

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	-	-	25.96 лв.

Топливо

Бизнес описание

Топливо е основана през 1947 г. като държавна компания, специализирана в доставката, съхранението и търговията със строителни и отоплителни материали. Постепенно компанията разширява продуктовата си гама и в края на 60те /началото на 70те/ години започва търговия с пропан бутан (LPG). Топливо предлага широка гама от продукти чрез своите 380 магазина, складове и газ станции в около 196 населени места. Строителните материали могат да продължат да подкрепят представянето на компанията и в бъдеще, тъй като жилищното строителство в България ще продължи да се разраства в краткосрочен период.

Пазарна активност

Корекцията понижи цената на Топливо от върха от 38 лв. до 18 лв. Най-големите загуби бяха през януари, когато акцията падна с 25%, докато SOFIX загуби 17%. Топливо се представи по-добре от пазара през следващия етап на спад през март, като цената от 20 лв., която отговаря на стойността на собствения капитал, оказа подкрепа. Обемите също се покачиха, като предложените акции се абсорбират от пазара. Силният отчет за четвъртото тримесечие не доведе до покачване на цената през февруари. Корекцията свали коефициента цена/печалба до 20, което е близо до средното за пазара. Тази стойност се възприема добре от пазара, като очакваме 15-20% растеж на нетната печалба през тази година.



Финансово състояние

Нетната печалба за 2007 г. е под очакванията, тъй като мениджмънта подцени негативния ефект от меката зима миналата година. Въпреки това, продажбите нарастват с 3% и нормата на печалба през четвъртото тримесечие се подобрява. Топливо е една от най-евтините акции по отношение на съотношението цена/счетоводна стойност и компанията разполага с недвижимо имущество, което не е преоценявано и може да увеличи преоценъчните резерви. Представянето през четвъртото тримесечие е основание да очакваме умерен ръст през следващите няколко години, който също би трябвало да подкрепи нормата на печалба. Текущото съотношение цена/печалба е 20, докато P/B е 1.20.

Показатели за оценка

Рентабилност и растеж

Enterprise Value	159 889 648	Възвръщаемост на капитала	9.43%
Доход от дивиденди	-	Възвръщаемост на собст. капитал	5.95%
Текущ P/E (ttm)	19.84	Възвръщаемост на активите	3.16%
Прогнозиран P/E (2007)	16.60	EBITDA Margin	5.30%
PEG Ratio (5yr expected)	1.24	Норма на Нетна печалба	1.90%
Цена/Продажби (ttm)	0.38	Ръст на приходите	3.11%
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.18	Ръст на печалбата на акция	-21.4%
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.55	Ръст на капитала	12.5%
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	10.21	Ръст на активите	19.1%

Пазарна позиция

Основните дейности на Топливо са доставка, съхранение и търговия с пропан бутан, въглища и брикети, както и търговия със строителни материали. Топливо е официален представител на Grohe – световен лидер на пазара на санитарна арматура и системи за вграждане, както и на Keramag и Kolo – специализирани в производството на санитарен фаянс. Компанията е ориентирана към строителните материали, които формират над 37% от продажбите за 2007 г. Последните години стрителството отбеляза стабилен ръст. Търсенето е концентрирано в офиси и търговски сгради, както и в жилищни имоти.

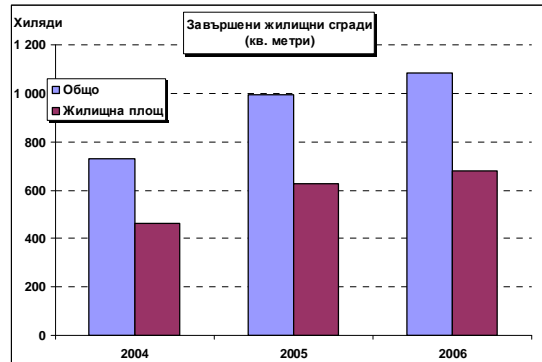
Компанията намалява приходите си от търговията на дребно с течни горива, поради агресивното навлизане на Шел, OMB, Лукойл и Петрол. Дейността на Топливо по отношение на твърдите горива е подчинена на централизирана бизнес стратегия, преговори, ценообразуване и преразпределяне на количествата, ако е необходимо. Меката зима миналата година се отрази в нарастване на запасите от отоплителни материали и пониски от очакваните продажби през четвъртото тримесечие. Балансът на компанията също беше под натиск, тъй като Топливо не успя да се включи в пълна степен в по-доходоносната търговия със строителни материали през второто тримесечие. Въпреки това, продажбите през последното тримесечие отбелязват видимо повишение, което може да свие излишъка от запаси.

Сезонност

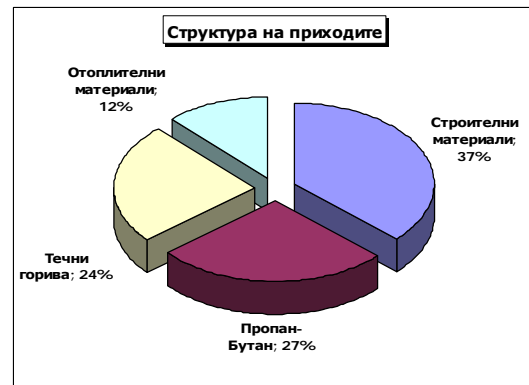
Топливо е зависимо от сезонните промени в търсенето на строителни и отоплителни материали. Най-силните тримесечия за дистрибуция на строителни материали са второто и третото, тъй като най-големи продажби се отбелязват през юли и август, докато най-ниски приходи има през януари и февруари. Търсенето на горива за отопление е по-голямо през летните месеци, преди зимния сезон.

Собственост

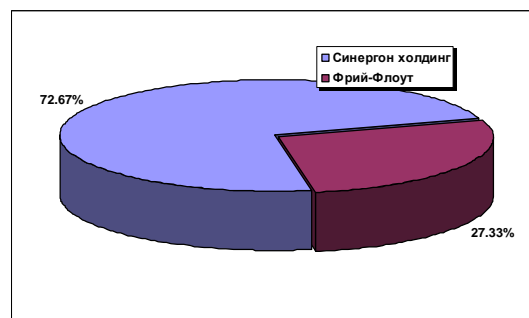
Компанията беше приватизирана през 1996 г. по време на първата вълна на масовата приватизация, когато Петрол Холдинг (сега Синергон Холдинг) придобива дял от 34%. Холдингът постоянно увеличава дела си в Топливо и дори опитва да я отпише от търговия през 2002 г., но не успява поради държавния дял в компанията. В момента Синергон Холдинг притежава 73% от капитала на Топливо.



Източник: Национален статистически институт



Източник: Топливо



Източник: Топливо

Информация за акциите (БФБ Борсов код: TOPL)

Последна цена	20.00	Пазарна капитализация	108 336 580	Едногодишен реиндж	18 лв. – 38 лв.	Среден обем (3м)	6 550
Beta	-	Промяна за 1г	-16.67%	Промяна на SOFIX	-2.24%	Промяна на BG40	+43.43%

Оценка

Оценката на Топливо в голяма степен е повлияна от относително ниските норми на растеж, в сравнение с други български сини чипове. Прогнозите на мениджмънта за 9 млн. лв. нетна печалба за 2007 г. бяха твърде оптимистични и нашите очаквания са за по-нисък ръст, поради слабите резултати миналата година. Предпочитаме да останем в ниската част на очакванията за сега и да ги променим след резултатите за първата половина на годината.

Анализ чрез коефициенти

Топливо се занимава с дребно и съотношението цена/продажби е сред най-ниските сред българските акции. Другите коефициенти, изчислени на база резултати за 2007 г. са близо до средното за пазара. P/EBITDA е 7, поради значителните лихвени плащания и амортизациите, докато P/E е 20. Атрактивен коефициент е цена/счетоводна стойност от 1.16, който не само е по-нисък в сравнение с други компании, но и не включва възможността за преоценка на дълготрайните материални активи, като например недвижимите имоти. Смятаме, че P/B от 1 е значително ниво на подкрепа, но пазарната цена на недвижимите имоти не може да бъде пресметната, тъй като зависи от местоположението и големината. Очакванията ни за резултатите през 2008 г. са базирани на стабилния ръст на продажбите през последните няколко години. Това води до *forward* P/E от 16.77 и слабо подобрен EV/EBITDA.

хил. лв	2007	2008
Нетна печалба	5 576	6 459
ЕБИТ	9 833	10 777
ЕБИТДА	15 662	16 935
Продажби	293 244	307 906
Собствен капитал	93 758	100 217
Капитализация	108 337	108 337
Парични средства	5 324	5 324
Дълг	54 602	54 602
EV	163 898	163 898
P/E	19.43	16.77
P/S	0.37	0.35
P/B	1.16	1.08
EV/ЕБИТ	16.03	14.63
EV/ЕБИТДА	10.06	9.31
EV/Продажби	0.54	0.51
P/ЕБИТ	11.02	10.05
P/ЕБИТДА	6.92	6.40

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

5 годишни прогнози

Като резултат от подобрената норма на печалба през четвъртото тримесечие на 2007 г., очакваме по-висока нетна печалба за следващите няколко години. Компанията успя да повиши нормите си на печалба през последното тримесечие на 2007 г., което ни убеждава че 5.5% EBITDA норма е достижима през периода, без да изключваме сезонността. В допълнение, ръстът на лихвените разходи може да намалее, поради вече трансформиран дълга в дългосрочни банкови заеми. Тези цифри са заложили в изчисляването на модела на дисконтираните парични потоци.

хил. лв.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Продажби	293 244	307 906	323 302	337 850	353 053	367 175
Ръст	1.91%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.00%
ЕБИТДА	15 662	16 935	17 782	18 582	19 418	20 195
ЕБИТДА margin	5.34%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Нетна печалба	5 576	6 459	6 764	7 043	7 341	7 601
Net Profit margin	1.90%	2.10%	2.09%	2.08%	2.08%	2.07%

Прогнозни данни за 2008 - 2012;
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на паричните потоци дава по-добра представа за цената, съобразно възможностите за растеж, тъй като дългосрочните перспективи не са включени в коефициентите P/E и EV/EBITDA.

DCF моделът се основава на нашите очаквания за постепенен ръст на продажбите и умерено подобряване на нормите на печалба за 2008 г. и след това. Темповете на растеж се очаква да намаляват до края на десетгодишния период. Предвиденият дългосрочен ръст е 2.5% с средно претеглена цена на капитала от 12%. Нормата на дисконтиране може да е по-висока, тъй като БФБ е много волатилна в момента и инвеститорите изискват по-висока рискова премия. Обратния капитал нараства от 2% спрямо продажбите през 2005 г. до 12% през 2006 г., поради промените в дълговата структура на компанията. През последната година остава над 10%, като предпочитаме да изградим модела при по-висока стойност.

Моделът ни дава цена на акция 8.65 лв., което е по-ниско от останалите използвани методи. Когато използваме 2% оборотен капитал към продажбите, получената цена е над 10 лв.

Топливо											Terminal
лева'000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Year
ЕВИТ	10 777	11 316	11 825	12 357	12 851	13 365	13 833	14 317	14 747	15 189	15 569
ЕВИТ(1-Т)	9 699	10 184	10 642	11 121	11 566	12 029	12 450	12 885	13 272	13 670	14 012
Add: D&A	6 158	6 466	6 757	7 061	7 344	7 637	7 905	8 181	8 427	8 679	8 896
Less: Investments	6 158	6 466	6 757	7 061	7 344	7 637	7 905	8 181	8 427	8 679	8 896
Less: Change NWC	-448	1 540	1 455	1 520	1 412	1 469	1 337	1 383	1 227	1 264	1 112
FCF	10 147	8 644	9 187	9 601	10 154	10 560	11 113	11 502	12 045	12 406	12 900
PV FCF	9 060	6 891	6 539	6 102	5 762	5 350	5 027	4 646	4 343	3 994	
Sum of PV FCF	57 714										
PV of Continuing Value	43 720										
Total PV Free Cash Flows	101 434										
Less: Outstanding Debt	54 602										
PV of Equity	46 832										
Брой акции	5 417										
Цена на акция	8.65										
				WACC							
					SA	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	
					10.0%	12.63	13.18	13.80	14.51	15.33	
					11.0%	10.09	10.48	10.92	11.40	11.95	
					12.0%	8.06	8.34	8.65	8.99	9.37	
					13.0%	6.38	6.59	6.81	7.06	7.33	
					14.0%	4.98	5.13	5.30	5.48	5.68	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Ценова цел

Оценката изисква различен подход, тъй като ниското P/B контрастира с получената цена при DCF модела. Причината е умерения ръст, който заложихме в модела, следвайки намаляващия ръст на продажбите през 2007 г. Топливо трябва да покаже по-добра норма на печалбата, тъй като текущото P/E от 20 е близо до средното за пазара. Текущото P/B оказва добра подкрепа на цената и това е причина да му дадем по-голяма тежест.

Method	Value	Price	Weight
Multiples			
P/E - 2007	20	20.59	10%
forward P/E	15	17.89	10%
P/S - 2007	0.50	27.07	10%
forward P/S	0.45	25.58	10%
EV/EBITDA	10	19.82	10%
P/B	1.50	25.96	25%
DCF		8.65	25%
Price (BGN)			19.75

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Препоръки

Поставяме **Неутрална** препоръка на Топливо, тъй като отдаваме предпочитание на умерен растеж на пазара като цяло през следващите едно – две тримесечия. Едногодишната цел зависи от моментното настроение на пазара. Инвеститорите са се съсредоточили върху P/E съотношението. Фактори като ликвидност и мениджмънт също оказват тежест на решенията. Въпреки това, основният риск е нежеланието на инвеститорите да подкрепят акция, която се търгува на по-високо от средното P/E на по-късен етап на възстановяване на пазара. Това ще доведе до прибиране на печалбите и по-слабо представяне от пазара. Силното четвърто тримесечие на 2007 г. е причина за по-добри очаквания и позитивни изненади през 2008 г., въпреки ситуацията на пазара. Ценовата ни цел, изчислена през P/B 1.5 е **25.96** лв.

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2004	2005	2006	2007
Продажби	192 938	250 964	284 406	293 244
Продуктови разходи	177 033	231 409	259 840	266 419
Разходи за персонала	7 578	8 720	10 168	10 758
Нетен приход от финансова дейност	102	(420)	2 843	(400)
Други приходи и разходи	246	1 825	(46)	(5)
ЕБИТДА	8 675	12 240	17 195	15 662
Амортизация	5 428	5 532	6 002	5 829
ЕБИТ	3 247	6 708	11 193	9 833
Разходи за лихви	(2 355)	2 409	2 735	(3 637)
Печалба преди данъци	892	4 299	8 458	6 196
Разходи за данъци	186	621	1 369	620
Печалба след данъци	706	3 678	7 089	5 576
Миноритарен дял	0	0	0	0
Нетна печалба	706	3 678	7 089	5 576
Печалба на акция	0.16	0.85	1.31	1.03
Баланс (в хил. лв.)	2004	2005	2006	2007
Общо активи	115 954	134 593	148 282	176 634
Невнесен капитал	0	0	0	0
Нетекущи активи	66 289	76 853	81 216	93 199
Дълготрайни материални активи	63 392	73 535	74 377	86 293
Инвестиции	100	150	150	52
Текущи активи	49 665	57 740	67 066	83 435
Запаси	28 208	35 149	42 733	55 778
Вземания	16 778	17 117	18 286	21 788
Финансови активи и пар. средства в брой	4 298	5 160	5 741	5 324
Задължения + Собствен капитал	115954	134593	148282	176634
Собствен капитал	56987	69825	88128	93758
Основен капитал	4334	4334	5417	5417
Резерви	47442	53699	62555	62555
Печалба	5211	11792	20210	25786
Задължения	58967	64768	60154	82876
Нетекущи пасиви	5388	8751	8999	23682
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	7043	3260	16454	6998
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	28359	35899	10583	23922
Текущи пасиви	18177	16901	24064	28274
Други задължения	0	0	0	0
Оборотен капитал	31 29	4940	32419	31239
Отчет на паричните потоци (в хил. лв.)	2004	2005	2006	2007
Нетна печалба	706	3 678	7 089	5 576
Амортизация	5 428	5 532	6 002	5 829
Промени в оборотния капитал	1 539	1 811	25 204	621
Други постъпления от оперативна дейност	(1 943)	(14 129)	(29 342)	(19 660)
Нетен поток от оперативна дейност	5 730	(3 108)	8 953	(7 634)
Покупка на дълготрайни активи	(5 166)	(5 898)	(8 072)	(15 065)
Други постъпления от инвестиционна дейност	713	3 096	801	18 545
Нетен поток от инвестиционна дейност	(4 453)	(2 802)	(7 271)	3 480
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	9 746	0
Постъпления/Плащания от заеми	754	6 772	(9 775)	3 737
Изплатени дивиденди	0	0	(1 073)	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	17	0	1	0
Нетен паричен поток от финансова дейност	771	6 772	(1 101)	3 737
Изменения на паричните средства	2 048	862	581	(417)
Пар. средства в началото на периода	2 250	4 298	5 160	5 741
Пар. средства в края на периода	4 298	5 160	5 741	5 324
Пар. средства на акция:	0.99	1.19	1.06	0.98
Брой акции:	4 333 928	4 333 928	5 416 829	5 416 829
Цена в лв- края на периода:	3.30	6.13	17.47	21.00
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	14 301 962	26 566 979	94 632 003	113 753 409

Показатели	2004	2005	2006	2007
Коефициенти за оценка				
Цена/Печалба (P/E)	20.26	7.22	13.35	20.40
Счетоводна стойност (BV)	13.15	16.11	16.27	17.31
Цена/смет. стойност (P/B)	0.25	0.38	1.07	1.21
Приходи на акция	44.52	57.91	52.50	54.14
Цена/Приходи (P/S)	0.07	0.11	0.33	0.39
Цена/Паричен поток	2.33	2.88	7.23	9.97
EV (в лева)	45 406	60 574	115 861	147 220
EV/Приходи	0.24	0.24	0.41	0.50
EV/ЕБИТДА	5.23	4.95	6.74	9.40
EV/ЕБИТ	13.98	9.03	10.35	14.97
Ликвидност				
Текуща ликвидност	1.07	1.09	1.94	1.60
Бърза ликвидност	0.46	0.43	0.70	0.53
Дълг				
Дълг към активи	50.9%	48.1%	40.6%	46.9%
Interest coverage	1.38	-2.78	-4.09	2.70
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	21.8%	17.2%	28.9%	32.7%
Дълг/Собствен капитал	103.5%	92.8%	68.3%	88.4%
Активи				
Inventory turnover	6.84	7.14	6.66	5.26
Days sales outstanding	31	25	23	27
Fixed asset turnover	2.91	3.27	3.50	3.15
Total asset turnover	1.66	1.86	1.92	1.66
Рентабилност				
Profit margin on sales	0.4%	1.5%	2.5%	1.9%
ЕБИТДА норма	4.5%	4.9%	6.0%	5.3%
Basic earning power	2.8%	5.0%	7.5%	5.6%
Възвращаемост на активите	0.6%	2.7%	4.8%	3.2%
Възвращаемост на Собствен капитал	1.2%	5.3%	8.0%	5.9%
Възвращаемост на инвестициите	1.0%	4.5%	6.2%	4.5%
Информация за дивиденди				
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	0.00	n/a	n/a	n/a
<i>*Коефициентите са изчислени на база последните 4 тримесечия или последния баланс.</i>				
Брой акции:	4 333 928	4 333 928	5 416 829	5 416 829
Цена в лв- края на периода:	3.30	6.13	17.47	21.00
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	14 301 962	26 566 979	94 632 003	113 753 409

За повече информация:

Анализатор
 Цветослав Цачев
 Тамара Бечева

Телефон:
 +359 2 810 00 23
 +359 2 810 07 23

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net

Пояснения:

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) 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 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.