

| <u>Препоръка</u> | <u>Предходна</u> | <u>От дата</u> | <u>Ценова цел</u> |
|------------------|------------------|----------------|-------------------|
| Неутрална | - | - | 9.73 лв. |

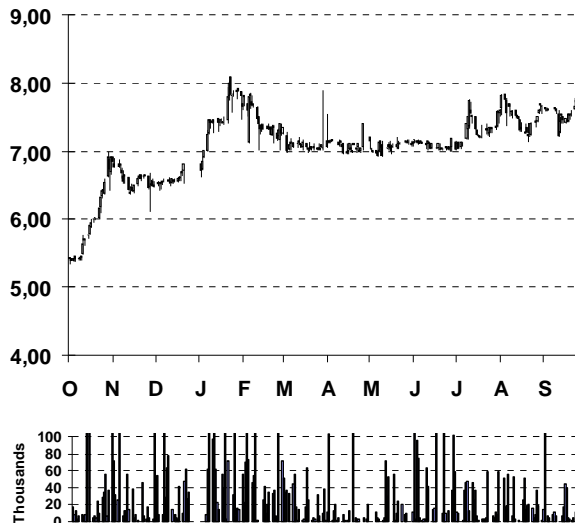
Софарма

Бизнес описание

Софарма е втората по големина българска фармацевтична компания по продажби и държи почти 10% от българския фармацевтичен пазар. Компанията има най-големият капацитет за производство на противогрипни продукти, модерна ампулна производствена линия и единствената лаборатория за гама стерилизация в България. Софарма успешно изпълнява изискванията за Добра медицинска практика (GMP) и през 2004 г. получава GMP сертификат за всичките си продукти. Над 50% от приходите на компанията са формирани от износ, главно за Русия, Украйна, Полша и други бивши съветски републики. Софарма и дъщерните ѝ дружества са вертикално интегрирани, което позволява да се покрият всички аспекти на производство, износ, търговия на дребно и логистика.

Пазарна активност

Акциите на Софарма отбелязаха 48% ръст за последната година. Въпреки това, всички печалби за периода бяха направени в края на 2006 г. и януари 2007 г. Представянето след това беше слабо и цената остана в рейнджа 7.00 лв. – 8.00 лв. Причината може да се крие във факта, че компанията вече имаше силен ръст, който се отрази в пазарна капитализация от 1 млрд. лв. и изоставане от фундамента. Софарма не успя да привлече интереса на спекулантите през 2007 г. и остана във фокуса на дългосрочните инвеститори. Това се отрази в ниска ликвидност. Компанията не предлага същата възвращаемост, както бързо растящите или подценените малки и средни компании. В допълнение Софарма беше надценена за дълъг период, в сравнение с други сектори.



Финансово състояние

Продажбите и печалбите се подобряват през 2007 г. след слабо представяне през 2006 г. поради по-ниските приходи от разлика във валутни курсове и подобрени норми след създаването на компания за търговия на едро. Продажбите за местния пазар бяха почти без промяна (3%), но приходите от износ в долари нарастнаха с 41% (30% в лв.) за първите осем месеца на 2007 г. Слабият долар имаше негативно влияние върху приходите зад граница, което се компенсира от по-високите крайни цени. Продажбите на таблетки у нас се свиват с 19%, но се компенсират от големия ръст при ампулите. Нормата на нетна печалба се подобри през първата половина на 2007 г., но паричният поток от дейността е отрицателен.

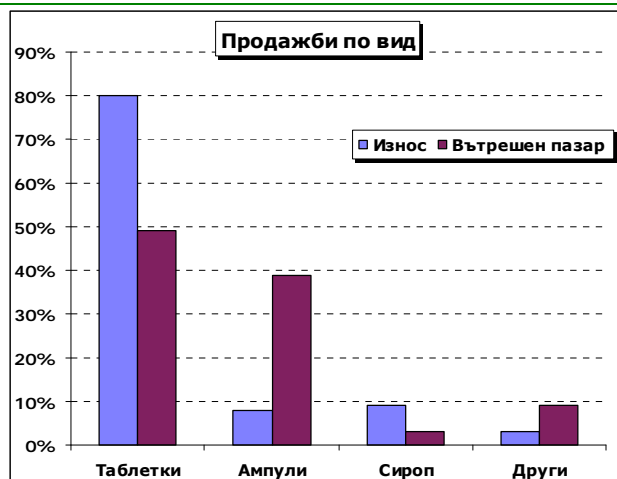
Показатели за оценка

Рентабилност и растеж

| | | | |
|--------------------------------|---------------|---------------------------------|--------|
| Enterprise Value | 1 127 730 000 | Възвръщаемост на капитала | 17.61% |
| Доход от дивиденди | 1.25% | Възвръщаемост на собст. капитал | 14.70% |
| Текущ P/E (ttm) | 34.55 | Възвръщаемост на активите | 7.65% |
| Прогнозиран P/E (2007) | 26.59 | EBITDA Margin | 15.32% |
| PEG Ratio (5yr expected) | 0.89 | Норма на Нетна печалба | 9.33% |
| Цена/Продажби (ttm) | 3.22 | Ръст на приходите | 33% |
| Цена/Счетоводна стойност (mrq) | 5.08 | Ръст на печалбата на акция | 25% |
| Enterprise Value/Приходи (ttm) | 3.47 | Ръст на капитала | 13.95% |
| Enterprise Value/EBITDA (ttm) | 21.68 | Ръст на активите | 14.13% |

Характеристика на производството

Софарма произвежда генерични фармацевтични продукти, но поддържа и собствена иновационна и развойна дейност. Търговските марки представляват 81% от износа на продукцията през 2006 г., докато генеричните продукти бяха 19%. Заводът за таблетки има капацитет от 2.5 млрд. таблетки на година, а заводът за ампули може да произвежда по 80 млн. ампули годишно. Освен това заводът във Врабево, който беше пуснат в експлоатация в края на 2003 г. има капацитет да произведе 1.5 млрд. таблетки годишно, както и 20 млн. сиропни форми и 30 млн. унгвенти за година.



Източник: Софарма

Политика на придобивания

Софарма разширява дейността си чрез придобиване на по-малки български компании. През 2004 г. Софарма придоби дял от производителя на етерични масла Българска роза – Севтополис. Последната в момента произвежда главно две от основните таблетни форми на Софарма, които се изнасят в чужбина. Софарма също притежава няколко компании зад граница, които осъществяват износа.

Компанията придоби 10% дял в капитала на четири от най-големите дистрибутори на продуктите ѝ на българския пазар с оглед да затвърди позициите си на вътрешен пазар.

| ДЯЛ И ГОДИНА НА ПРИДОБИВАНЕ | | |
|-----------------------------|---------|------|
| Ростбалканфарма | 51,00% | 2001 |
| Фармахим Холдинг | 100,00% | 2002 |
| Фармалогистик | 89,00% | 2002 |
| Софарма Полша | 60,00% | 2003 |
| Бълг. Роза - Севтополис | 49,00% | 2004 |
| Електрон Комерс | 100,00% | 2005 |
| Софарма Трейдинг | 99,62% | 2006 |
| Минерал Комерс | 70,00% | 2006 |
| Биофарм Инженеринг | 51,34% | 2006 |
| Доверие Обединен Холдинг | 5,07% | 2007 |
| Момина крепост | 34,08% | 2007 |

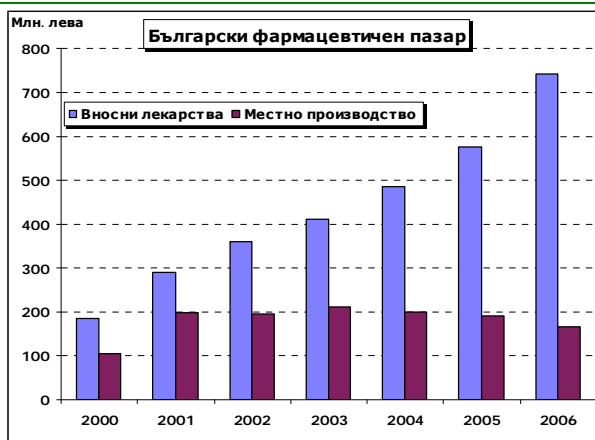
Към 30 юни 2007;
Източник: Софарма

Интелектуална собственост

Софарма притежава над 350 търговски марки и 60 патента, повечето от които са регистрирани в различни държави. Компанията защитава интелектуалната си собственост чрез българското и чуждото законодателство по отношение на патенти, търговски марки, индустриален дизайн. Също така Софарма е заинтересована от възможността да използва ексклузивните си права от тях. Въпреки това, най-разпространените продукти на компанията са обект на имитация у нас и в чужбина, главно преупаковане на внесените лекарства от Азия.

Фармацевтичен пазар

Софарма разчита на експорта, за да компенсира волатилния местен пазар. Вътрешното производство е под натиск от вносните лекарства. Освен това, местните компании са застрашени от фалшиви лекарства, главно преупакован внос от Азия, които се продават под марката на водещи български производители. Приходите от фалшиви лекарства се оценяват на 100 млн. лв. годишно. Вносните лекарства постоянно нарастват спрямо броя на местното производство, но средните им цени са по-високи. Българският фармацевтичен пазар ще нараства средно с 3 до 5%, в зависимост от оценките на различните източници от сектора.



Източник: Софарма

Възможности

Хоризонталната и вертикалната интеграция запазват позициите на Софарма, въпреки предизвикателствата на българския фармацевтичен пазар. Това вече носи ползи, тъй като крайните цени изнасят тежестта от многократно поставяните надценки от търговците. Правителството одобри нови ценови регулации, които налагат максимални ограничения за търговия на дребно от 10% над цената на лекарствата. Софарма и основният ѝ български конкурент Актавис намалиха отстъпката за търговците от около 10% на 2-3%. Новите регулации и по-ниските отстъпки би трябвало да намалят крайната цена на лекарствата и да се отразят положително на приходите и печалбите на двата производителя.

Разходите за здравеопазване в България са сред едни от най-ниските в ЕС. БВП на глава от населението също създава предпоставки за бърз растеж на пазара в близките години. Генеричните лекарства са по-разпространени в страни с нисък доход, поради по-атрактивните им цени.

Пазарна позиция

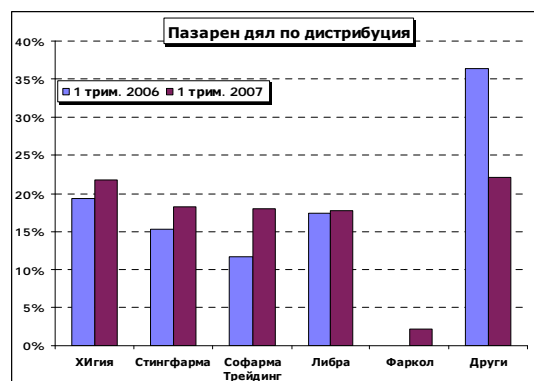
Софарма и основният ѝ български конкурент Актавис задържат водещата си пазарна позиция. Основната причина е, че те произвеждат добре известни лекарства, които могат да се купят и без рецепта. Също така двете компании зареждат болниците с поевтини лекарства от вносните им аналози. Софарма държи около 10% от българския фармацевтичен пазар, но се цели в специфични ниши като хранителни добавки, които се превръщат в основен източник на растеж на пазара.

Пазарният дял на Софарма Трейдинг в търговията на едро нарастна до 18.3%, като компанията стана водещ доставчик за болниците. Въпреки гарантираният пазарен дял и по-конкурентните цени на Софарма, от това възникват няколко проблема – ниски норми на печалбата и забавени плащания от болниците. Най-големите дистрибутори печелят позиции, тъй като са вертикално интегрирани или предлагат преференциални услуги за аптеките.

Позиции на компаниите

| | 1Н 2007 | 2006 | 2005 |
|-----------------|---------|------|------|
| Актавис | 1 | 1 | 1 |
| Софарма | 2 | 2 | 2 |
| Новартис | 3 | 3 | 3 |
| Санofi-Авентис | 4 | 5 | 5 |
| Роше | 5 | 7 | 6 |
| Сервиер | 6 | 6 | 7 |
| ГлаксоСмитКлайн | 7 | 4 | 4 |
| Пфазер | 8 | 8 | 8 |
| Менарини | 9 | 9 | 10 |
| Ново Нордик | 10 | 10 | 9 |

Източник: IMS Health



Източник: Софарма

Инвестиционна програма

Софарма продължава широкообхватната си инвестиционна програма от 2005 г. и 2006 г. През август 2007 г. българските регулаторни органи одобриха построяването на нов завод за таблетки. Новото съоръжение ще бъде завършено до 3 години и значително ще подобри продуктивния капацитет. Софарма е в процес на изграждане на нов логистичен център.

През първата половина на 2007 г. започна ремонт на завода за ампули, който ще удвои продуктивния му капацитет.



Източник: Софарма

Акционерна структура

През септември 2000 г. 67% от Софарма бяха приватизирани от специално създадена за сделката компания Елфарма с 60% участие на Електроимпекс и 40% на Унифарм. Цената на сделката беше USD 24 млн. В последствие още 15% бяха продадени на Елфарма, а останалите бяха предложени на физически лица чрез масовата приватизация.

След някои промени в собствеността, Елфарма продаде дела си на пакети. Gramercy Emerging Markets Funds също придобиха миноритарен дял.

| СТРУКТУРА НА АКЦИОНЕРИТЕ | |
|--------------------------------|--------|
| София АД | 25,36% |
| Телсо АД | 23,77% |
| Телекомплект АД | 20,42% |
| Gramercy Emerging Markets Fund | 17,26% |
| Други юрид. Лица | 10,00% |
| Физически лица | 2,88% |
| Държавна собственост | 0,31% |

Към 30 юни 2007
Източник: Софарма

Информация за акциите (БФБ Борсов код: SFARM)

| | | | | | | | |
|---------------|------|-----------------------|---------------|--------------------|-------------|------------------|---------|
| Последна цена | 7.93 | Пазарна капитализация | 1 046 760 000 | Едногодишен реиндж | 5.33 - 7.96 | Среден обем (3м) | 524 156 |
| Beta | - | Промяна за 1г | +48% | Промяна на SOFIX | +93.31% | Промяна на BG40 | 200.17% |

Оценка

Нарастващите печалби през първата половина от годината са следствие от повишения експорт и вертикалната интеграция на Софарма. Това доближи коефициентите до средното за българските акции. Освен това, стабилният ръст на приходите и подобрените норми на печалба ще помогнат на Софарма в дългосрочен период да наваксат изоставането от други бързо развиващи се български акции.

Анализ чрез коефициенти

Силният ръст в края на 2006 г. и по-ниските печалби правят Софарма надценена в сравнение с пазара. Представянето на акциите тази година го доказва. В момента ситуацията е различна, тъй като нетната печалба нараства и съотношението цена/печалба с очакваните резултати за 2007 г. е под 25. Софарма вече не е скъпа компания, тъй като съотношението цена/печалба за сините чипове е над 30 и дори 25, изчислено с очакваните печалби за 2007 г. Приходите за последните 12 месеца са преувеличени от солидното им нарастване през четвъртото тримесечие на 2006 г. след придобиването и трансформацията на Софарма Трейдинг. Като изключим консолидираните данни, съотношението цена/приходи трябва да е два пъти по-високо от текущата стойност.

| | |
|-------------------------|---------------|
| Последна цена | 7,93 |
| Брой акции | 132 000 000 |
| Пазарна капитализация | 1 046 760 000 |
| Нетна печалба (ttm) | 30 294 000 |
| цена/печалба P/E | 34,55 |
| Приходи (ttm) | 324 870 000 |
| цена/приходи P/S | 3,22 |
| Собствен капитал | 206 058 000 |
| цена/смет. стойност P/B | 5,08 |
| EV | 1 127 730 000 |
| EBITDA | 49 773 000 |
| EV/EBITDA | 22,66 |
| EV/Приходи | 3,47 |

Източник: Софарма
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение със сходни компании - оценка

Сравнението на Софарма с подобни компании в Централна и Източна Европа прави българската компания надценена. Генерчините производители, с изключение на Sanitas имат средно P/E от 30 и P/B от 4.82. Това е близо до текущите показатели на Софарма. Ако включим и компании със собствени разработки на лекарства в региона, класифицирани във Pharmaceuticals – Diversified, средните P/E и P/B намаляват съответно на 25.12 и 3.73. P/E и P/B са под влиянието на държавната ценова политика (както българския фармацевтичен пазар, който е под натиска на ниските доходи на потребителите и ниски разходи за здравеопазване) или на степента на ливъридж. Съотношението цена/приходи изчислява това – средното за генерични производители е 4.45, докато за останалите компании е 3.61.

| | | P/E | P/B | P/S | EV/EBITDA | EV/Продажби |
|---|-----------|--------|-------|------|-----------|-------------|
| Фармацевтични компании - генерични | | | | | | |
| Biofarm | Румъния | 36,26 | 6,53 | 8,90 | 24,63 | 8,42 |
| Pliva | Хърватска | 40,05 | 2,35 | 2,43 | 12,89 | 2,56 |
| Zentiva N.V. | Чехия | 20,95 | 4,70 | 3,12 | 12,40 | 3,38 |
| Sanitas | Литва | 112,75 | 51,71 | 3,59 | 17,97 | 4,70 |
| Verofarm OAO | Русия | 23,02 | 5,69 | 4,21 | 15,59 | 4,39 |
| Фармацевтични компании - диверсифицирани | | | | | | |
| Antibiotice | Румъния | 29,17 | 4,30 | 3,97 | 18,57 | 3,96 |
| EGIS Nyrt | Унгария | 21,98 | 1,70 | 1,52 | 10,40 | 1,43 |
| Richter Gedeon Vegyeszeti Gyar | Унгария | 17,95 | 2,40 | 3,18 | 9,91 | 2,98 |
| Grindeks | Литва | 11,58 | 2,17 | 1,58 | 8,33 | 1,73 |

Източник: Ройтерс

Сравнение със сходни компании – коефициенти на рентабилност

Сравнени със Софарма, фармацевтичните компании в Централна и Източна Европа имат по-добри средни норми на печалбата на ttm база. Норма на EBITDA от 25% е обичайна за генеричните производители. Софарма е малко по-назад, тъй като търговията на едро обикновено е с по-ниски норми. Може да очакваме бъдещо подобрене на Софарма, но в слаба степен, поради ниските цени на лекарства в България.

| Фармацевтични компании - генерични | | RoA | RoE | EBITDA норма | EBIT норма | Нетна норма | P/E |
|--|-----------|--------|--------|--------------|------------|-------------|-------|
| Biofarm | Румъния | 16,90% | 19,88% | 34,18% | 27,22% | 24,53% | 32,78 |
| Pliva | Хърватска | 5,84% | 8,08% | 19,88% | 11,91% | 9,06% | n/a |
| Zentiva N.V. | Чехия | 8,94% | 19,41% | 27,26% | 21,50% | 15,74% | 20,41 |
| Sanitas | Литва | 1,31% | 2,80% | 26,13% | 11,64% | 3,27% | n/a |
| Verofarm OAO | Русия | 16,75% | 24,56% | 28,19% | 25,16% | 18,27% | 16,48 |
| Фармацевтични компании - диверсифицирани | | | | | | | |
| Antibiotice | Румъния | 11,04% | 16,31% | 21,34% | 16,66% | 13,62% | 35,77 |
| EGIS Nyrt | Унгария | 6,91% | 7,94% | 13,77% | 7,74% | 6,92% | 22,19 |
| Richter Gedeon Vegyeszeti Gyar | Унгария | 12,26% | 13,70% | 30,02% | 20,88% | 17,98% | 17,98 |
| Grindeks | Литва | 13,72% | 20,42% | 20,74% | 17,41% | 13,74% | 10,74 |

Източник: Ройтерс

5г прогнози

Като резултат от постоянното подобряване на нормите, очакваме подобрене на нетната печалба. Очакванията ни за продажбите са базирани на нарастването на експорта, което в момента е движеща сила зад приходите от продажби. Въпреки това, темпа на нарастване на местните продажби ще се засили на по-късен етап.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Продажби | 223 393 | 301 581 | 361 897 | 416 182 | 478 609 | 526 470 |
| Ръст | | 35,00% | 20,00% | 15,00% | 15,00% | 10,00% |
| Нетна норма | 11,75% | 13,00% | 14,00% | 15,00% | 16,00% | 17,50% |
| Нетна печалба | 26 259 | 39 206 | 50 666 | 62 427 | 76 577 | 92 132 |
| Ръст | | 49,31% | 29,23% | 23,21% | 22,67% | 20,31% |

Очаквания за 2007-2011;
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Ценова цел

Едногодишната ценова цел за акциите на Софарма е 9.73 лв. Използваме като база P/E 30, което е средното за българските ликвидни акции. Въпреки това, пазарът гласува допълнително доверие на акции с нарастващи приходи и печалби. P/S е добър показател, имайки в предвид, че сходните компании се търгуват 3 – 4 пъти над приходите. Използваме същото при Софарма, въпреки оборотът на Софарма трейдинг. P/B от 5 е висок и показва изоставане от другите два коефициента, главно заради дивидентите, които Софарма изплаща.

| лева '000 | 2007 | 2 трим. 2008 | 2008 |
|------------------|---------|--------------|---------|
| Продажби | 301 581 | 358 882 | 416 182 |
| Нетна печалба | 39 206 | 44 936 | 50 666 |
| Собствен капитал | 218 451 | 249 754 | 281 056 |
| очаквано P/E | 30 | 30 | 30 |
| Ценова цел | 8,91 | 10,21 | 11,52 |
| очаквано P/S | 3,50 | 3,50 | 3,50 |
| Ценова цел | 8,00 | 9,52 | 11,04 |
| очаквано P/B | 5,00 | 5,00 | 5,00 |
| Ценова цел | 8,27 | 9,46 | 10,65 |
| Средна цел | 8,39 | 9,73 | 11,07 |

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Препоръки

Даваме **Неутрална** препоръка за Софарма. Едногодишната ценова цел е 9.73 лв., но имайки предвид текущата еуфория на фондовия пазар в България е по-вероятно инвеститорите да гонят по-висока цена – P/E от 30 до 35 пъти над нетната печалба за 2007 г. и първата половина на 2008 г. Това е и причината да очакваме цени от 10.21 лв., или дори над 11 лв. в едногодишен период. Очакваната минимална възвращаемост за следващите 12 месеца е 22% (при цена 9.73 лв.) или 28% (при P/E 30) спрямо цената на затваряне в края на септември.

Българският фондов пазар отбеляза солиден ръст за последните 12 месеца, поради голямата ликвидност. Въпреки че всички причини зад едни нови 50-100% за следващата една година са налице, очакваме ръстът да се забави до по-умерени нива. Поради това, прогнозираните 25-30% ръст на Софарма трябва да последва широкото пазарно представяне. В допълнение, възможни изненади ще са във възходяща посока.

Финансови данни

| Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.) | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Продажби | 121 725 | 100 429 | 107 492 | 131 993 | 223 393 |
| Продуктови разходи | 72 500 | 53 161 | 61 363 | 64 784 | 156 793 |
| Разходи за персонала | 14 749 | 14 941 | 16 462 | 20 162 | 25 005 |
| Нетен приход от финансова дейност | (2 505) | (3 002) | 5 101 | 6 652 | 3 309 |
| Други приходи и разходи | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ЕБИТДА | 31 971 | 29 325 | 34 768 | 53 699 | 44 904 |
| Амортизация | 9 649 | 6 953 | 5 739 | 6 379 | 7 705 |
| ЕБИТ | 22 322 | 22 372 | 29 029 | 47 320 | 37 199 |
| Разходи за лихви | (3 038) | (2 606) | (2 758) | (2 959) | (5 511) |
| Печалба преди данъци | 19 284 | 19 766 | 26 271 | 44 361 | 31 688 |
| Разходи за данъци | 5 477 | 4 125 | 5 410 | 8 363 | 4 552 |
| Печалба след данъци | 13 807 | 15 641 | 20 861 | 35 998 | 27 136 |
| Миноритарен дял | 1 665 | 123 | 529 | 830 | 877 |
| Нетна печалба | 12 142 | 15 518 | 20 332 | 35 168 | 26 259 |
| Печалба на акция | 2,02 | 0,24 | 0,31 | 0,53 | 0,20 |
| Баланс (в хил. лв.) | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Общо активи | 194 183 | 197 514 | 246 649 | 317 521 | 371 515 |
| Невнесен капитал | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Нетекущи активи | 104 131 | 109 436 | 127 934 | 160 520 | 142 093 |
| Дълготрайни материални активи | 40 563 | 48 222 | 71 508 | 88 003 | 115 484 |
| Инвестиции | 1 258 | 9 | 9 | 9 | 4 659 |
| Текущи активи | 90 052 | 88 078 | 118 715 | 157 001 | 229 422 |
| Запаси | 31 192 | 36 078 | 33 591 | 39 225 | 85 742 |
| Вземания | 44 552 | 48 297 | 78 366 | 104 968 | 129 617 |
| Финансови активи и пар. средства в брой | 10 572 | 3 703 | 6 758 | 12 808 | 13 822 |
| Задължения + Собствен капитал | 194 183 | 197 514 | 246 649 | 317 521 | 371 515 |
| Собствен капитал | 142 112 | 142 898 | 160 799 | 183 790 | 199 245 |
| Основен капитал | 6 000 | 66 000 | 66 000 | 66 000 | 132 000 |
| Резерви | 118 820 | 20 713 | 27 933 | 29 940 | 36 748 |
| Печалба | 17 292 | 56 185 | 66 866 | 87 850 | 30 497 |
| Задължения | 52 071 | 53 935 | 84 121 | 133 370 | 171 909 |
| Нетекущи пасиви | 17 765 | 8 612 | 7 672 | 17 414 | 6 314 |
| Дългосрочни задължения по получени банк. заеми | 16 688 | 19 167 | 41 690 | 48 980 | 33 929 |
| Краткоср. задълж. по получени банкови заеми | 1 732 | 6 280 | 6 348 | 32 994 | 50 128 |
| Текущи пасиви | 15 886 | 19 876 | 28 411 | 33 982 | 76 581 |
| Други задължения | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Оборотен капитал | 72 434 | 61 922 | 83 956 | 90 025 | 102 713 |
| Отчет на паричните потоци (в хил. лв.) | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Нетна печалба | 12 142 | 15 518 | 20 332 | 35 168 | 26 259 |
| Амортизация | 9 649 | 6 953 | 5 739 | 6 379 | 7 705 |
| Промени в оборотния капитал | 10 683 | (10 512) | 22 034 | 6 069 | 12 688 |
| Други постъпления от оперативна дейност | (19 788) | 6 562 | (52 567) | (52 377) | (18 697) |
| Нетен поток от оперативна дейност | 12 686 | 18 521 | (4 462) | (4 761) | 27 955 |
| Покупка на дълготрайни активи | (20 346) | (11 324) | (15 467) | (12 200) | (20 379) |
| Други постъпления от инвестиционна дейност | 430 | (17 224) | 5 702 | (17 695) | 16 805 |
| Нетен поток от инвестиционна дейност | (19 916) | (28 548) | (9 765) | (29 895) | (3 574) |
| Постъпления/Плащания от ценни книжа | 0 | 11 | 0 | 1 461 | 4 615 |
| Постъпления/Плащания от заеми | 5 911 | 5 969 | 25 198 | 42 612 | 18 508 |
| Изплатени дивиденди | 0 | 0 | (5 804) | (407) | (4 686) |
| Други постъпления от инвестиционна дейност | (3 038) | (3 375) | (2 137) | (2 960) | (40 370) |
| Нетен паричен поток от финансова дейност | 2 873 | 2 605 | 17 257 | 40 706 | (21 933) |
| Изменения на паричните средства | (4 357) | (7 422) | 3 030 | 6 050 | 2 448 |
| Пар. средства в началото на периода | 15 482 | 11 125 | 3 728 | 6 758 | 12 808 |
| Пар. средства в края на периода | 11 125 | 3 703 | 6 758 | 12 808 | 15 256 |
| Пар. средства на акция: | 1,85 | 0,06 | 0,10 | 0,19 | 0,12 |
| Брой акции: | 6 000 000 | 66 000 000 | 66 000 000 | 66 000 000 | 132 000 000 |
| Цена в лв- края на периода: | 12,04 | 3,33 | 4,62 | 7,50 | 6,90 |
| Паз. Капитализация в края на периода (лв.) | 72 240 000 | 219 780 000 | 304 920 000 | 495 000 000 | 910 800 000 |

| Показатели | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Коефициенти за оценка | | | | | |
| Цена/Печалба (P/E) | 5,95 | 14,16 | 15,00 | 14,08 | 34,69 |
| Счетоводна стойност (BV) | 23,69 | 2,17 | 2,44 | 2,78 | 1,51 |
| Цена/смет. стойност (P/B) | 0,51 | 1,54 | 1,90 | 2,69 | 4,57 |
| Приходи на акция | 20,29 | 1,52 | 1,63 | 2,00 | 1,69 |
| Цена/Приходи (P/S) | 0,59 | 2,19 | 2,84 | 3,75 | 4,08 |
| Цена/Паричен поток | 3,32 | 9,78 | 11,70 | 11,91 | 26,82 |
| EV (в лева) | 85 789 | 247 662 | 359 518 | 591 579 | 1 006 365 |
| EV/Приходи | 0,70 | 2,47 | 3,34 | 4,48 | 4,50 |
| EV/ЕБИТДА | 2,68 | 8,45 | 10,34 | 11,02 | 22,41 |
| EV/ЕБИТ | 3,84 | 11,07 | 12,38 | 12,50 | 27,05 |
| Ликвидност | | | | | |
| Текуща ликвидност | 5,11 | 3,37 | 3,42 | 2,34 | 1,81 |
| Бърза ликвидност | 3,34 | 1,99 | 2,45 | 1,76 | 1,13 |
| Дълг | | | | | |
| Дълг към активи | 26,8% | 27,3% | 34,1% | 42,0% | 46,3% |
| Interest coverage | 7,35 | 8,58 | 10,53 | 15,99 | 6,75 |
| Дългосрочен дълг/Собствен капитал | 24,2% | 19,4% | 30,7% | 36,1% | 20,2% |
| Дълг/Собствен капитал | 36,6% | 37,7% | 52,3% | 72,6% | 86,3% |
| Активи | | | | | |
| Inventory turnover | 3,90 | 2,78 | 3,20 | 3,37 | 2,61 |
| Days sales outstanding | 132 | 173 | 262 | 286 | 209 |
| Fixed asset turnover | 1,17 | 0,92 | 0,84 | 0,82 | 1,57 |
| Total asset turnover | 0,63 | 0,51 | 0,44 | 0,42 | 0,60 |
| Рентабилност | | | | | |
| Profit margin on sales | 10,0% | 15,5% | 18,9% | 26,6% | 11,8% |
| ЕБИТДА норма | 26,3% | 29,2% | 32,3% | 40,7% | 20,1% |
| Basic earning power | 11,5% | 11,3% | 11,8% | 14,9% | 10,0% |
| Възвращаемост на активите | 6,3% | 7,9% | 8,2% | 11,1% | 7,1% |
| Възвращаемост на Собстен капитал | 8,5% | 10,9% | 12,6% | 19,1% | 13,2% |
| Възвращаемост на инвестициите | 6,9% | 9,1% | 9,7% | 14,1% | 11,0% |
| Информация за дивиденди | | | | | |
| Доход от дивиденди | n/a | 2,7% | 3,9% | 3,9% | 1,4% |
| Дивидент на акция | 0,00 | 0,09 | 0,18 | 0,29 | 0,10 |
| Брой акции: | | | | | |
| | 6 000 000 | 66 000 000 | 66 000 000 | 66 000 000 | 132 000 000 |
| Цена в лв- края на периода: | | | | | |
| | 12,04 | 3,33 | 4,62 | 7,50 | 6,90 |
| Паз. Капитализация в края на периода (лв.) | | | | | |
| | 72 240 000 | 219 780 000 | 304 920 000 | 495 000 000 | 910 800 000 |

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 приема 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. Преходно 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 се базират 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.

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Цачев

Телефон:
+359 2 810 00 23

E-mail:
tsachev@elana.net

Интернет:
www.elana.net