

Преглед на компанията

Фармацевтичната компания "Софарма" (ЗЈР) е вторият по големина производител на лекарства в България. Групата е вертикално интегрирана холдинговата компания, като Софарма е мажоритарен собственик на водещия дистрибутор на фармацевтични продукти Софарма Трейдинг (SO5). Компанията и нейните производствени дъщерни дружества притежават 14 фармацевтични завода в България, които са в съответствие с регламентите на ЕС. Един от заводите им е в процес на изграждане. Компанията също така притежава завод в Украйна, който има сертификат, признат във всички държави от ОНД. Оперира и две производствени фабрики в Сърбия, от които едната има сертификат от местните власти. Втората, която е новооткритата, е за производство на таблетни форми и е в съответствие с регулациите на ЕС. С изключение на завода в Украйна, всички производствени мощности са сертифицирани от Европейските добри производствени практики.

Компанията има повече от 210 продукта, които са предимно генерични лекарства. Портфейлът на Софарма включва 15 оригинални продукта, от които 12 са фитобазирани. Оригиначните продукти и в частност Карзил и Темпалгин, имат основен принос за приходите от експорт, докато най-важните продукти за продажбите на вътрешния пазар са генеричните фармацевтични продукти, от които водещо лекарство е Аналгин.

Производственият портфейл на Софарма е фокусиран на следните терапевтични области: кардиология, гастроентерология, обезболяващи, кашлица и простуда, имунология и дерматология, дихателни пътища и астма, неврология и психиатрия, урология и гинекология.

Най-важните фармацевтични продукти по отношение на техния принос към приходите са:

- **Карзил** - оригинален продукт на растителна основа, използван за лечение на гастроентерологични разстройства (чернодробно заболяване)
- **Седал-М** - генерично обезболяващо (болкоуспокояващо);

- **Темпалгин** - оригинален продукт; притежава изразено и продължително болкоуспокояващо и по-слабо температуропонижаващо действие. (болкоуспокояващо);
- **Аналгин** - генерично обезболяващо (болкоуспокояващо);
- **Бронхолитин** - оригинален продукт на растителна основа, който се използва за потискане на кашлицата;
- **Метилпреднизолон** - генерично лекарство за случаи на тежки алергии и някои животозастрашаващи състояния;
- **Табекс** – оригинален продукт на растителна основа, използван за отказване на цигарите.
- **Трибестан** – оригинален продукт на растителна основа, използван за стимулиране на мъжката репродуктивна система.

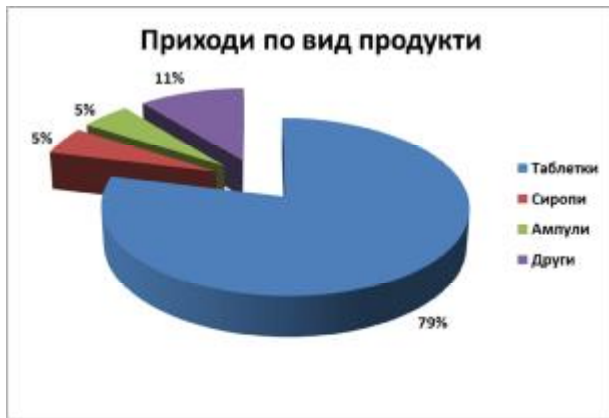
Разпространение

Софарма Трейдинг има 21.3% пазарен дял в разпространението на фармацевтични продукти в България. Компанията е също така единствен дистрибутор на някои от продуктите на водещи компании. Предлага над 7 000 продукта, включително и с търговските марки на Софарма на над 400 партньора и 3 870 клиента.

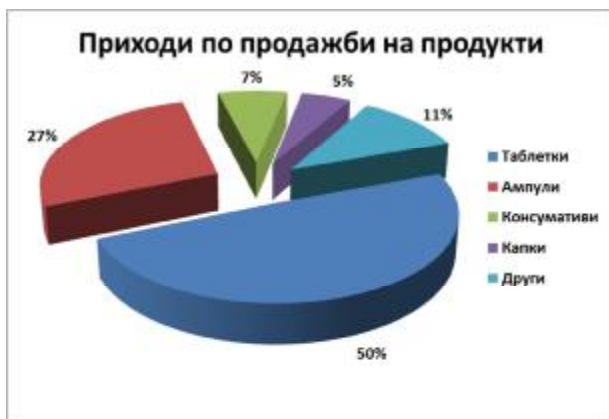
Научноизследователска и развойна дейност

Софарма фокусира своята научноизследователската и развойна дейност върху разработване на нови формули и състав на продукти, за да ги адаптира към текущите пазарни нужди. Стратегическа цел на Софарма е да постигне разработването на осем до десет нови продукта на година. Основната дейност на компанията е да подава заявления за разрешение за пускане на нови продукти на пазара, включително за нови форми на продукти и за пускане на вече съществуващи продукти на нови пазари.

Структура на приходите



Софарма произвежда предимно таблетни лекарства. Техният дял от приходите от готови продукти беше 79% от общите приходи за първите девет месеца на 2012 г. Сегментът нараства значително – 20% в сравнение със същия период на 2011 г. Другите две големи групи са сиропи и ампули. Те намаляват, както по отношение на приходите от продажбите им за миналата година, така и като процент от общите продажби.



Приходите от продажби на продукти се формират от дистрибуцията на Софарма Трейдинг за болници и аптеки. Структурата представя търсенето на различни продукти на местния фармацевтичен пазар. Главните източници на растеж са ампули и консумативи, въпреки че хранителните добавки и други категории също допринасят за солидното двуцифрено увеличение на годишна база.

Финансов анализ

Софарма отчете нарастващи продажби през първите девет месеца на 2012 г., главно поради покачващия се износ на лекарства. Продажбите на вътрешния пазар са намалели с 9% от януари до ноември, но трябва да се има в предвид, че 6% увеличение на износа успява да компенсира проблемите с търсенето на местния пазар.

Затрудненията в навременните плащания при доставките за много болници в България промениха пазарната среда за фармацевтичните компании, независимо дали са производители или търговци на лекарства. Негативната медийна кампания по повод цените на лекарствата, в която Софарма беше най-атакуваната компания, също оказва влияние върху търсенето на аптекния пазар. От нея бяха засегнати много производители и вносителите, въпреки че цените на повечето лекарства не бяха понижени.

Най-новите данни за продажбите на Софарма през декември също показаха значителен спад в приходите, но той се дължи на солидните резултати отчетени през същия период на 2011 г. Такава волатилност на резултатите не е изключение, въпреки че е по-скоро рядкост.



Като изключим приходите и печалбите от дъщерните дружества, неконсолидираният отчет показва 2.7% по-високи продажби и 2.7% по-ниска нетна печалба. Данните потвърждават важноста на дъщерните дружества във вертикалната структура на фармацевтичния холдинг. Продажбите на таблетни лекарства се повишават, поради

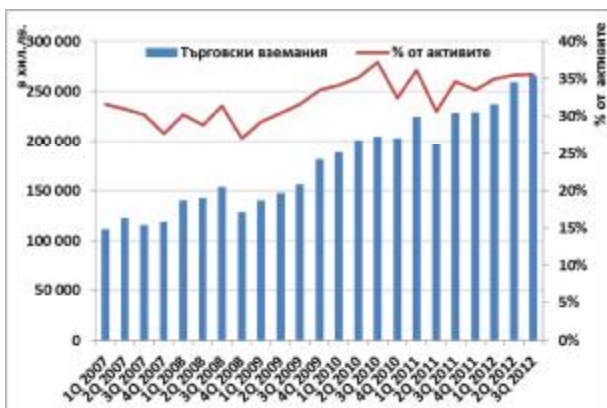
новите производствени мощности в България.



Маржът на нетната печалба се подобри през второто и третото тримесечие на годишна база. Консолидираната нетна печалба за първите девет месеца на 2012 г. се е повишила с 22%, след като дъщерните дружества допринесоха за ръста, отчитайки по-малки загуби или регистрирайки подобрение спрямо предишната година. Така динамиката в изменението на маржа на нетната печалба на тримесечна база се понижи.

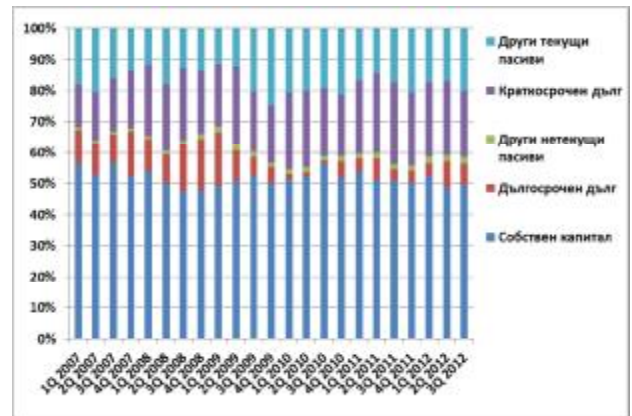
Структурата на разходите не се е променила значително през последните години. Разходите за материали представляват 13% от приходите, докато разходите за труд се задържат на стабилни нива – 10% от продажбите.

Приходите от финансови операции на Софарма обикновено са несъществена част от общите. Доходите от лихви на холдинга включват приходи от депозити и заеми към дъщерни дружества. Софарма използва главно еврото в трансграничните си операции и ефектът от промени на валутните курсове е много малък.



Вземанията поддържат ниво от 35% от общата сума на активите. Консолидираният баланс показва и по-високи нива на вземания в сравнение с 2011 г. Те са се повишили с 16% за 9 месеца.

Увеличението във вземанията е свързано главно със забавените плащания от болниците и вероятно ще останат високи през следващите няколко години, поради обтегнатите финансови условия в системата на здравеопазването. Все пак, това е предимство за доставките на Софарма към болниците, тъй като холдинга може да си позволи закъснение в плащанията.



Дългът представлява 57% от активите на Софарма, като е съставен предимно от краткосрочни банкови заеми. Компанията не изпитва затруднения при обслужването на задълженията си. Освен това, използва стабилната си финансова позиция, за да заема при по-ниска лихва и да отдава средства на дъщерните си дружества. Коefициентът на текуща ликвидност е стабилен на ниво от 1.40, а за бързата ликвидност варира около 1.30.



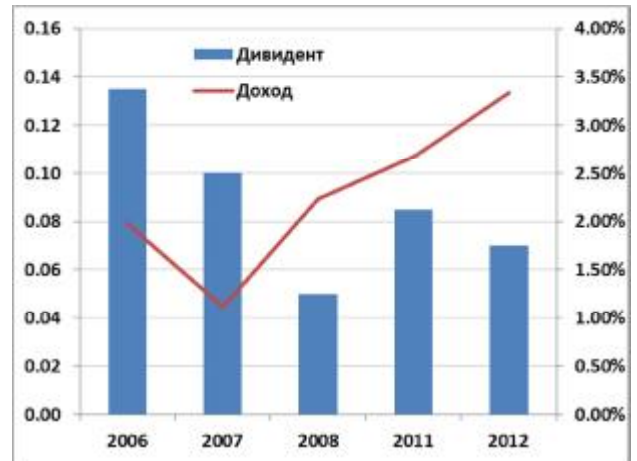
Въпреки нарастващите приходи и стабилните печалби, цената на акция на Софарма е близо до кризисните нива от ранната 2009 г. Ликвидацията на дълги позиции от страна на институционалните инвеститори доведе до постоянен спад от началото на 2011 г.

Последният спад беше провокиран и от новината, че един от най-големите акционери в дружеството – Финансова консултантска компания, е намалила дела си до 14.56% в края на 2012 г., в сравнение с 16.24% през септември. Слуховете за предлагане на допълнителни големи количества могат да подтиснат цената на акциите, въпреки че възможност за придобиване на обособени пакети на ниската цена е също така атрактивна за дългосрочните институционални инвеститори.

Софарма изкупува обратно акциите си. Програмата по обратно изкупуване цели да предостави книжа, които ще бъдат използвани за придобиване на дъщерни дружества. Следващата сделка планира сливането на холдинговата компания с една от по-малките ѝ дъщерни дружества – Българска

роза – Севтополис (4ВJ). До сега компанията е изкупила обратно 3 млн. акции.

Дивиденди



Софарма е един от малкото сини чипове, които изплащат дивиденди. Дружеството преустанови плащания през 2009 г. и 2010 г., въпреки че понижението на печалбите не беше толкова съществено. Доходността от дивиденди бе подкрепена от огромния спад в цената на акцията.

Коефициенти за оценка

*Таблица 1
Сравнение
на
коефициенти*

	2010	2011	12М
Последна цена	3.89	2.85	2.10
Брой акции	127 357 000	120 870 000	119 064 000
Капитализация	495 291 373	344 479 500	250 034 400
Нетна печалба	40 715 000	38 844 000	45 398 000
P/E - цена/печалба	12.16	8.87	5.51
Собствен капитал	298 232 000	321 690 000	345 580 000
P/B - цена/капитал	1.66	1.07	0.72
Продажби	603 062 000	649 572 000	687 851 000
P/S - цена/продажби	0.82	0.53	0.36
EV	595 869 373	487 396 500	425 133 400
ЕБИТДА	71 180 000	70 328 000	79 178 000
EV/ЕБИТДА	8.37	6.93	5.37
RoE	13.65%	12.07%	13.14%
RoA	7.54%	6.21%	6.10%

Източник: Софарма
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цената на акцията на Софарма се понижи с почти 50% спрямо края на 2010 г., като е сред най-лошо представящите се сини чипове за периода. Ликвидацията на дългите позиции е основно заради изтегляне на капитали, а не заради лошо финансово представяне на компанията. Дружеството успя да подобри своите резултати за периода. И двата фактора имаха силно влияние върху коефициентите за оценка, които паднаха до исторически ниски нива. Като вземем предвид, ниският риск на бизнес средата и бързият растеж на пазара в Източна Европа, това е идеална инвестиция в дългосрочен план. Краткосрочните инвеститори вероятно ще насочат вниманието си върху възможните продажби от акционерите с висок дял в дружеството.

Сравнение с отрасъла

Сравняваме Софарма с други европейски фармацевтични компании, без да взимаме предвид фактори като регион, процент на търговия на едро или производството на лекарства с общо приложение. Използваме по-консервативен подход и разглеждаме медианата на всеки коефициент при оценката на акцията.

*Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани*

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	15.39	1.59	1.78	11.14
Капитализация	698 719 301	550 197 227	1 226 816 651	706 592 686
Цена	5.87	4.62	10.30	5.93
Тежест	30%	30%	10%	30%
Текуща цена		2.10		
Справедлива стойност		5.96		
Премия (отбив) от текущата цена		183.69%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Продажби	462 508	503 983	603 062	649 572	508 326
Продуктови разходи	364 833	390 996	479 384	515 097	400 977
Разходи за персонала	47 162	46 990	51 547	65 200	50 310
Нетен приход од финансва дейност	(4 029)	1 919	259	614	3 671
Други приходи и разходи	(10)	29	790	439	270
ЕБИТДА	46 474	67 945	73 180	70 328	60 980
Амортизација	13 905	17 741	16 329	18 139	14 205
ЕБИТ	32 569	50 204	56 851	52 189	46 775
Разходи за лихви	10 206	8 427	7 961	8 608	5 675
Печалба преди данџи	22 363	41 777	48 890	43 581	41 100
Разходи за данџи	3 150	4 473	5 333	4 964	2 652
Печалба след данџи	19 213	37 304	43 557	38 617	38 448
Миноритарен дял	(296)	692	842	(227)	2 459
Нетна печалба	19 509	36 612	42 715	38 844	35 989
Печалба на акција	0.15	0.28	0.32	0.29	0.27

Баланс (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Общо активи	475 877	540 158	625 190	683 362	744 063
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекуци активи	230 258	230 162	264 451	293 902	339 616
Дълготрайни материални активи	180 774	182 770	208 550	237 751	275 459
Инвестиции	19 317	24 170	20 927	20 043	23 974
Текуци активи	245 619	309 996	360 739	389 460	404 447
Запаси	106 078	111 251	111 685	126 247	115 347
Вземания	128 491	181 226	202 731	228 973	265 357
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в број	9 916	16 843	45 069	32 377	22 382
Задължения + Собствен капитал	475 877	540 158	625 190	683 362	744 063
Собствен капитал	217 208	257 543	298 232	321 690	345 580
Основен капитал	132 000	132 000	132 000	132 000	119 064
Резерви	25 803	88 932	124 146	150 846	190 527
Печалба	59 405	36 611	42 086	38 844	35 989
Задължения	258 669	282 615	326 958	361 672	398 483
Нетекуци пасиви	8 766	7 567	10 256	10 228	14 052
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	73 541	25 115	31 182	23 496	48 852
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	92 445	94 995	114 465	151 798	148 629
Текуци пасиви	61 503	126 860	122 008	131 694	141 285
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	91 671	88 141	124 266	105 968	114 533

Отчет на паричните потоци (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Нетна печалба	19 509	36 612	42 715	38 844	35 989
Амортизација	13 905	17 741	16 329	18 139	14 205
Промени в оборотниот капитал	(14 227)	(3 530)	36 125	(18 298)	8 565
Други постъпления од оперативна дейност	(22 235)	(18 506)	(28 072)	10 207	(68 293)
Нетен поток од оперативна дейност	(3 048)	32 317	67 097	48 892	(9 534)
Покупка на дълготрайни активи	(29 354)	(6 940)	(9 089)	(37 141)	(43 814)
Други постъпления од инвестиционна дейност	(6 266)	(16 636)	(38 675)	(24 027)	(1 243)
Нетен поток од инвестиционна дейност	(35 620)	(23 576)	(47 764)	(61 168)	(45 057)
Постъпления/Плаќања од ценни книжа	0	0	(2 392)	(6 741)	(1 466)
Постъпления/Плаќања од заеми	20 601	878	12 285	21 415	47 245
Изплатени дивиденди	(7 124)	(1 199)	(924)	(12 790)	(2 002)
Други постъпления од инвестиционна дейност	(1 519)	(1 244)	(761)	(2 767)	78
Нетен паричен поток од финансва дейност	11 958	(1 565)	8 208	(883)	43 855
Изменения на паричните средства	(26 710)	7 176	27 541	(13 159)	(10 736)
Пар. средства в началото на периода	36 376	9 667	16 843	44 384	31 225
Пар. средства в края на периода	9 666	16 843	44 384	31 225	20 489
Пар. средства на акција:	0.07	0.13	0.34	0.24	0.16

Показатели	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	15.12	14.28	12.02	10.81	7.70
Счетоводна стойност (BV)	1.65	1.95	2.26	2.44	2.62
Цена/смет. стойност (P/B)	1.36	2.03	1.72	1.30	0.80
Приходи на акция	3.50	3.82	4.57	4.92	3.85
Цена/Приходи (P/S)	0.64	1.04	0.85	0.65	0.55
Цена/Паричен поток	8.83	9.62	8.69	7.37	5.52
EV (в лева)	451 090	625 987	613 926	562 677	452 299
EV/Приходи	0.98	1.24	1.02	0.87	0.89
EV/ЕБИТДА	9.71	9.21	8.39	8.00	7.42
EV/ЕБИТ	13.85	12.47	10.80	10.78	9.67
Ликвидност					
Текуща ликвидност	1.60	1.40	1.53	1.37	1.40
Бърза ликвидност	0.91	0.90	1.05	0.93	1.00
Дълг					
Дълг към активи	0.54	0.52	0.52	0.53	0.54
Interest coverage	3.19	5.96	7.14	6.06	8.24
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.38	0.13	0.14	0.10	0.18
Дълг/Собствен капитал	1.19	1.10	1.10	1.12	1.15
Активи					
Inventory turnover	4.36	4.53	5.40	5.15	4.41
Days sales outstanding	100	129	121	127	188
Fixed asset turnover	2.01	2.19	2.28	2.21	1.50
Total asset turnover	0.97	0.93	0.96	0.95	0.68
Рентабилност					
Profit margin on sales	4.2%	7.3%	7.1%	6.0%	7.1%
ЕБИТДА норма	10.0%	13.5%	12.1%	10.8%	12.0%
Basic earning power	6.8%	9.3%	9.1%	7.6%	6.3%
Възвращаемост на активите	4.1%	6.8%	6.8%	5.7%	4.8%
Възвращаемост на Собствен капитал	9.0%	14.2%	14.3%	12.1%	10.4%
Възвращаемост на инвестициите	6.5%	12.6%	12.6%	10.9%	8.8%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	-	-	2.19%	-	-
Дивидент на акция	-	-	0.09	-	-
Брой акции:					
	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000
Цена в лв- края на периода:					
	2.24	3.96	3.89	3.18	2.10
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	295 020 000	522 720 000	513 348 000	419 760 000	277 200 000

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
Тамара Бечева

Телефон:
+359 2 810 00 23
+359 2 810 00 27

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

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net