

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	-	-	18.10

Полимери

Бизнес описание

Полимери е основана през 1961 г., когато започва дейността си първия завод за хлор и поливинилхлорид. В края на 70-те години е въведен в действие втори такъв завод. По-късно е пусната инсталация за производство на дихлоретан с годишен капацитет от 120 хиляди тона, проектирана от Тойо Инжинеринг, Япония. През 1991 г. започва дейност новата хлоралкална електролиза по лиценз на HUCKER. Полимери е единственият български производител на химически продукти, основани на хлоралкална електролиза като натриева киселина, хлорна киселина, дихлоретан, белина, и т.н. Половината продукцията се изнася в чужбина, предимно в Турция.

Пазарна активност

Акциите на Полимери успяха да минат нивото от 14 лв. Текущата ценова активност показва период на консолидация или дори корекция, който осигурява добри нива за влизане. По-високите коефициенти в сравнение със средните за пазара са причина цената да се затруднява при минаването на 15 лв. Повечето купувачи влезнаха в позицията миналата година с очакване за смяна на собственика, последвана от необходимите инвестиции в ново оборудване. Това създаде допълнителна волатилност. Институционални инвеститори също притежават миноритарни дялове в Полимери. Позицията се движеше в синхрон с пазара и отбеляза спад след достигане на връх през януари. По време на стабилните нива през януари обемите бяха по-големи, което може да подкрепи цената в краткосрочен период.



Финансово състояние

Полимери подобри финансовите си резултати през първото полугодие, но най-вече благодарение на промените на валутните курсове. Разходите слабо намаляват като процент от приходите. Въпреки това позитивния ефект беше подтиснат от внушителната глоба на данъчната администрация за общо 1.3 млн. лв. Одитираният отчет за 2006 г. показва три проблемни точки: отсрочени данъчни задължения за 3.344 млн лв., които не са включени в баланса; просрочени вземания за 11.299 млн. лв. без потвърждения; инвестиции в свързани предприятия за 3.215 млн. лв. без информация за стойността им в момента.

Показатели за оценка

Profitability and Growth Ratios

Enterprise Value	74 674 672	Възвръщаемост на капитала	1.48%
Доход от дивиденди	-	Възвръщаемост на собст. капитал	1.32%
Текущ P/E (ttm)	59.20	Възвръщаемост на активите	1.17%
Прогнозиран P/E (2007)	28.55	EBITDA Margin	9.79%
PEG Ratio (5yr expected)	-	Норма на Нетна печалба	2.87%
Цена/Продажби (ttm)	1.67	Ръст на приходите	12.05%
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	0.78	Ръст на печалбата на акция	157%
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.67	Ръст на капитала	2.20%
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	17.02	Ръст на активите	6.32%

Характеристика на производството

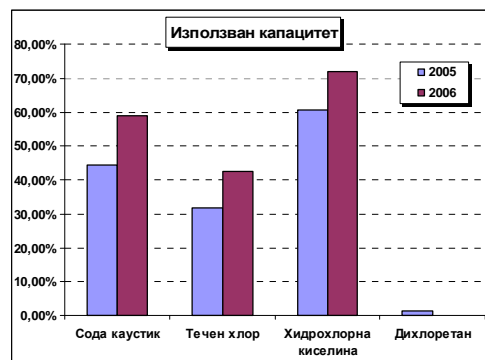
Полимери работи при ниско натоварване на мощностите за всичките си продукти и има достатъчно капацитет за увеличение на продажбите. Компанията използва хлор-алкална електролиза за производството на течен хлор. Електролизата при производството на хлор и неговият основен ко-продукт сода каустик изисква значителна енергия, което представлява над 70% от разходите. Въпреки това, процесът е по-малко енергийно-интензивен и по-благоприятен за околната среда, отколкото старата технология с живак. Полимери замени старата живачната електролиза през 1983 г. Преди няколко години компанията продаде оборудването си за производство на ПВХ, за да покрие дълговете си.

Пазари

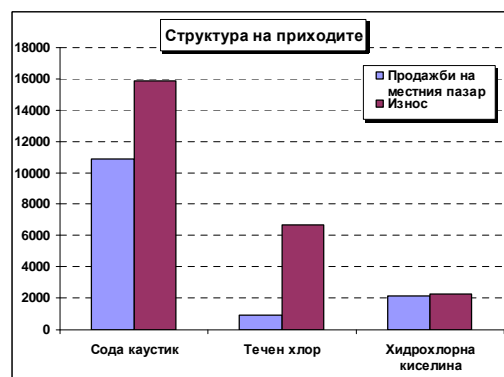
Полимери разчита на износа за ръста на приходите си през последните няколко години. Продажбите на хидрохлорна киселина в чужбина отбеляза най-висок ръст през 2006 г., който компенсира спада на продажбите в страната. Износът на дихлоретан спира през 2006 г. поради липсата на специален транспортен терминал, който също изисква инвестиции. Полимери изнася продукцията си на клиенти в Турция, Румъния, Босна и Македония. Търсенето в страната нараства слабо миналата година. Основен клиент на вътрешния пазар е хартиеният завод Свилоза. Свилоза планира да увеличи капацитета си през 2008 г. и може да се очаква стабилен ръст на продажбите на сода каустик.

Тримесечни резултати

Продажбите на Полимери нямат сезонен характер. Последните три години показват значително увеличаване на приходите и по-слаб ръст на обемите на производство. Компанията успя да увеличи износа и да поддържа стабилна норма на растеж. Печалбата на акция показва по-висока волатилност, тъй като нетната печалба на Полимери е под влиянието на валутните курсове и необичайните дейности. В допълнение, Полимери е източник на финансиране за свързани компании, включително футболен отбор. Компанията купува ресурси от солна мина, която снабдява и Солвей Соди, като доставките нямат сезонен характер.



Източник: Полимери
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



Източник: Полимери
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Приходи/Печалба				
Приходи (хил. лв.)				
	2004	2005	2006	2007
1 трим.	4 437	9 081	11 135	12 059
2 трим.	4 840	8 839	10 563	12 254
3 трим.	8 196	10 014	n/a	
4 трим.	11 026	11 080	n/a	
годишно	28 499	39 014	43 881	
Печалба на акция (лв.)				
	2004	2005	2006	2007
1 трим.	-0,03	0,46	0,10	0,10
2 трим.	-0,02	0,30	0,01	0,17
3 трим.	0,08	0,22	0,30	
4 трим.	-0,02	-0,77	-0,18	
годишно	0,00	0,22	0,23	

Източник: Полимери
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Перспективи

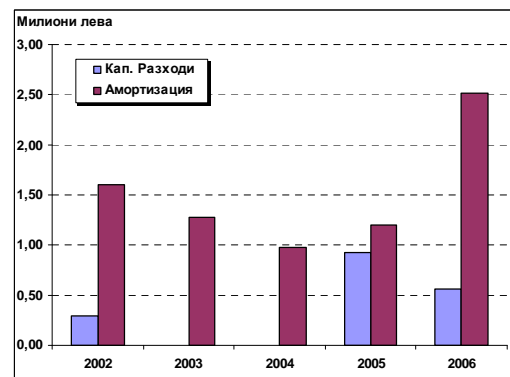
Стабилният икономически растеж в Европа създава добра среда за производителите на хлор. Въпреки това някои компании прекратиха живачната технология в производство и преминаха към мембранна технология или напуснаха сектора. За последните три години средната норма на използване на мощностите в Европа е 85%. Германия е най-големият производител, следвана от Франция. Силното търсене на сода каустик задържа запасите на исторически ниски нива. Сред западните компании само Байер произвежда продукти като използва хлоралкална електролиза. Повечето компании са вертикално интегрирани химически производители, което гарантира продажбите им.



Източник: Euro Chlor Association

Инвестиционна програма

След директни преговори с производителите на енергия Полимери намалява разходите си за електричество. Компанията има собствено съоръжение за произвеждане на електричество, но за електролизата разчита на националната мрежа. Капиталовите разходи са доста под амортизациите. Полимери е в процес на закупуване на активи за 2.9 млн. лв., които ще се използват основно в производството на тръби. За следващите осем години компанията има намерение да осъществи амбициозна инвестиционна програма за 20 млн. евро. Тя включва възприемането на мембранна технология, модернизиране на производството, подобряване на енергийната ефективност и производство на препарати за домакинствата.



Източник: Полимери
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Екология

Екологичните проблеми на химическите производители около Девня са наследени от индустриализацията на региона. Полимери се присъедини към световната инициатива на предприятията от химическата промишленост „Отговорност и грижа“. Регулациите на ЕС включват голям брой хлорни органични съединения, чиято емисия трябва да се намали. Емисията на въглероден диоксид от производството на електричество също е ограничена и нарастващото потребление на електричество ще наложи допълнителни разходи от електрическите компании, които вероятно ще се прехвърлят на потребителите чрез по-високи цени на тока.

Акционери

Собствеността е разпределена между панамската компания JURISKANDO CONSULTANTS с 36.60% от капитала и АКБ Форест с 24.80%. Двете компании купиха акциите си през втората половина на 2006 г. от АКБ Корпорация и това би могло да се приеме като реструктуриране на собствеността, а не като реална промяна.

Информация за акцията

Последна цена	14.00	Пазарна капитализация	74 543 182	Едногодишен реиндж	4.97-14.46	Среден обем (3м)	2 287
Beta	-	Промяна за 1г	+181.12%	Промяна на SOFIX	+73.30%	Промяна на BG40	126.62%

Оценка

Цената на акциите на Полимери се увеличи значително и коефициентите също нарастнаха, тъй като финансовите резултати не бяха в състояние да поддържат този растеж. Пазарът взема предвид добрите новини и само положителните перспективи пред компанията.

Анализ чрез коефициенти

Повечето коефициенти на Полимери са над средните за българските индустриални компании. Още повече, че очакваната печалба за 2007г., базирана на 15% ръст в продажбите и подобрена възвръщаемост също показва forward P/E над 30. Коефициентът, който в момента подкрепя цената е P/B от 0.78. Пазарната капитализация е по-ниска от собствения капитал на акционерите и това може да окаже допълнителна подкрепа на цената в краткосрочен период. По-добрите печалби трябва да подкрепят цената в бъдеще, тъй като P/E и EV/EBITDA са високи. Слабото натоварване на мощностите рефлектира в едновременно високо P/S и ниско P/B.

Последна цена	14,00
Брой акции	5 324 513
Паз. капитализация	74 543 182
Нетна печалба (ttm)	1 261 000
P/E	59,11
Приходи (ttm)	44 805 000
P/S	1,66
Собствен капитал	95 318 000
P/B	0,78
EV	74 568 182
EBITDA	4 388 000
EV/EBITDA	16,99
EV/Приходи	1,66

Източник: Полимери
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение със сходни компании

Повечето от хлорните производства в Европа са собственост на големи мултинационални компании като Солвей, Rhodia, BASF, Dow Chemical и Байер. Те са вертикално интегрирани и могат да си позволят да поддържат ниски норми в хлорното производство и производството на сода каустик. Компании със сходен профил са двете чешки компании и румънската Oltchim. Производството на сода каустик и хлор на BASF и Akzo Nobel имат норма на печалба преди данъци и лихви, съответно 12% и 9.5%. Полимери е с по-ниска EBIT норма, което ще се коригира от тежестта на данъчната глоба и волатилните валутни курсове тази година.

		P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	EV/Приходи	RoA	RoE	EBITDA норма	EBIT норма	норма на нетната печалба
Tessenderlo Chemie	Белгия	57,70	1,63	0,50	7,32	0,65	1,13%	2,58%	8,90%	3,00%	0,86%
Spolek Pro Chem	Реп. Чехия	10,25	0,63	0,26	6,97	0,64	2,14%	6,02%	9,22%	4,03%	2,72%
Spolana Neratovice	Реп. Чехия	6,11	0,84	0,18	4,28	0,42	4,80%	14,64%	10,93%	4,34%	3,02%
Arkema	Франция	48,53	1,63	0,50	9,21	0,55	0,87%	2,25%	5,93%	2,24%	1,08%
Ercros	Испания	218,18	1,05	0,44	6,46	0,44	0,55%	1,46%	6,82%	1,67%	0,21%
Oltchim	Румъния	310,98	10,87	2,01	32,65	2,00	0,87%	3,50%	6,13%	1,57%	0,64%
Solvay	Белгия	12,58	3,64	0,97	7,24	1,18	6,29%	17,12%	16,23%	10,87%	7,67%
Rhodia	Франция	37,18	n/a	0,63	6,96	0,98	1,85%	n/a	14,07%	7,92%	1,75%
BASF	Германия	13,93	4,61	0,83	5,77	1,00	8,58%	18,16%	17,37%	12,63%	6,56%
Bayer	Германия	23,93	n/a	1,28	10,16	1,67	3,44%	11,41%	16,46%	9,48%	5,32%
Akzo Nobel	Холандия	21,80	4,95	1,41	8,99	1,53	6,59%	20,81%	14,66%	10,02%	6,98%

Източник: Ройтерс

Ценова цел

Значителната глоба от данъчната администрация прави печалбата за 2007 г. несигурна. Въпреки това подобрените норми на печалба на база на по-голямо натоварване на мощностите, производството на електричество и инвестициите в ново оборудване ще се отразят в по-добра нетна печалба за 2007 г. и 2008 г. Увеличаването на производството на Свилоза също ще подкрепи продажбите. Нашата ценова прогноза за края на 2007 г. е между 14.49 лв. и 17.16 лв. въз основа на очакванията за P/E 35 и P/B 0.80.

	2006	2007	2008
Приходи	43 881 000	50 463 000	58 032 000
ЕБИТДА	4 558 000	5 551 000	6 964 000
Нетна печалба	1 246 000	2 611 000	3 883 000
Собств. капитал	93 854 000	96 465 000	100 348 000
Очаквано P/E		35	30
Ценова цел		17,16	21,88
Очаквано P/B		0,80	1,00
Ценова цел		14,49	18,85

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Препоръки

Едногодишната прогноза за средата на 2008 г. е средната между тези за 2007 г. и 2008 г. или 18.10 лв. Двата коефициента P/E и P/B имат еднакво тегло при изчислението, но по-консервативния подход е чрез P/B. Позитивни изненади от страна на приходите могат да обърнат вниманието към печалбите. Ако Полимери запази съществуващия ръст на приходите и през 2008 г., което е твърде вероятно поради нарастващото търсене на вътрешния пазар и икономическия подем в региона, P/E между 30 и 35 може да изпрати цената на акцията над 20 лв. Още повече, че новините за смяната на собственика също биха могли да окажат стабилна подкрепа на акциите.

Едногодишната ценова цел от 18.10 лв. е 29% над текущите нива и напълно съвпада с очакванията за 30% ръст на Българския фондов пазар за същия период. Това е и причината да дадем **Неутрална** препоръка за акциите на Полимери. Финансовите резултати на компанията са променливи и всяка една негативна изненада ще повдигне въпроса за риска от корпоративното управление, натрупването на вземания и енергийно неефективното производство.

Финансови данни

Баланс (в хил. лв.)	2002	2003	2004	2005	2006
Общо активи	145 257	66 950	67 761	100 659	103 626
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	124 553	42 966	42 935	69 021	64 754
Дълготрайни материални активи	101 792	18 361	17 725	52 806	51 148
Инвестиции	3 492	3 492	3 493	3 435	3 376
Текущи активи	20 704	23 984	24 826	31 638	38 872
Запаси	2 407	2 852	3 287	3 365	2 999
Вземания	18 235	20 842	21 407	27 896	35 504
Финансови активи и пар. средства в брой	62	289	84	252	247
Задължения + Собствен капитал	145 257	66 950	67 761	100 659	103 626
Собствен капитал	135 080	55 060	55 863	92 482	93 854
Основен капитал	5 325	5 325	5 325	5 325	5 325
Резерви	129 572	130 972	131 706	162 327	85 427
Печалба	183	(81 237)	(81 168)	(75 170)	3 102
Задължения	10 177	11 890	11 898	8 177	9 772
Нетекущи пасиви	0	1 331	553	2 490	1 573
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	0	0	0	0	0
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	754	929	0	0	0
Текущи пасиви	9 423	9 487	11 345	5 687	7 348
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	10 527	13 568	13 481	25 951	31 524

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2002	2003	2004	2005	2006
Продажби	34 806	27 304	28 499	39 014	43 881
Продуктови разходи	28 504	22 453	23 486	34 349	32 637
Разходи за персонала	4 903	4 660	3 124	4 044	4 720
Нетен приход от финансова дейност	311	1 155	(738)	2 055	(1 966)
Други приходи и разходи	92	64	143	0	0
ЕВИТДА	1 802	1 410	1 294	2 676	4 558
Амортизация	1 598	1 274	968	1 197	2 515
ЕВИТ	204	136	326	1 479	2 043
Разходи за лихви	(16)	(102)	(259)	(99)	(168)
Печалба преди данъци	188	34	67	1 380	1 875
Разходи за данъци	107	18	42	212	629
Нетна печалба	81	16	25	1 168	1 246
Печалба на акция	0,015	0,003	0,005	0,22	0,23

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2002	2003	2004	2005	2006
Нетна печалба	81	16	25	1 168	1 246
Амортизация	1 598	1 274	968	1 197	2 515
Промени в оборотния капитал	3 055	3 041	(87)	12 470	5 573
Други постъпления от оперативна дейност	(770)	(5 892)	(3 010)	(13 516)	(7 503)
Нетен поток от оперативна дейност	3 964	(1 561)	(2 104)	1 319	1 831
Покупка на дълготрайни активи	(290)	0	0	(923)	(561)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	1 799	1 899	71	(2 230)
Нетен поток от инвестиционна дейност	(290)	1 799	1 899	(852)	(2 791)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	(4 295)	0	0	(299)	955
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	0	0	0	0
Нетен паричен поток от финансова дейност	(4 295)	0	0	(299)	955
Изменения на паричните средства	(621)	238	(205)	168	(5)
Пар. средства в началото на периода	1 092	51	289	84	252
Пар. средства в края на периода	471	289	84	252	247
Пар. средства на акция:	0,09	0,05	0,02	0,05	0,05

Брой акции:	5 324 513	5 324 513	5 324 513	5 324 513	5 324 513
Цена в лв- края на периода:	0,45	0,57	1,60	5,59	5,04

Показатели	2002	2003	2004	2005	2006
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	29,58	189,69	340,77	25,48	21,54
Счетоводна стойност (BV)	25,37	10,34	10,49	17,37	17,51
Цена/смет. стойност (P/B)	0,02	0,06	0,15	0,32	0,29
Приходи на акция	6,54	5,13	5,35	7,33	8,24
Цена/Приходи (P/S)	0,07	0,11	0,30	0,76	0,61
Цена/Паричен поток	1,43	2,35	8,58	12,59	7,14
EV (в лева)	3 088	3 675	8 435	29 512	26 589
EV/Приходи	0,09	0,13	0,30	0,76	0,61
EV/ЕБИТДА	1,71	2,61	6,52	11,03	5,83
EV/ЕБИТ	15,14	27,02	25,87	19,95	13,01
Ликвидност					
Текуща ликвидност	2,03	2,30	2,19	5,56	5,29
Бърза ликвидност	1,80	2,03	1,90	4,97	4,88
Дълг					
Дълг към активи	7,0%	17,8%	17,6%	8,1%	9,4%
Interest coverage	12,75	1,33	1,26	14,94	12,16
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0,00	0,02	0,01	0,03	0,02
Дълг/Собствен капитал	7,53%	21,59%	21,30%	8,84%	10,41%
Активи					
Inventory turnover	14,46	9,57	8,67	11,59	14,63
Days sales outstanding	189	275	270	257	291
Fixed asset turnover	0,28	0,64	0,66	0,57	0,68
Total asset turnover	0,24	0,41	0,42	0,39	0,42
Рентабилност					
Profit margin on sales	0,2%	0,1%	0,1%	3,0%	2,8%
ЕБИТДА норма	5,2%	5,2%	4,5%	6,9%	10,4%
Basic earning power	0,1%	0,2%	0,5%	1,5%	2,0%
Възвращаемост на активите	0,1%	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%
Възвращаемост на Собстен капитал	0,1%	0,0%	0,0%	1,3%	1,3%
Възвращаемост на инвестициите	0,1%	0,0%	0,0%	1,2%	1,3%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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 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 подсури 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 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 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 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:

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