

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Позитивна	Неутрална	25 март 2008	12.79 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 60-те /началото на 70-те/ години започва търговия с пропан бутан. Топливо предлага широка гама от продукти чрез своите 380 магазина, складове и газ станции в 196 населени места. Строителните материали могат да продължат да подкрепят представянето на компанията и в бъдеще, тъй като жилищното строителство в България ще запази високи темпове в краткосрочен период.

### Пазарна активност

Топливо е една от най-пострадалите от пазарния срив акции през последните 15 месеца. Позицията намери временна подкрепа на ниво от 5.00 лв., но скоро след това падна до равнища под 4.00 лв. Търгуваните обеми намаляха и Топливо се представи по-зле от пазара, въпреки относително стабилния фундамент и ниското съотношение цена/счетоводна стойност.

Пазарът очакваше по-ниската печалба и новината за загубите през четвъртото тримесечие вече беше отчетена в цената. Текущото P/E от 6.60 е доказателство за негативните очаквания и дори продажбата на активи за над два пъти от текущата пазарна капитализация предизвика слаба реакция. Инвеститорите не са доволни от финансовите резултати и вероятно дисконтират в цените много лош отчет за 2009 г.



### Финансово състояние

Част от неконсолидираната печалба за 2008 г. беше от продажбата на активи на мажоритарния собственик Синергон Холдинг. Това допълнително влошава по-ниската нетна печалба спрямо 2007 г., тъй като разходите нарастват значително. Въпреки това, нивото на задлъжнялост на Топливо се подобри и компанията има съотношение дълг към собствен капитал от 0.34. Предстоящото реструктуриране трябва значително да подобри задлъжнялостта на Топливо, тъй като компанията може да покрие краткосрочните си банкови заеми и по-голямата част от дългосрочните си задължения към Синергон Холдинг. Търговията със строителни и отоплителни материали беше в основата на ръста на приходите през годината.

### Показатели за оценка

Enterprise Value  
 Доход от дивиденди  
 Текущ P/E (ttm)  
 Прогнозиран P/E (2007)  
 PEG Ratio (5yr expected)  
 Цена/Продажби (ttm)  
 Цена/Счетоводна стойност (mrq)  
 Enterprise Value/Приходи (ttm)  
 Enterprise Value/EBITDA (ttm)

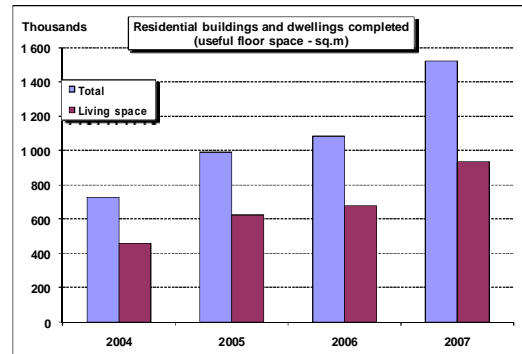
72 237 633  
 -  
 6.58  
 3.10  
 -  
 0.07  
 0.15  
 0.23  
 4.99

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала 5.00%  
 Възвръщаемост на собст. капитал 2.35%  
 Възвръщаемост на активите 1.54%  
 EBITDA Margin 3.87%  
 Норма на Нетна печалба 1.07%  
 Ръст на приходите 9.76%  
 Ръст на печалбата на акция -61.4%  
 Ръст на капитала 45.6%  
 Ръст на активите 18.2%

## 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 поддържа ориентация към строителни материали поради пазарната конюнктура. В последните години строителството отбеляза стабилен ръст, но разрешителните за строеж за 4-тото тримесечие на 2008 г. намаляват с 33% за жилищни сгради на годишна база. При офис сградите има спад от 31%.

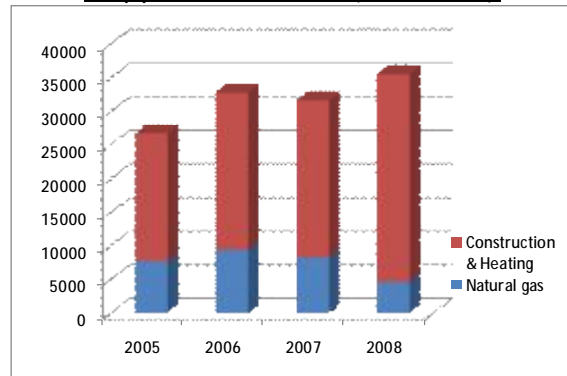


Източник: Национален статистически институт

Свитият строителен пазар ще окаже натиск върху Топливо, тъй като растящите производствените и административни разходи свалят нормата на печалба.

Конкурентният натиск на пазара на горива се засили поради агресивното навлизане на пазара на Шел, ОМВ, Лукойл и Петрол. Продажбите през миналата година намаляха и дела на сегмента в брутната печалба падна, тъй като компанията е единствено търговец на вносен газ. Газ-станциите се нуждаят от големи инвестиции за модернизация и затова Топливо реши да продаде активите на Синергон. Акционерите взеха решението през декември 2008 г.

## Принос на двата сегмента в брутната печалба (в хил. лв.)

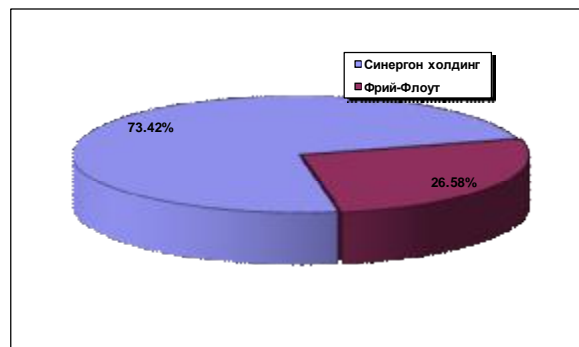


## Сезонност

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 и преди зимния сезон.

## Акционерна структура

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 73.4% от капитала на Топливо.



Източник: Топливо

## Информация за акциите (БФБ Борсов код: 3TV)

Последна цена	3.90	Пазарна капитализация	21 125 633	Едногодишен реиндж	BGN 3.66 – BGN 22	Среден обем (3м)	2 600
Beta	0.94	Промяна за 1г	-82%	Промяна на SOFIX	-81%	Промяна на BG40	-79%

## Оценка

Финансовите резултати на Топливо са доста волатилни поради конкурентните пазари, на които компанията функционира. Цените на горивата и строителните материали също допринасят за несигурността, едновременно с по-високите производствени и административни разходи.

В същото време оценката по време на срива на капиталовия пазар е много трудна, тъй като инвеститорите пренебрегват вътрешната стойност на компанията и дори исторически ниските коефициенти не могат да променят негативните настроения. Нашата оценка се основава на метода на дисконтираните парични потоци, който остана единствения начин за прогнозиране на справедливата цена в дългосрочен период, въпреки несигурността относно продажбата на активи и предстоящо забавяне на икономиката.

## Анализ чрез коефициенти

Текущите коефициенти са много ниски поради слабостта на пазара. Топливо е компания за търговия на едно и дребно и съотношението цена/продажби е най-ниското сред българските акции. P/E и EV/EBITDA са близо до средното за пазара. Топливо се търгува на P/B от 0.15 и очакваното по-ниско съотношение цена към собствен капитал след продажбата на активи тази година ще направи акцията най-атраaktivна сред сините чипове.

Цена	3.90
Брой акции	5 416 829
Капитализация	21 125 633
Нетна печалба	3 211 000
P/E	6.58
Приходи	312 795 000
P/S	0.07
Капитал	136 546 000
P/B	0.15
EV	72 237 633
EBITDA	14 478 000
EV/EBITDA	4.99
EV/Revenues	0.23

Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

## Прогнози

Нашите прогнози за следващите няколко години изключват търговията с газ. Също така коригирахме данните за предишните три години, за да оценим възвращаемостта на капитала и ръста на продажбите. По този начин екстраполираме предишните данни в нашия DCF модел според възможността за бъдещо икономическо развитие в България. Таблицата представя базовия сценарий на анализ. Прогнозираният спад на продажбите за 2009 г. е 15%, главно поради сегмента на строителни материали. Очаква се търговията с горива да остане почти без промяна, тъй като цените вече паднаха, но потреблението ще зависи от климатичните условия през март и запасването преди отоплителен сезон 2009 – 2010 г. Също така очакваме, че нормата на печалба ще се подобри през 2009 г., тъй като компанията ще оптимизира разходите си.

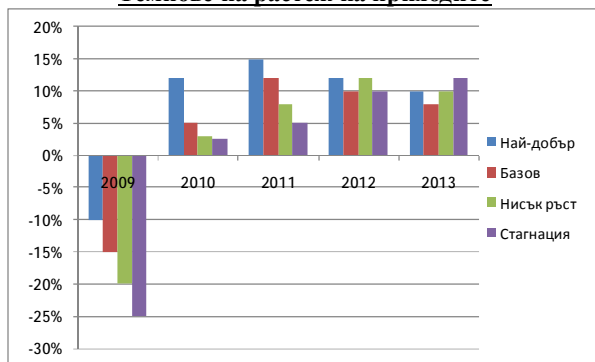
хил. лв.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Продажби	210 557	268 741	228 430	239 851	268 634	295 497
Ръст	-	27.63%	-15.00%	5.00%	12.00%	10.00%
EBITDA	14 021	10 411	11 421	12 592	14 775	16 252
EBITDA margin	6.66%	3.87%	5.00%	5.25%	5.50%	5.50%
EBIT	11 709	7 209	8 566	9 594	11 417	12 559
Лихвени разходи	3 785	4 016	1 000	1 100	1 250	1 500
Корпоративен данък	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Нетна печалба	7 132	2 874	6 810	7 645	9 150	9 953
Net Profit margin	3.39%	1.07%	2.98%	3.19%	3.41%	3.37%

Прогнози за 2009-2012; Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

## Прогнози за други сценарии

Нашите четири сценария са основани на различни ръстове на продажбите и норма на EBITDA. Най-добрият вариант включва умерен спад за 2009 г. и бум в строителството през 2010 г. и след това. Другите два сценария са по-консервативни – предположението е, че нормите на растеж ще са умерени през 2010 г. и ще достигнат връх през 2012 г. и 2013 г. Всички сценарии са базирани на очаквания за по-ниска норма на печалба за 2009 г. и относително стабилно подобрене след 2010 г. Това ще зависи от свиването на разходите и по-добрата печалба в търговията с отоплителни и строителни материали.

Темпове на растеж на приходите



Очаквания: ЕЛАНА Трейдинг

## Дисконтирани парични потоци

Таблицата е нашия базов сценарий. Данните са съобразени с предстоящата продажба на търговията с горива. Оценката също предполага, че повечето от получените средства ще намалят задлъжнялостта. Инвестиционната политика на компанията е умерена, но може да бъде увеличена на по-късен етап. Предпочитаме да се придържаме към по-неутрална инвестиционна политика в нашите предположения, тъй като само търговията с горива се нуждае от големи инвестиции. Топливо може да ограничи инвестициите си по време на финансова и икономическа нестабилност.

Моделът показва цена на акция от 19.02 лв. Това е значително по-високо от текущата пазарна цена, но моделът е повлиян силно от намаляването на дълга. Топливо продаде една част от бизнеса си за цена, която е два пъти над пазарната си капитализация.

Топливо	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal Year
лева'000											
ЕБИТ	8 566	9 594	11 417	12 559	15 159	15 917	16 554	17 133	17 647	18 176	18 631
ЕБИТ(1-T)	7 710	8 635	10 275	11 303	13 643	14 325	14 898	15 420	15 882	16 359	16 768
Add: D&A	2 855	2 998	3 358	3 694	3 989	4 189	4 356	4 509	4 644	4 783	4 903
Less: Investments	2 855	2 998	3 358	3 694	3 989	4 189	4 356	4 509	4 644	4 783	4 903
Less: Change NWC	-3 088	914	2 303	2 149	1 891	1 277	1 072	976	866	892	784
FCF	10 797	7 721	7 973	9 154	11 752	13 049	13 826	14 444	15 017	15 467	15 983
PV FCF	9 640	6 155	5 675	5 817	6 668	6 611	6 254	5 834	5 415	4 980	
Sum of PV FCF	63 050										
PV of Continuing Value	54 170										
Total PV Free Cash Flows	117 220										
Less: Outstanding Debt	14 200										
PV of Equity	103 020										
Брой акции	5 417										
Цена на акция	19.02										

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Оценка

Четири сценария определиха ценови диапазон между 12.79 лв. и 27.51 лв. Даваме различна тежест на всеки, поради възможността за забавяне на икономиката. Според нашите изчисления справедливата цена на акция е 17.89 лв. Дори най-лошият сценарий има много по-големи дисконтирани парични потоци спрямо текущата цена на акция.

	Вероятност	Цена	Претеглена
Най-добър	10%	27.51	2.75
Базов	50%	19.02	9.51
Нисък ръст	20%	15.36	3.07
Стагнация	20%	12.79	2.56
<b>Справедлива стойност</b>			<b>17.89</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

---

**Препоръка**

---

Даваме **Позитивна** препоръка на Топливо. Пазарът е в голямо неравновесие, тъй като компанията ще получи кеш от продажбата на активите си два пъти над текущата пазарна цена. Въпреки това, една от причините за ниската цена на акцията е липсата на ясна стратегия за развитие и реструктуриране на недоходоносните търговски обекти. Очакванията на мениджмънта за нетната печалба бяха свръхоптимистични.

Разликата между справедливата стойност и пазарната цена прави Топливо един от най-подценените сини чипове. Компанията работи в един от застрашените от рецесия сектори - строителството на жилищни сгради. Секторът ще бъде повлиян от свиването на банковото кредитиране и по-слабото търсене на жилища и офис сгради. Търговията с отоплителни материали също е несигурна тази година, но положителната страна е временно спряното предлагане на руски природен газ, което създава известни предпоставки за печалби.

Нашата едногодишна цел е **12.79 лв.** – справедливата стойност при най-лошия сценарий. Осъзнаваме, че това ниво може да остане мираж за пазара през следващите няколко тримесечия. Икономическото забавяне в България тепърва започва и дейността на Топливо ще бъде засегната в голяма степен. Пазарът ще продължи да се търгува под фундамента, докато голям приток от капитали не потърси възможности за инвестиции. Подобен интерес може да се предизвика от знаци за дъно в цикъла на американската икономика, следван от Западна Европа. Текущата пазарна ликвидност на Топливо е много ниска. Вероятно основните играчи през следващите няколко месеца ще са спекулантите, тъй като няма големи ордери за продажба, които да притискат цената. Подценената акция на Топливо ще привлече вниманието на пазара дори преди видимия обрат в строителството.

---

## Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Продажби</b>	192 938	250 964	284 406	284 985	312 795
Продуктови разходи	177 033	231 409	259 840	257 308	284 627
Разходи за персонала	7 578	8 720	10 168	11 335	13 302
Нетен приход от финансова дейност	102	(420)	2 843	2 661	(381)
Други приходи и разходи	246	1 825	(46)	(3)	(7)
<b>ЕБИТДА</b>	8 675	12 240	17 195	19 000	14 478
Амортизация	5 428	5 532	6 002	5 854	6 894
<b>ЕБИТ</b>	3 247	6 708	11 193	13 146	7 584
Разходи за лихви	(2 355)	2 409	(2 735)	(3 785)	(4 016)
<b>Печалба преди данъци</b>	892	4 299	8 458	9 361	3 568
Разходи за данъци	186	621	1 369	1 050	357
<b>Печалба след данъци</b>	706	3 678	7 089	8 311	3 211
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	706	3 678	7 089	8 311	3 211
<b>Печалба на акция</b>	0.16	0.85	1.31	1.53	0.59

Баланс (в хил. лв.)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Общо активи</b>	115 954	134 593	148 282	219 454	208 844
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекучи активи</b>	66 289	76 853	81 216	137 347	134 445
Дълготрайни материални активи	63 392	73 535	74 377	127 313	123 448
Инвестиции	100	150	52	52	52
<b>Текущи активи</b>	49 665	57 740	67 066	82 107	74 399
Запаси	28 208	35 149	42 733	55 499	54 342
Вземания	16 778	17 117	18 286	21 069	16 294
Финансови активи и пар. средства в брой	4 298	5 160	5 741	5 149	3 155
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	115 954	134 593	148 282	219 454	208 844
<b>Собствен капитал</b>	56 987	69 825	88 182	133 335	136 546
Основен капитал	4 334	4 334	5 417	5 417	5 417
Резерви	47 442	53 699	62 555	97 478	95 563
Печалба	5 211	11 792	20 210	30 440	35 566
<b>Задължения</b>	58 967	64 768	60 100	86 119	72 298
Нетекучи пасиви	5 388	8 751	8 999	28 230	22 595
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	7 043	3 260	16 454	0	0
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	28 359	35 899	10 583	30 770	31 672
Текущи пасиви	18 177	16 901	24 064	27 119	18 031
Други задължения	0	0	0	90	90
<b>Оборотен капитал</b>	3 129	4 940	32 419	24 218	24 696

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Нетна печалба</b>	706	3 678	7 089	8 311	3 211
Амортизация	5 428	5 532	6 002	5 854	6 894
Промени в оборотния капитал	1 539	1 811	27 479	(8 201)	478
Други постъпления от оперативна дейност	(1 943)	(14 129)	(31 617)	(8 815)	(4 481)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	5 730	(3 108)	8 953	(2 851)	6 102
Покупка на дълготрайни активи	(5 166)	(5 898)	(8 072)	(21 859)	(10 633)
Други постъпления от инвестиционна дейност	713	3 096	801	20 704	(828)
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(4 453)	(2 802)	(7 271)	(1 155)	(11 461)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	9 746	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	754	6 772	(9 775)	3 700	3 573
Изплатени дивиденди	0	0	(1 069)	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	17	0	(3)	(286)	(218)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	771	6 772	(1 101)	3 414	3 355
<b>Изменения на паричните средства</b>	2 048	862	581	(592)	(2 004)
<b>Пар. средства в началото на периода</b>	2 250	4 298	5 160	5 741	5 149
<b>Пар. средства в края на периода</b>	4 298	5 160	5 741	5 149	3 145
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.99	1.19	1.06	0.95	0.58

<b>Брой акции:</b>	4 333 928	4 333 928	5 416 829	5 416 829	5 416 829
<b>Цена в лв- края на периода:</b>	3.30	6.13	17.47	29.12	6.00
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>	14 301 962	26 566 979	94 632 003	157 738 060	32 500 974

Показатели	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	20.26	7.22	13.35	18.98	10.12
Счетоводна стойност (BV)	13.15	16.11	16.28	24.61	25.21
Цена/смет. стойност (P/B)	0.25	0.38	1.07	1.18	0.24
Приходи на акция	44.52	57.91	52.50	52.61	57.75
Цена/Приходи (P/S)	0.07	0.11	0.33	0.55	0.10
Цена/Паричен поток	2.33	2.88	7.23	11.14	3.22
EV (в лева)	45 406	60 574	115 861	191 380	68 137
EV/Приходи	0.24	0.24	0.41	0.67	0.22
EV/ЕБИТДА	5.23	4.95	6.74	10.07	4.71
EV/ЕБИТ	13.98	9.03	10.35	14.56	8.98
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	1.07	1.09	1.94	1.42	1.50
Бърза ликвидност	0.46	0.43	0.70	0.46	0.40
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	50.9%	48.1%	40.5%	39.2%	34.6%
Interest coverage	1.38	-2.78	4.09	3.47	1.89
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	21.8%	17.2%	28.9%	21.2%	16.5%
Дълг/Собствен капитал	103.5%	92.8%	68.2%	64.6%	52.9%
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.84	7.14	6.66	5.13	5.76
Days sales outstanding	31	25	23	27	19
Fixed asset turnover	2.91	3.27	3.50	2.07	2.33
Total asset turnover	1.66	1.86	1.92	1.30	1.50
<b>Рентабилност</b>					
Profit margin on sales	0.4%	1.5%	2.5%	2.9%	1.0%
ЕБИТДА норма	4.5%	4.9%	6.0%	6.7%	4.6%
Basic earning power	2.8%	5.0%	7.5%	6.0%	3.6%
Възвращаемост на активите	0.6%	2.7%	4.8%	3.8%	1.5%
Възвращаемост на Собстен капитал	1.2%	5.3%	8.0%	6.2%	2.4%
Възвращаемост на инвестициите	1.0%	4.5%	6.2%	5.1%	2.0%
<b>Информация за дивиденди</b>					
Доход от дивиденди	n/a	4.08%	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	0.00	0.25	n/a	n/a	n/a

\*Коефициентите са изчислени на база последните 4 тримесечия или последния баланс.

<b>Брой акции:</b>	4 333 928	4 333 928	5 416 829	5 416 829	5 416 829
<b>Цена в лв- края на периода:</b>	3.30	6.13	17.47	29.12	6.00
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>	14 301 962	26 566 979	94 632 003	157 738 060	32 500 974

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 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 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 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 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:** Оценка 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. Оценка 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. Оценка, 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 публикуване на препоръката за български акции е следното:

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
<b>Негативна</b>	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.

Повече информация за текущите препоръки на сайта на ЕЛАНА Трејдинг:

[http://www.elana.net/analysis/reports/bul\\_f\\_pazar\\_7/LIST\\_Preporaki.pdf](http://www.elana.net/analysis/reports/bul_f_pazar_7/LIST_Preporaki.pdf)

**Авторски права:** Анализите на ЕЛАНА Трејдинг 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 "Анализ" на компанията. Не се допуска използване на анализите на инвестиционния посредник от трета страна с комерсиални цели.