

Борсов код: **OSP**  
 Bloomberg: **OSP BU**

Цена: **17.80 лв.**  
 Капитализация: **79 149 480 лв.**  
 Промяна за 1 год.: **+9.8%**  
 Рейндж за 1 год.: **16.05-17.80 лв.**

Оценка на акция: **30.89 лв.**  
 Препоръка: **Купувай**  
 Цел: **20.09 лв.**

### Показатели за оценка

Enterprise Value	81 111 000
Доход от дивиденди	5.8%
Текущ P/E (12M)	9.55
Прогнозиран P/E (2013)	9.11
Цена/Продажби (12M)	1.39
Цена/Счетоводна стойност	5.62
Enterprise Value/Приходи (12M)	1.42
Enterprise Value/EBITDA (12M)	6.57

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на собствен капитал	58.9%
Възвръщаемост на активите	32.8%
EBITDA норма	21.7%
Норма на нетна печалба	14.5%
Ръст на приходите*	21%
Ръст на печалбата на акция*	21%
Ръст на капитала*	25%
Ръст на активите*	22%

\*на годишна база

- Спиди е водеща българска компания на пазара на куриерски и транспортни услуги от врата до врата. От основаването си през 1998 г. досега фирмата се наложи като водеща куриерска компания с 19% дял от целия пазар и 37% дял в куриерските услуги в страната.
- От ноември 2010 г. Спиди е ексклузивен партньор на спедиторската компания DPD в България, с което разширява доставките си със сухопътен транспорт в Европа, както и куриерски услуги по цял свят.
- Специфична черта на приходите на компанията е голямото значение на корпоративните клиенти по договор, които формират над 80% от тях. Индивидуалните клиенти на Спиди носят по-малко от 10% от приходите.
- Нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация (EBITDA) се запазва на стабилното равнище от 21.5% през последните две години. Промяната в амортизацията обаче доведе до слабо повишаване на нормата на нетна печалба, която надхвърля 14% през последните дванадесет месеца.
- Задълженията към банки не се променят съществено през последната една година. Те представляват общо около 20% от активите на компанията, като дружеството не изпитва затруднения с обслужването им. Оперативната печалба през първото тримесечие на годината е 50 пъти по-голяма от лихвените плащания за периода.
- В края на май Спиди разпредели по 2.98 лв. дивидент на акция и увеличи капитала със собствени средства, като броят на акциите нарасна три пъти. Търговията с книгата на компанията се увеличава. Броят на инвеститорите постепенно нараства, но ликвидността все още е малка. Запазване на темповете на покачване на фрий-флоута и на интереса на инвеститорите ще доведе до включване на компанията в индексите на БФБ.
- Акцията е атрактивна за дългосрочна инвестиция, както се вижда от голямата разлика между оценката по текущи показатели и стойността при дисконтиране на паричните потоци. Основен проблем остава все още ниската ликвидност. Поставяме ценова цел от 20.09 лв. до края на годината, което е оценката при сравнението с показателите на сектора.

### Преглед на компанията

Спиди е най-голямата българска компания на пазара на куриерски услуги от врата до врата. От основаването си през 1998 г. досега фирмата се наложи като водеща куриерска компания с 19% дял от целия пазар и 37% дял в куриерските услуги в страната. По-ниски пазарни дялове има основния конкурент Еконт експрес.

### Структура на икономическата група



Публичното дружество е СПИДИ АД, което от края на 2012 г. се търгува на БФБ-София. Негов подизпълнител е Спиди ЕООД, което е 100% собственост на акционерното дружество и което осъществява куриерската дейност, сортирането и транспорта на пратките. В него са концентрирани голямата част от служителите на групата. СПИДИ АД отговаря за продажбите и административната дейност.

Приходите на Спиди ЕООД се формират изцяло от дейността като подизпълнител. СПИДИ АД стартира дейността си през февруари 2005 г., като от тогава притежава лиценз за транспортна дейност. Компанията е регистрирана в Комисията за регулиране на съобщенията като оператор на неуниверсална пощенска услуга (НПУ). Спиди е сертифицирана компания от 2005 г. насам по стандарта за качество ISO 9001:2000, заменен по-късно от ISO 9001:2008.

### Проникване на пазарите

Спиди има 100% покритие на територията на страната за осъществяването на дейността си. Има над 86 собствени офиса, а в момента се осъществява програма за раз-

ширение на присъствието в малките населени места чрез партньорска мрежа, която да увеличи малките пратки при запазване на ниски разходи за обслужване. По програмата Спиди Парсел Шоп (SPS) досега са открити 28 офиса.



От ноември 2010 г. Спиди е ексклузивен партньор на спедиторската компания DPD в България, с което разширява доставките си със сухопътен транспорт в Европа, както и куриерски услуги по цял свят.

Основната дейност на Спиди е предлагане на куриерски услуги от врата до врата, като те заемат над 95% от приходите през последните три години. Стратегията на компанията е насочена към обслужването на транспортната и логистична дейност на корпоративните ѝ клиенти. Преобладаващата част от превозваните товари са пратки до 6 тона. Това обуславя отличните темпове на растеж на продажбите на Спиди, въпреки икономическата стагнация в страната. Перспективите за разрастване на дейността са високи, тъй като компанията се фокусира към обслужване на транспортната дейност на клиентите си. Аутсорсването на транспорта към специализирани компании като Спиди води до оптимизиране на разходите, като се очаква тази дейност в страната да се развива с много високи темпове. Слабият икономически растеж е в основата на политиката на намаление на транспортните разходи на фирмите. Спиди е специализирана компания в тази услуга и инвестициите ѝ в инфраструктура и транспортни средства ѝ позволяват да увеличава присъствието си на пазара.

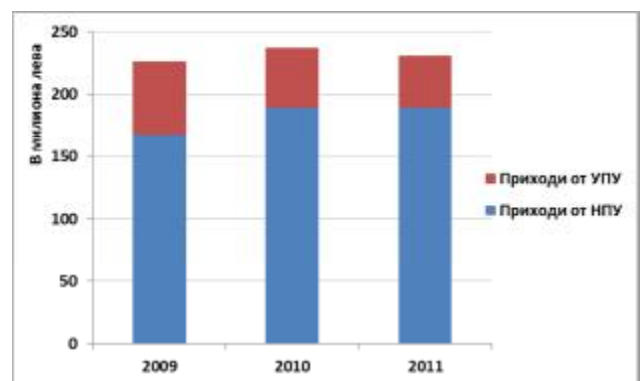
### Допълнителни услуги

Доставките на малки куриерски пратки, като писма и документи, е съпътстваща дейност при обслужването на корпоративните клиенти. Тя не е основен фокус в инвестициите на Спиди, но допълва предложените услуги, заедно с други като наложен платеж, обратна разписка и обратни документи, фиксиран час на услуги, опаковка и други. Тези услуги все още имат нисък принос към приходите, но се очаква да се увеличат благодарение на откриването на SPS-точките за приемане и доставяне на пратки. Програмата за развитие на офисната мрежа SPS (Speedy parcel shop) стартира в края на 2012 г., като в момента приключва подбора на подадените оферти за партньорски договор. Всеки офис ще получава, обработва и съхранява пратки. В него клиентите на Спиди ще могат да предават пратки за изпращане, както и да ги получават на конкурентни цени. Възнаграждението на партньорите на Спиди ще се формира от обработените пратки, като всеки от тях ще осигури пространството за офиса. Спиди ще вложи около 1 млн. лв. за оборудване и обучение на партньорите си по програмата, като засега се планира отварянето на около 100 нови офиса.

Международните пратки, осъществявани от Спиди, се увеличават след установеното партньорство с DPD. Техният дял в общите приходи нараства с 1 процентен пункт годишно, като международният пазар заема 8.6% от продажбите на компанията през първото тримесечие на 2013 г. Максималното тегло на пратка, обслужвана чрез партньора DPD, е 31.5 кг., като Спиди планира да осигури на клиентите си и възможности за по-големи пратки в бъдеще. Продължава и работата по развиването на палетния бизнес. Палетите представляват стандартизирани опаковки с размери 1.2x1.2x0.8 м, които позволяват на клиента да подготви самостоятелно пратката и тя да бъде готова до пристигането на куриер. Предимство на палетите са атрактивните ценови условия, тъй като благодарение на тях се оптимизира пространството в транспортните средства и се осъществява по-ритмично постъпване на заявките и извършването им с по-ниски разходи.

Голямата част от основната дейност на компанията е насочена към корпоративни клиенти с едногодишни договори. Около 80% от приходите на Спиди идват от тях. Дружеството има репутацията на качествен куриер, поддържайки и гъвкава ценова политика, която позволява запазване на нивото на рентабилност.

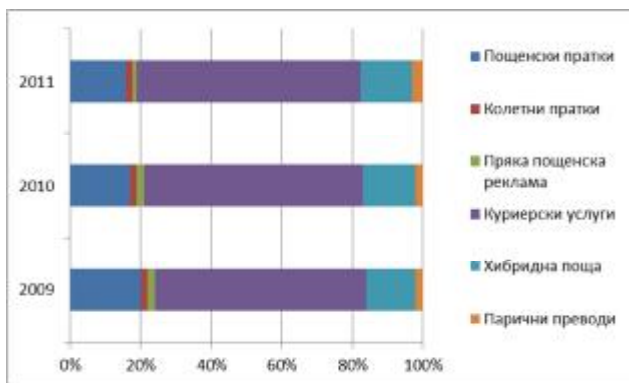
### Пазар на пощенски услуги



Пазарът на пощенски услуги е фрагментиран между голям брой участници, но водещите 15 компании осъществяват над 90% от доставките. Спиди е водеща компания в НПУ с пазарен дял около 20% и близо 15% от целия пазар на пощенски услуги. Трябва да се отбележи, че Спиди не присъства на пазара на универсални пощенски услуги (УПУ), който е зает предимно от държавната компания Български пощи АД. Основният конкурент на Спиди е Еконт Експрес ООД, който има подобен пазарен дял, но с фокус върху малките пратки и доставките от и за физически лица. Данните за пазара в България показват, че е налице устойчива тенденция към намаление на относителния дял на универсалните спрямо неуниверсалните пощенски услуги. Само за периода 2009-2011 г. се наблюдава 29% намаление на приходите от УПУ, като те падат до 41.6 млн. лв. годишно. Делът им пада за сметка на повишението на неуниверсалните пощенски услуги, които по последни данни заемат 82% от пощенските услуги в страната. Спиди не печели пазарен дял от свиването на дейността на Български пощи АД, тъй като припокриването на услугите на двете компании е много малко.

**Доставки за чужбина**

Обемът на куриерските пратки от и до България отчита увеличение през 2011 г. с 8.3%, а реализираните приходите от тях са били със 7.6% повече, според проучване на Галъп интернешънъл. Увеличението на доставките с по-висок темп от нарастването на икономиката е показателно за активността на индустрията, но и за динамиката в търговията и за възможностите за развитие на сектора. Според данните в анализа международните пратки са били над 367 хил. броя, което е повече, както от отчетените през 2010 г., така и от тези през силната за пазара на куриерски услуги 2007 г. Показателно е намалението на средната цена на пратка спрямо 2007 г., но спадът вече е незначителен. Вътрешният пазар също расте с подобни темпове, воден от аутсорсинга на транспортна дейност и от нарастването на електронната търговия, която вече се оценява на 1.5-2 млрд. лв. годишно.



Куриерските услуги заемат все по-голям дял в структурата на пощенските услуги и достигат 64% от общите приходи в сектора. Комисията регистрира нарастване на броя на доставените куриерски пратки през 2011 г., но и намаление на приходите, което се дължи на преориентиране на търсенето от по-скъпи и експресни услуги към по-бавни, но и по-икономични за клиента. Вторият по големина сегмент са пощенските пратки, с 16% от пощенския пазар. Те отчитат намаление на приходите и на броя на доставките с около 6% през 2011 г. С близък пазарен дял е „хибридната“ поща, която представлява отпечатването и разпространението на сметки по адресите на

потребителите на комунални услуги. Нейният дял е почти без промяна през 2011 г., като преди това се е характеризирала със стабилен растеж. Пощенските парични преводи представляват 3% от пазара, а колетните пратки и пряката пощенска реклама заемат най-малки дялове.

Тенденциите на пазара показват няколко продължаващи закономерности. Първата е значението на НПУ за развитието на пазара на пощенски услуги и конкретно на куриерските услуги. Търсенето на универсалните пощенски услуги постепенно намалява за сметка на навлизането на интернет технологиите и обусловените от тях услуги като хибридна поща, електронна търговия и други.

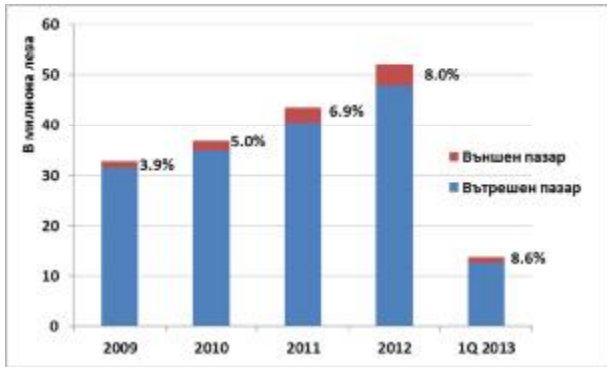
**Основни проблеми и перспективи пред куриерите**

Влияние върху пазара на куриерски услуги оказва най-вече влошаването на пазарната конюнктура, поради финансовите затруднения в Гърция и ефектите от кризата в ЕС. Лошата транспортна инфраструктура и високите цени на горивата имат пряко отражение върху разходите на куриерските компании. Спиди въведе преди две години такса гориво, с което ограничи ефекта от промяната в цената му и това вече няма ефект върху печалбата.

През миналата година по-големите компании в сектора са планирали да разширяват дейността си и да оптимизират разходите посредством нови инвестиции. Плановите на малките дружества са били насочени предимно към свиване на дейността си и намаление на разходите посредством съкращения на служители, намаление на възнаграждения или намаляване на точките за достъп. Тази тенденция вероятно ще се запази и през 2013 г., тъй като икономиката не отчита растеж. Бавното нарастване на износа подпомага куриерските компании, които предлагат все по-гъвкави логистични решения, основно ориентирани към корпоративни клиенти към техни бизнес партньори. Вътрешният пазар на пощенски услуги ще бъде стимулиран от нарастването на електронната търговия, като този сегмент остава с ниска норма на печалба.



**Финансов анализ**

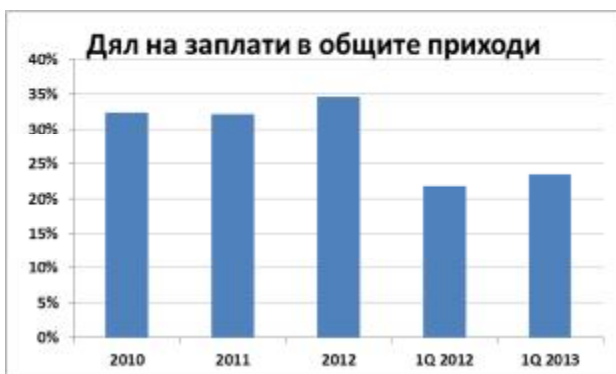


Източник: Спиди

Доставките извън България заемат все по-важно място в приходите на Спиди. Данните показват, че от 2009 г. досега външните пазари са удвоили значението си до 8.6% от общите приходи. Компанията не отчита промяна в дейността си в страната по региони, като тя отговаря на икономическата активност. Друга специфична черта на приходите на компанията е голямото значение на корпоративните клиенти по договор, които формират над 80% от тях. Индивидуалните клиенти на Спиди носят малко от 10% от приходите. Най-големите 10 клиента на компанията правят по-малко от 10% от оборота на компанията. Няма съществен риск от концентрация, който да доведе до рязко свиване на приходите при неблагоприятна икономическа конюнктура в даден отрасъл.

**Разходи за персонал**

Общият брой на служителите на Спиди надхвърля 1100 души.



Източник: консолидирани данни от Спиди 2010 – коригирани към консолидация

Заетите в Спиди ЕООД представляват 85% от общия персонал, като отговарят за транспорта и доставките. Разходите за заплащане на консолидирана база се повишават през последните години като дял от общите приходи. Графиката показва понисък дял през първото тримесечие на годината, тъй като плащанията на бонуси се осъществяват в средата и в края на годината. Повишаването на разходите е обвързано с по-добрите резултати на служителите. Очаква се заплащането да се движи в диапазона 35% от приходите, което е оптимално ниво при текущия годишен ръст на приходите.

**Качество на услугите и reklamации**

Броят на доставките през 2012 г. надхвърля 7.47 млн. броя, от които има 1001 основателни reklamации, като това са основно закъснения. Спиди застрахова пратките и не носи риск от искове при reklamациите. Приходите от комисиони за Спиди от наравените застраховки на товари надхвърлят разходите по reklamации.

**Амортизация и инвестиции**



Източник: консолидирани данни от Спиди 2010 – коригирани към консолидация

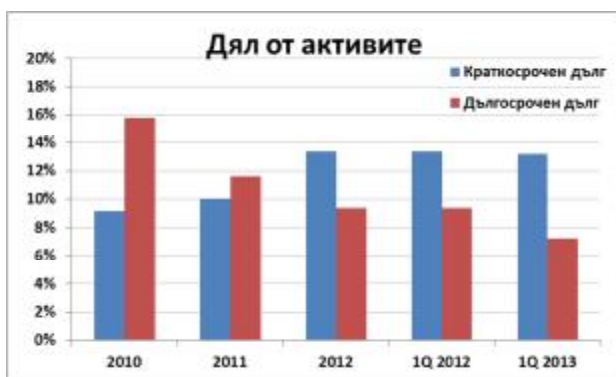
Равнището на амортизациите като дял от приходите се запазва около 5%. При сравнение с дълготрайните материални активи се получава много висок дял от около 30%, който се дължи на високото равнище на автомобилите в активите на компанията. Амортизацията при тях е висока. През 2012 г. се наблюдава спад на амортизациите въпреки повишението на материалните активи. Това се дължи на удължаването на сроковете за амортизация на автомобил-

ния парк и на растящата плътност на курсовете.

През тази година ще се увеличат инвестициите в материални активи, поради изтичането на полезния срок на експлоатация на голяма част от автопарка. Спиди ще закупи електрически автомобили, които да бъдат използвани в големи градове при куриерските доставки. Високата цена на електрическите автомобили се компенсира от съкращенията на разходите за горива и паркиране.

Предвидените средства в инвестиционната програма на компанията са значителни. Спиди ще вложи до 1 млн. лв. в развитие на партньорската мрежа, а допълнителни средства са предвидени за автомобилния парк, складовете и за информационни технологии. Две трети от предвидените инвестиции през следващите две години са за покупка на автомобили.

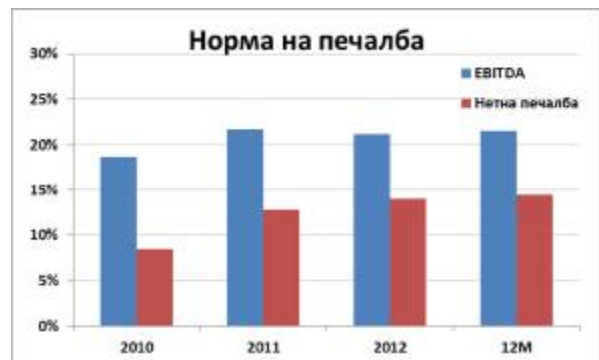
### Структура на дълга



Източник: консолидирани данни от Спиди 2010 – коригирани към консолидация

Задълженията към лизингови компании нарастват с 30% през последната една година. Те представляват общо около 20% от активите на компанията, като дружеството не изпитва затруднения с обслужването им. Оперативната печалба през първото тримесечие на годината е 50 пъти по-голяма от лихвените плащания за периода. Това съотношение се подобрява със значителни темпове. Тенденцията на постепенно намаление на дълга към капитала ще продължи и през следващите няколко години, тъй като Спиди отчита голяма печалба. Мениджмънтът на компанията не си поставя за цел да изплати банковите си заеми, като ефектът на ливъридж от привлечените средства подобрява възвръщаемостта.

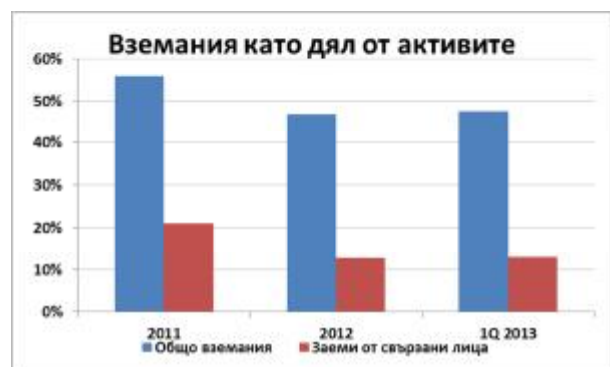
### Норма на печалба



Източник: консолидирани данни от Спиди 2010 – коригирани към консолидация

Нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА) се запазва на стабилното равнище от 21.5% през последните две години. Промяната в амортизацията обаче доведе до слабо повишаване на нормата на нетна печалба, която надхвърля 14% през последните дванадесет месеца.

### Вземания



Източник: Спиди

Несъбираемите вземания на компанията са около 1%, като се използва външна фирма за събирането им. Не съществува риск от повишаването на вземанията при оперативната дейност на Спиди. В тези вземания са включени и отпуснатите заеми към свързани лица. Към края на първото тримесечие те представляват инвестиционен заем за Булпром Газ ЕООД в размер на 3.262 млн. лв. при годишна лихва от 10%. Заемите към свързани лица намаляха чувствително от придобиването на публичен статут на Спиди.

**Коефициенти за оценка**

Таблица 1  
Коефициенти  
за оценка

	2011	2012	12M	2013
Текуща цена	51.50	51.50	17.80	17.80
Брой акции	1 482 200	1 482 200	4 446 600	4 446 600
Капитализация	76 333 300	76 333 300	79 149 480	79 149 480
Нетна печалба	6 110 000	7 671 000	8 292 000	8 684 137
P/E - цена/печалба	12.49	9.95	9.55	9.11
Собствен капитал	8 434 000	10 581 000	14 081 000	14 923 069
P/B - цена/капитал	9.05	7.21	5.62	5.30
Продажби	38 948 000	47 567 000	57 016 000	59 890 600
P/S - цена/продажби	1.96	1.60	1.39	1.32
EV	78 687 300	78 220 300	81 111 480	78 019 412
ЕБИТДА	10 355 000	11 594 000	12 349 000	12 577 026
EV/ЕБИТДА	7.60	6.75	6.57	6.20
RoE	72.44%	72.50%	58.89%	58.19%
RoA	29.23%	29.96%	32.82%	29.00%

Източник: Спиди

Изчисления и прогноза за 2013 г.: ЕЛАНА Трейдинг

Таблицата показва изменението в показателите за оценка на Спиди през последните две години. Подобрение има при всички стойности, тъй като дейността на компанията се разраства. Показателите, отчитащи добрата норма на печалба на Спиди, са на атрактивни нива. **EV/ЕБИТДА е на равнище, което би привлякло реален интерес за поглъщане от чуждестранна компания.** Това е вариант за изход от инвестицията, тъй като Спиди има уникални позиции на българския пазар и потенциал за експанзия на Балканите. Съотношението цена/капитал е високо спрямо средното за българския пазар, но не е показателно за оценката на компанията, тъй като има изключителни нива на възвръщаемост на капитала и активите. Прогнозата ни за 2013 г. е базирана на консервативните очаквания за ръст на приходите от 10% и запазване на нормата на печалба. **При прогнозираната печалба за 2013 г. и P/E от 10, цената на акция на Спиди отговаря на 19.50 лв. в края на годината.**

**Сравнение със сходни компании**

В дейността на Спиди не се включва транспорта и доставката на големи международни товари. Това води до по-малка необходимост от собствен капитал.

Таблица 2  
Сравнение  
със сектора

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	17.35	1.63	0.59	7.20
Капитализация	143 890 595	22 979 277	33 910 779	86 916 587
Цена	32.36	5.17	7.63	19.55
Тежест	35%	15%	15%	35%
Текуща цена		17.80		
Справедлива стойност		20.09		
Премия (отбив) от текущата цена		12.84%		

Източник: Bloomberg

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**Справедливата стойност на акция на Спиди при текущите ѝ финансови резултати е 20.09 лв. или 13% повече от цената в момента.** При оценяването даваме много по-голяма тежест на P/E и EV/EBITDA, тъй като те представят по-коректно способността на компанията да генерира паричен поток за инвеститорите. Съотношението P/B не е показателно, защото Спиди не оперира с големи и скъпи транспортни средства, като самолети, които да са включени в баланса и да изискват значителен собствен капитал. Получените стойности при сравнение с P/B и P/S са много ниски. Считаме Спиди за атрактивна компания според EV/EBITDA. При сравнението използваме медианата на показателите на фирми от сектора на куриерските услуги, някои от които са световните лидери.

### 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**

Спиди	Terminal										
BGN'000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Year
ЕБИТ	8 984	10 062	11 068	12 986	14 025	14 867	15 610	16 234	16 803	17 391	17 999
ЕБИТ(1-Т)	8 085	9 055	9 961	11 688	12 623	13 380	14 049	14 611	15 122	15 652	16 199
Плюс: Амортизации	3 593	4 025	4 427	4 058	4 383	4 646	4 878	5 073	5 251	5 435	5 625
Минус: Инвестиции	2 695	3 354	1 476	2 029	2 630	3 717	4 878	5 073	5 251	5 435	5 625
Минус: Промяна об. капитал	550	180	168	184	162	131	116	98	89	92	98
FCF	8 433	9 547	12 745	13 532	14 213	14 178	13 933	14 513	15 033	15 560	16 101
PV FCF	7 969	8 054	9 600	9 101	8 535	7 602	6 670	6 203	5 737	5 302	
Sum of PV FCF	74 774										
PV of Continuing Value	64 545										
Total PV Free Cash Flows	139 319										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	5 170				10.0%	35.92	38.67	40.36	42.34	47.47	
Плюс: Финансови активи	3 208				11.0%	31.83	33.81	35.00	36.35	39.74	
НС на капитала	137 357				12.0%	28.57	30.03	<b>30.89</b>	31.86	34.21	
Брой акции (хил.)	4 447				13.0%	25.90	27.01	27.65	28.36	30.05	
Цена на акция	30.89				14.0%	23.68	24.53	25.02	25.56	26.81	

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

При конструирането на модела на дисконтирани парични потоци залагаме много консервативни очаквания: пик на ръста на приходите от 12% през следващата година и норма на печалба, която отговаря на текущите нива. Компанията има възможности за развитие и перспективите пред нея по време на икономически подем в България са повече от отлични. **Въпреки умерените прогнози за дейността, Спиди ще генерира солиден паричен поток за акционерите си и справедливата стойност на акция според модела е 30.89 лв.** Процентът на дисконтиране е 12%, което отразява по-високия риск от мащаба на компанията.

### Препоръка и ценова цел

Препоръка:  
**ПОКУПКА**  
 Ценова цел:  
**20.09 лв.**  
 Нагоре:  
**13%**

Акцията е атрактивна за дългосрочна инвестиция, както се вижда от голямата разлика между оценката по текущи показатели и стойността при дисконтиране на паричните потоци. Основен проблем остава все още ниската ликвидност, но растящият интерес и броят на новите инвеститори показват потенциала на Спиди да се нареди сред най-търгуваните български акции. Поради тази причина поставяме ценова цел от 20.09 лв. до края на годината, което е оценката при сравнението с показателите на сектора.



**Финансови данни /консолидирани/**

<b>Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1Q 2012</b>	<b>1Q 2013</b>
<b>Продажби</b>	39 443	47 792	54 446	12 047	14 617
Продуктови разходи	19 389	22 906	24 509	5 539	6 524
Разходи за персонала	12 775	15 384	18 856	2 620	3 426
Нетен приход от финансова дейност	70	799	482	94	78
Други приходи и разходи	0	54	31	8	0
<b>ЕВИТДА</b>	<b>7 349</b>	<b>10 355</b>	<b>11 594</b>	<b>3 990</b>	<b>4 745</b>
Амортизация	3 627	3 247	2 755	646	713
<b>ЕВИТ</b>	<b>3 722</b>	<b>7 108</b>	<b>8 839</b>	<b>3 344</b>	<b>4 032</b>
Разходи за лихви	0	304	316	81	79
<b>Печалба преди данъци</b>	<b>3 722</b>	<b>6 804</b>	<b>8 523</b>	<b>3 263</b>	<b>3 953</b>
Разходи за данъци	396	694	852	326	395
<b>Печалба след данъци</b>	<b>3 326</b>	<b>6 110</b>	<b>7 671</b>	<b>2 937</b>	<b>3 558</b>
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	<b>3 326</b>	<b>6 110</b>	<b>7 671</b>	<b>2 937</b>	<b>3 558</b>
<b>Печалба на акция</b>		<b>4.12</b>	<b>5.18</b>	<b>1.98</b>	<b>2.40</b>

<b>Баланс (в хил. лв.)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1Q 2012</b>	<b>1Q 2013</b>
<b>Общо активи</b>	<b>18 999</b>	<b>20 900</b>	<b>25 608</b>	<b>25 692</b>	<b>25 263</b>
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	<b>6 094</b>	<b>6 039</b>	<b>8 786</b>	<b>8 835</b>	<b>8 997</b>
Дълготрайни материални активи	4 863	4 639	7 169	8 251	8 394
Инвестиции	0	0	0	0	0
<b>Текущи активи</b>	<b>12 905</b>	<b>14 861</b>	<b>16 822</b>	<b>16 857</b>	<b>16 266</b>
Запаси		438	556	556	568
Вземания		11 672	11 979	12 016	12 016
Финансови активи		0	0	0	0
Парични средства в брой		2 169	3 958	3 956	3 208
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	<b>18 999</b>	<b>20 900</b>	<b>25 608</b>	<b>25 692</b>	<b>25 263</b>
<b>Собствен капитал</b>	<b>7 865</b>	<b>8 434</b>	<b>10 581</b>	<b>10 523</b>	<b>14 081</b>
Основен капитал	7 865	1 482	1 482	1 482	1 482
Резерви	0	348	348	348	348
Печалба	0	6 604	8 751	8 693	12 251
<b>Задължения</b>	<b>11 134</b>	<b>12 466</b>	<b>15 027</b>	<b>15 169</b>	<b>11 182</b>
Нетекущи пасиви	0	0	0	0	0
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	1 743	2 094	3 439	3 439	3 336
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	3 007	2 429	2 406	2 409	1 834
Текущи пасиви	6 384	7 943	9 182	9 321	6 012
Други задължения	0	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	<b>3 514</b>	<b>4 489</b>	<b>5 234</b>	<b>5 127</b>	<b>8 420</b>

<b>Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1Q 2012</b>	<b>1Q 2013</b>
<b>Нетна печалба</b>	<b>3 326</b>	<b>6 110</b>	<b>7 671</b>	<b>2 937</b>	<b>3 558</b>
Амортизация	3 627	3 247	2 755	646	713
Промени в оборотния капитал		975	745	(107)	3 293
Други постъпления от оперативна дейност		(2 802)	(2 727)	(954)	(3 728)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	<b>3 788</b>	<b>7 530</b>	<b>8 444</b>	<b>2 522</b>	<b>3 836</b>
Покупка на дълготрайни активи	(357)	(588)	(546)	(106)	(141)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	0	6	56	223
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	<b>(357)</b>	<b>(588)</b>	<b>(540)</b>	<b>(50)</b>	<b>82</b>
Постъпления/Плащания от ценни книжа		0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	(212)	(88)	(1 273)	(1 889)	(694)
Изплатени дивиденди	(650)	(3 671)	(5 013)	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(1 892)	(2 772)	171	(793)	(3 972)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	<b>(2 754)</b>	<b>(6 531)</b>	<b>(6 115)</b>	<b>(2 682)</b>	<b>(4 666)</b>
<b>Изменения на паричните средства</b>	<b>677</b>	<b>411</b>	<b>1 789</b>	<b>(210)</b>	<b>(748)</b>
Пар. средства в началото на периода	946	1 758	2 169	2 164	3 956
<b>Пар. средства в края на периода</b>	<b>1 623</b>	<b>2 169</b>	<b>3 958</b>	<b>1 954</b>	<b>3 208</b>
<b>Пар. средства на акция:</b>		<b>1.46</b>	<b>2.67</b>	<b>1.32</b>	<b>2.16</b>

Показатели	2010	2011	2012	1Q 2013
<b>Коефициенти за оценка</b>				
Цена/Печалба (P/E)		12.49	9.95	9.21
Счетоводна стойност (BV)		5.69	7.14	9.50
Цена/смет. стойност (P/B)		9.05	7.21	5.42
Приходи на акция		32.24	36.73	38.47
Цена/Приходи (P/S)		1.60	1.40	1.34
Цена/Паричен поток		8.16	7.32	6.87
EV (в хил. лева)		78 687	78 220	78 295
EV/Приходи		1.65	1.44	1.37
EV/ЕБИТДА		7.60	6.75	6.34
EV/ЕБИТ		11.07	8.85	8.22
<b>Ликвидност</b>				
Текуща ликвидност		1.43	1.45	2.07
Бърза ликвидност		1.39	1.40	2.00
<b>Дълг</b>				
Дълг към активи	0.59	0.60	0.59	0.44
Interest coverage		23.38	27.97	30.34
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.22	0.25	0.33	0.24
Дълг/Собствен капитал	1.42	1.48	1.42	0.79
<b>Активи</b>				
Inventory turnover		109.11	97.92	100.38
Days sales outstanding		88	79	76
Fixed asset turnover	6.47	7.91	6.20	6.34
Total asset turnover	2.08	2.29	2.13	2.26
<b>Рентабилност</b>				
Норма на печалба	8.4%	12.8%	14.1%	14.5%
ЕБИТДА норма	18.6%	21.7%	21.3%	21.7%
Basic earning power	19.6%	34.0%	34.5%	37.7%
Възвращаемост на активите	17.5%	29.2%	30.0%	32.8%
Възвращаемост на собствен капитал	42.3%	72.4%	72.5%	58.9%
Възвращаемост на инвестициите	34.6%	58.0%	54.7%	47.6%
<b>Информация за дивиденди</b>				
Доход от дивиденди		7.3%	5.8%	
Дивидент на акция		3.74	2.98	
<b>Брой акции:</b>				
		1 482 200	1 482 200	1 482 200
<b>Цена в лв- края на периода:</b>				
		51.50	51.50	51.50
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>				
		76 333 300	76 333 300	76 333 300

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 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.

**За повече информация:**

**Анализатор**  
Цветослав Цачев

**Телефон:**  
+359 2 810 00 23

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

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