекватно според прогнозите ни. Запазваме неутрална препоръка поради две причини. Първата е вече споменатата липса на търговия с книжата на компанията. Втората е резултатите от оценката на акцията, които все още не показват значително подобряване. Разглеждаме Херти като компания, която би била цел за поглъщане.

*Препоръка: Неутрална
Ценова цел: 1.62 лв.*

ФИНАНСОВИ ДАННИ

ОТЧЕТ НА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ ('000 лв)	2011	2012	2013	12М	9М 2013	9М 2014
ПРИХОДИ	30,473	30,367	30,641	31,149	23,323	23,831
ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	29,899	29,167	29,535	29,896	22,437	22,798
ПРОМЯНА НА ЗАПАСИТЕ	(596)	(19)	(333)	32	(675)	(310)
РАЗХОДИ ЗА МАТЕРИАЛИ	20,881	19,718	19,136	18,749	14,965	14,578
РАЗХОДИ ЗА ПЕРСОНАЛА	3,955	3,797	3,865	4,013	2,868	3,016
РАЗХОДИ ЗА ВЪНШНИ УСЛУГИ	2,376	2,295	2,473	2,511	1,874	1,912
АМОРТИЗАЦИЯ	1,660	1,440	1,411	1,820	1,010	1,419
СТОЙНОСТ НА ПРОДАДЕНИ АКТИВИ	1,181	1,171	2,472	1,815	1,977	1,320
ДРУГИ РАЗХОДИ	442	765	511	956	418	863
ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА	574	1,200	1,106	1,253	886	1,033
ЛИХВЕНИ РАЗХОДИ	688	601	623	679	450	506
ЗАГУБИ (ПЕЧАЛБИ) ОТ ВАЛУТНИ КУРСОВЕ	(26)	(10)	39	(81)	32	(88)
НЕТНИ НЕ ОПЕРАТИВНИ ЗАГУБИ (ПЕЧАЛБИ)	106	95	127	127	100	100
ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ	(194)	514	317	528	304	515
РАЗХОДИ ЗА ДАНЪЦИ	(18)	52	0	0	0	0
ДОХОД ПРЕДИ ИЗВЪНРЕДНИ СЪБИТИЯ	(176)	462	317	528	304	515
ИЗВЪНРЕДНИ ЗАГУБИ	0	0	0	0	0	0
МИНОРИТАРНО УЧАСТИЕ	0	0	0	0	0	0
НЕТНА ПЕЧАЛБА	(176)	462	317	528	304	515
ПЕЧАЛБА НА АКЦИЯ В ЛВ.	(0.01)	0.04	0.03	0.04	0.03	0.04
БАЛАНС ('000 лв)	2011	2012	2013	12М	9М 2013	9М 2014
ПАРИЧНИ СРЕДСТВА В БРОЙ	157	234	527	209	167	209
КРАТКОСРОЧНИ ИНВЕСТИЦИИ	0	0	0	0	0	0
ВЗЕМАНИЯ	10,249	9,754	10,373	11,164	10,644	11,164
ЗАПАСИ	4,310	4,892	4,809	4,889	4,665	4,889
ДРУГИ ТЕКУЩИ АКТИВИ	0	0	0	0	0	0
ТЕКУЩИ АКТИВИ	14,716	14,880	15,709	16,262	15,476	16,262
ДЪЛГОСРОЧНИ ИНВЕСТИЦИИ И ВЗЕМАНИЯ	279	328	336	336	336	336
ДЪЛГОТРАЙНИ МАТЕРИАЛНИ АКТИВИ	15,022	14,546	17,879	18,248	16,714	18,248
ДРУГИ ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ	94	89	522	521	545	521
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	15,395	14,963	18,737	19,105	17,595	19,105
АКТИВИ	30,111	29,843	34,446	35,367	33,071	35,367
ТЪРГОВСКИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	6,220	5,100	6,260	5,501	5,098	5,501
КРАТКОСРОЧНИ ЗАЕМИ	7,774	8,494	8,432	9,048	11,027	9,048
ДРУГИ КРАТКОСРОЧНИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	16	25	13	31	31	31
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	14,010	13,619	14,705	14,580	16,156	14,580
ДЪЛГОСРОЧНИ ЗАЕМИ	3,237	2,826	5,726	5,167	3,213	5,167
ДРУГИ ДЪЛГОСРОЧНИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	808	880	1,180	2,270	880	2,270
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	4,045	3,706	6,906	7,437	4,093	7,437
ЗАДЪЛЖЕНИЯ	18,055	17,325	21,611	22,017	20,249	22,017
ПРИВИЛЕГИРОВАНИ АКЦИИ	0	0	0	0	0	0
МИНОРИТАРНО УЧАСТИЕ	0	0	0	0	0	0
ОСНОВЕН КАПИТАЛ	12,014	12,014	12,014	12,014	12,014	12,014
РЕЗЕРВИ И НАТРУПАНА ПЕЧАЛБА	42	504	821	1,336	808	1,336
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	12,056	12,518	12,835	13,350	12,822	13,350
ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	30,111	29,843	34,446	35,367	33,071	35,367
БРОЙ АКЦИИ:	12,013,797	12,013,797	12,013,797	12,013,797	12,013,797	12,013,797
ЦЕНА В ЛВ. – КРАЯ НА ПЕРИОДА:	1.23	1.50	1.62	1.62	1.62	1.62
ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ В ХИЛ. ЛВ.:	14,777	18,021	19,462	19,462	19,462	19,462

ПАРИЧЕН ПОТОК ('000 лв)	2011	2012	2013	12М	9М 2013	9М 2014
НЕТНА ПЕЧАЛБА	(176)	462	317	528	304	515
АМОРТИЗАЦИЯ	1,660	1,440	1,411	1,820	1,010	1,419
ДРУГИ	(4,146)	281	(563)	1,438	(1,515)	486
ПРОМЯНА В КАПИТАЛА	4,367	(478)	550	(1,770)	1,324	(996)
НЕТЕН ПОТОК ОТ ОПЕРАТИВНА ДЕЙНОСТ	1,705	1,705	1,715	2,016	1,123	1,424
ПРОДАЖБА НА ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ	1	1	324	1,124	0	800
КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ	(1,075)	(1,075)	(4,156)	(3,195)	(3,531)	(2,570)
УВЕЛИЧЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ	(49)	(49)	0	0	0	0
НАМАЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ	0	0	0	0	0	0
ДРУГИ ПОСТЪПЛЕНИЯ	0	0	346	1,547	0	1,201
НЕТЕН ПОТОК ОТ ИНВЕСТИЦИИ	(1,123)	(1,123)	(3,486)	(524)	(3,531)	(569)
ИЗПЛАТЕНИ ДИВИДЕНТИ	0	0	0	0	0	0
ПРОМЯНА НА КРАТКОСРОЧНИТЕ ЗАЕМИ	4,593	720	(62)	(1,979)	2,533	616
ПРОМЯНА НА ДЪЛГОСРОЧНИТЕ ЗАЕМИ	(4,331)	(411)	2,900	1,954	387	(559)
ПОСТЪПЛЕНИЯ ОТ ЦЕННИ КНИЖА	0	0	0	0	0	0
ПЛАЩАНИЯ НА ЦЕННИ КНИЖА	0	0	0	0	0	0
ДРУГА ФИНАНСОВА ДЕЙНОСТ	(767)	(814)	(774)	(1,425)	(579)	(1,230)
НЕТЕН ПОТОК ОТ ФИНАНСОВА ДЕЙНОСТ	(505)	(505)	2,064	(1,450)	2,341	(1,173)
ИЗМЕНЕНИЕ НА ПАРИЧНИТЕ СРЕДСТВА	77	77	293	42	(67)	(318)
ПАР. СРЕДСТВА В КРАЯ НА ПЕРИОДА	234	234	527	209	167	209
ПАР. СРЕДСТВА НА АКЦИЯ	0.02	0.02	0.04	0.02	0.01	0.02

ПОКАЗАТЕЛИ	2011	2012	2013	12М
КОЕФИЦИЕНТИ ЗА ОЦЕНКА				
ЦЕНА/ПЕЧАЛБА (P/E)		39.01	61.40	36.86
ЦЕНА/КАПИТАЛ (P/B)	1.23	1.44	1.52	1.46
ЦЕНА/ПРОДАЖБИ (P/S)	0.48	0.59	0.64	0.62
ЦЕНА/ПАРИЧЕН ПОТОК	9.96	9.47	11.26	8.29
EV (в хил. лв.)	25,631	29,107	33,093	33,468
EV/ЕВITDA	11.47	11.03	13.15	10.89
РЕНТАБИЛНОСТ				
ВЪЗВРАЩАЕМОСТ НА СОБСТВЕН КАПИТАЛ	-1.45%	3.76%	2.50%	4.03%
ВЪЗВРАЩАЕМОСТ НА АКТИВИТЕ	-0.58%	1.54%	0.99%	1.54%
ВЪЗВРАЩАЕМОСТ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ	1.95%	4.27%	3.70%	4.42%
ЕВITDA НОРМА	7.33%	8.69%	8.21%	9.87%
НОРМА НА ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА	1.88%	3.95%	3.61%	4.02%
НОРМА НА ПЕЧАЛБА	-0.58%	1.52%	1.03%	1.70%
ДИВИДЕНТ				
ДОХОД ОТ ДИВИДЕНТ	0.00%	0.00%	0.00%	
ДИВИДЕНТ НА АКЦИЯ				
ЛИКВИДНОСТ				
ТЕКУЩА ЛИКВИДНОСТ	1.05	1.09	1.07	1.12
БЪРЗА ЛИКВИДНОСТ	0.74	0.73	0.74	0.78
ДЪЛГ				
ДЪЛГОСРОЧЕН ДЪЛГ/КАПИТАЛ	0.27	0.23	0.45	0.39
ДЪЛГ/КАПИТАЛ	0.91	0.90	1.10	1.06
ДЪЛГ/АКТИВИ	0.37	0.38	0.41	0.40
ЕВITDA/ЛИХВЕНИ РАЗХОДИ	3.25	4.39	4.04	4.53

Пояснения:

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, 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 подсигури точност на цитираните факти, надеждност на източниците на информация и ясно определяне на направените допускания, предвиждания, прогнози и очаквани цени в този документ. Препоръките се базират на публично достъпна информация, която се счита за благонадеждна, но за която не се поема отговорност за пълнотата и точността. Нито на ЕЛАНА Трейдинг, нито на служителите на компанията, трябва да се търси отговорност за използваната публично достъпна информация. Изразеното мнение в този документ може да се различава от оповестено виждане в други отдели и направления в ЕЛАНА Трейдинг или от други служители. Допълнителна информация по този документ е налична при поискване. Източниците на информация в таблиците и графиките в този документ са изчисления на ЕЛАНА Трейдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трейдинг предприема необходими 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. Цените на 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 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.

Авторски права: Анализите на ЕЛАНА Трейдинг са изключителна собственост на ЕЛАНА Финансов Холдинг и всяко публикуване, разпространение, препечатване и цитиране на съдържание е възможно само след изричното писмено съгласие на отдел "Анализи" на компанията. Не се допуска използване на анализите на инвестиционния посредник от трета страна с комерсиални цели.

За повече информация:**Анализатор**

Татяна Василева

Цветослав Цачев

Любомир Пешев

Телефон:

+ 359 2 810 00 24

+359 2 810 00 23

+359 2 810 00 27

E-mail:vasileva@elana.nettsachev@elana.netpeshev@elana.net**Интернет:**www.elana.netwww.elana.netwww.elana.net