

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Позитивна	-	-	128.38 лв.

Неохим

Бизнес описание

Неохим е наследник на завода за производство на азотни и фосфатни торове, създаден през 1951 г. По-късно заводът е модернизирани с цел производството на амоняк, азотна киселина и амониев нитрат. В началото на 90-те години се спират инсталациите за производство на сярна и фосфорна киселина, фосфорни торове, анилин и нитробензол. Неохим е разположен в Южна България, в регион с развита инфраструктура и селскостопанско производство. Въпреки това, компанията разполага със складови бази и в други земеделски региони, за да е конкурентоспособна на производителите на торове в северната част на страната. Неохим изнася над 50% от продукцията си основно за Бразилия, САЩ и Балканския полуостров.

Пазарна активност

Неохим не е сред най-ликвидните акции, но се представя доста добре на годишна база. Акцията успя да се възстанови след 50%-тния спад от октомври до март. Печалбата за първото полугодие беше добра изненада за пазара, като това подобри оценката на акцията и оказа стабилна подкрепа на цената. Акции тестваха ключовото ниво от 80.00 лв. Текущото P/E от 11.09 е под средното за пазара, както и останалите коефициенти. Търгуваните обеми са в рамките на средните стойности, като предложените обеми за продажба бяха абсорбирани от пазара. Перспективите за увеличаване на земеделските земи и инвестиционната програма на компанията прави акцията доста атрактивни. Единственият риск е възможността за загуби през сезонно слабото 3 тримесечие.



Финансово състояние

Неконсолидираната печалба за полугодията стабилно нарасна до 39 млн. лв. в сравнение с 8 млн. лв. за същия период на миналата година. Продажбите нарастват с 60% на годишна база – износът се увеличава по-бързо от местните продажби, тъй като приходите от торове и амоняк скачат респективно с 60% и 40%. Природният газ е основния материал, използван от компанията и евентуално покачване на цената му оказва негативно влияние върху дейността.

Показатели за оценка

Enterprise Value	2420 280 000
Доход от дивиденди	3.69%
Текущ P/E (ttm)	6.71
Прогнозиран P/E (2008)	11.96
PEG Ratio (5yr expected)	0.32
Цена/Продажби (ttm)	0.91
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.86
Enterprise Value/Приходи (ttm)	1.01
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	5.48

Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	18.43%
Възвръщаемост на собст. капитал	16.80%
Възвръщаемост на активите	12.38%
EBITDA Margin	23.72%
Норма на Нетна печалба	21.62%
Ръст на приходите	40.53%
Ръст на печалбата на акция	7.40
Ръст на капитала	7.37%
Ръст на активите	14.85%

Пазар на торове в Европа

Средното годишно потребление на минерални торове през последните 3 години в 27-те страни членки на ЕС е 10.7 млн. т. азот, 3.1 млн. т. фосфор и 3.5 млн. т. калий. Според Европейската асоциация на производителите на торове се очаква използването на азот в ЕС-27 да се увеличи с 3.6% през следващите няколко години. Това е продължение на позитивната тенденция от последната година, докато при фосфора и калия се очаква да намаление съответно с 4.4% и 2.6%, но последните данни са за по-умерен спад. Основни източници на растежа са новите членки на съюза от Източна Европа. Развитието на биогоривата отчасти ще компенсира негативното влияние от реформите, съответстващи на общата селскостопанска политика (ОСП) спрямо потреблението на фосфор и калий и ще доведе до ръст на потреблението на азот.

През следващите десет години ОСП, едновременно с позитивното развитие на земеделието по света, значително ще увеличи обработваемите площи в ЕС. Площите с пшеница, царевица и ечемик ще нараснат и едновременно с увеличаването на добива ще повишат значително производството на зърнени култури в ЕС. Площта с енергийни култури също се увеличава, поради високите цени на горивата и промените в търсенето, поради строителството на заводи за биоетанол в САЩ и за биогорива в ЕС.

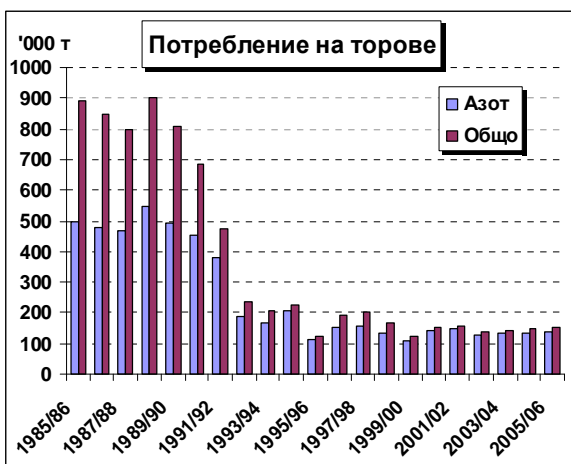
Вътрешен пазар

Прогнозите са за ръст в използването на торове от 40% през следващите десет години в България. Това е значително по-високо от средното за останалите нови страни членки на ЕС и основно се дължи на продължаващите реформи в земеделието, субсидиите и ниското ниво на използване през предишните години.

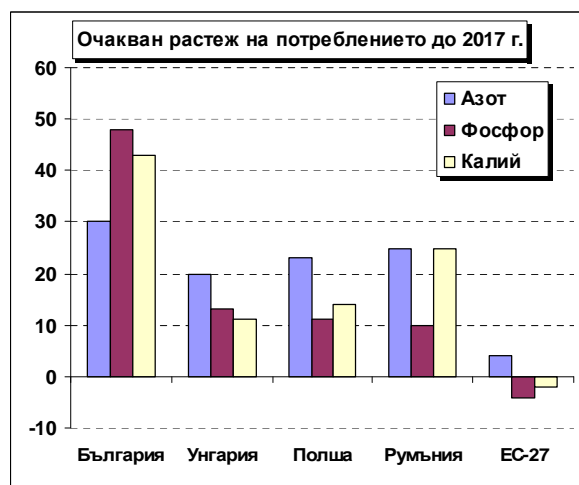
Българският пазар на торове вече се разраства по-бързо, отколкото други Източноевропейски държави. Търсенето е подкрепено от растящите цени на земеделската продукция миналата година, процеса на окрупняване на земите, създаващ по-големи площи и икономии от мащаба за фермерите.

Търсене в глобален и регионален мащаб

Според международната асоциация /International Fertilizer Industry Association – IFA/ световното търсене на торове е над 4.1% за периода 2007/2008 г. Потреблението на калий ще нарасне с 6%, в сравнение с 4% за азотните торове и 3% за фосфатните торове. На регионално ниво, търсенето расте в Латинска Америка (+12.8%) в съответствие с доста благоприятните цени на зърнените култури. Също така се предполага ръст в Източна Европа и Централна Азия от 6.3%. Приносът на търсенето за биогорива към световното потребление на торове е относително умерено и е изпреварено от ръста на населението и реалния растеж на БВП в развиващата се Азия. Очаква се световното търсене на торове за периода 2008/2009 г. да е 3.1% при запазване на благоприятните пазарни условия.



Източник: International Fertilizer Industry Association



Източник: Асоциация на европейските производители на торове

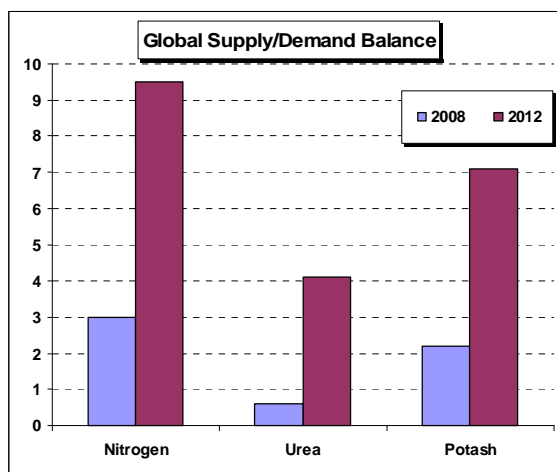
Световно предлагане на торове

2007 г. беше рекордна за производството на повечето продукти, тъй като силното търсене притисна способността на сектора да посрещне потребностите за подхранване на насажденията. Търсенето на тор влезе в нов етап на развитие, която бързо доведе до недостиг на предлагането. Балансът търсене/предлагане на торове, в световен мащаб за повечето торове и суровини беше оскъден през 2007 г. и първата половина на 2008 г. Търсенето ще продължи да се ускорява. Малко вероятно е благоприятните климатични промени и по-високите добиви на зърнени култури тази година да променят баланса търсене/предлагане, тъй като по-добрата реколта и по-ниските цени на зърното повишават консумацията на месо.

В началото на 2008 г. няколко страни-износители въведоха данък върху износа на торове, подобрявайки предлагането на местните им пазари и утежнявайки допълнително цените на световните пазари. Най-големият производител на торове, Китай, е сред тези страни и цели да увеличи местното селскостопанско производство. Няколко други страни наложиха големи субсидии за торове, за да ограничат поскъпването на храните. Въпреки това, цените на торовете нараснаха драстично от началото на 2008 г., създавайки опасност от свиване на търсенето в краткосрочен период. През следващите няколко години азотния сектор ще срещне различни проблеми като нарастващите цени на енергийните източници, остаряло оборудване и конкурентно предлагане на природен газ от региони с ниски производствени разходи. България няма предимството на евтин природен газ.

Производствен капацитет в Европа

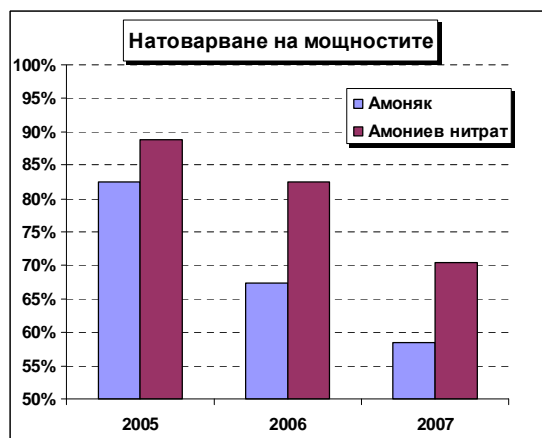
Динамиката на пазара от 2006 г. досега не оставиха достатъчно време на сектора да реагира с изграждане на нови мощности, което отнема от три до пет години в зависимост от продуктите и процесите. По отношение на регионалните доставки, възможността за ръст на амонячните торове е най-голям в Азия, най-вече в Китай, докато в Европа ще остане относително статично до 2013 г. Очакванията на IFA са, че балансът търсене/предлагане ще покаже излишък от 3 млн. т. през 2008 г., който ще нарасне до 9.5 млн. т. през 2012 г. Излишъкът за 2008 г. е относително малък, имайки в предвид свободния капацитет и непредвидените прекъсвания на производството.



Изчисления: International Fertilizer Industry Association

Производствен капацитет на Неохим

Натоварването на мощностите на Неохим отбеляза двугодишен спад след силното производство през 2005 г. Компанията цели най-малко 70% използване на капацитета при производството на амониев нитрат, което да осигури печалби. От значителна важност е, че Неохим има допълнителен свободен капацитет при ограниченото предлагане, което се очаква през следващите няколко години. Ниската норма на производство през миналата година се дължеше на модернизирани на оборудването. Използването на капацитета ще се увеличи, тъй като продажбите скочиха значително.



Източник: Неохим

Мощности в употреба

Инсталациите за азотна киселина, амоняк и амониев нитрат са построени през 1987 г. Предвидените продуктови норми за амоняка и амониевия нитрат са 56.7 тона на час. Неохим успява да реализира по-висока производителност на амониев нитрат от 108% спрямо заложените по проект обеми, благодарение на новите инвестиции.

Производствена инсталация в експлоатация	Капацитет (т)
Стара инсталация за амониев нитрат	150 000
Нова инсталация за амониев нитрат	450 000
Общо амониев нитрат	600 000
Амоняк	410 000
Стара инсталация за азотна киселина	120 000
Нова инсталация за азотна киселина	360 000
Общо азотна киселина	480 000

Източник: Неохим

Основни пазари в Европа за 2007 г.

Неохим е изнесъл 29% по-малко торове във физически обем през 2007 г. Основната причина за по-ниските продажби в чужбина е модернизацията на инсталациите. Бразилия и Турция са основни пазари за компанията, след като традиционни пазари като Франция, Англия и Испания са труднодостъпни поради високите екологични изисквания.

Държава	Износ (т./г.)
Бразилия	90 056
Турция	45 521
САЩ	31 438
Гърция	17 419
Италия	3 050
Македония	2 586

Източник: Неохим

Инвестиционна програма

Неохим има доста обширна инвестиционна програма, която включва модернизирани и засилване на производството на торове в съответствие с екологичните изисквания на ЕС. Компанията инвестира в инсталация за смесени торове, която създава нов продукт за българския пазар. Торовете включват основните три хранителни добавки за растенията (N, P, K) според нуждите на специфичните земеделски площи. Неохим инвестира също и в парен генератор, за да използва топлината от производството на азотна киселина. Неохим постоянно подобрява екологичните си показатели чрез реконструкция и изграждане на нови депа и цехове.



Източник: Неохим

В съответствие с препоръките на Министерство на околната среда и водите, компанията започна процедура по затваряне на някои стари депа. Неохим завърши промените по отношение на електрическото оборудване и намаляване на вредните емисии.

Потребление на природен газ

Природният газ е основен ресурс за производството на амоняк. Той е с най-голям дял в производствените разходи – 82% от всички разходи за материали през първата половина на 2008 г. Инсталацията на Неохим произвежда амоняк при по-ниска консумация на природен газ спрямо проектното ниво. Въпреки това, прекъсването на производството повишава средната норма, тъй като възстановяването на дейността след модернизацията и поддръжката е с по-голямо потребление на природен газ. Високото натоварване на мощностите трябва да намали отново нормата през 2008 г. Произведеният амоняк се използва за производството на азотна киселина и амониев нитрат, които не изискват природен газ.

Цена на природния газ

Цената на природния газ се определя от Държавна агенция за енергийно и водно регулиране, на база на техните изчисления за транзитни такси и приходи от местния пазар. Булгаргаз настояваше за 19.6% увеличение от 1 юли 2008 г., докато регулаторния орган определи само 5% повишение. Държавата се опитва да намали ценовия натиск върху крайните потребители, тъй като топлоцентралите имат големи проблеми с платежоспособността. Въпреки това, цената нараства следвайки световната тенденция. България е зависима от вноса на природен газ и енергийно-интензивното производство на торове може да изгуби конкурентоспособността си в случай на субсидиране на износа от държави, богати на суровината.

Цени на торовете

Нарастващите цени на торовете са основна причина за по-добрите приходи на Неохим, тъй като произведените обеми намаляват през миналата година. Международните цени скочиха, след като Китай наложи данък върху износа през годината. Въпреки това е малко вероятно тенденцията да се запази в средносрочен период. Спадът с 40% на цената на природния газ в САЩ и голямото поевтиняване на пшеницата са основна причина да очакваме, че рекордното тримесечие за световните производители на торове е приключило. Още повече, че това изглежда основателно при охлаждане на световната икономика и спад на суровините. Съотношението предлагане/търсене все още е позитивен фактор за цената на торовете.

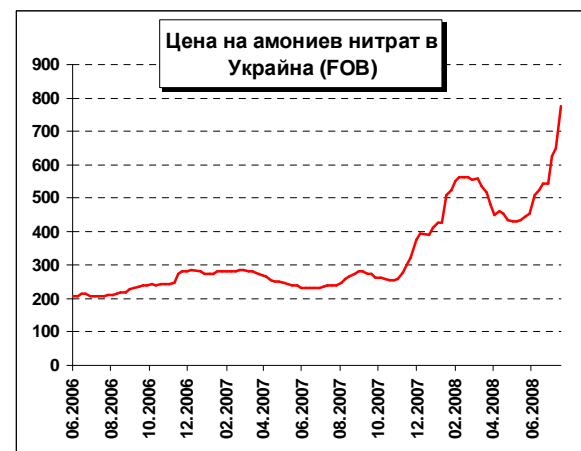


Източник: Неохим



Лево за 1000 т³

Източник: Държавна комисия за енергийно и водно регулиране

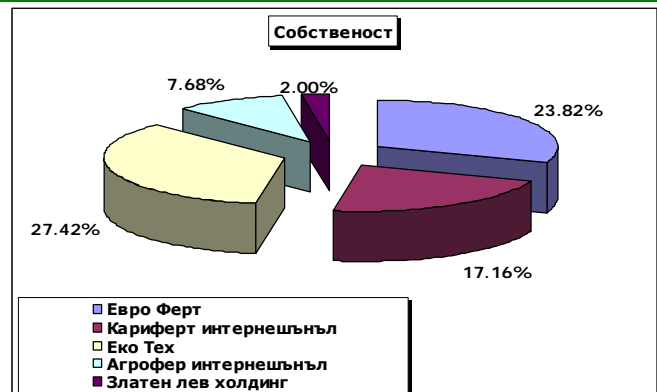


*Долари за тон

Източник: Bloomberg

Собственост

Неохим е приватизиран в средата на 2000 г. 51% от капитала са закупени от консорциум между Евро Ферт и Кариферт Интернешънъл, който плаща общо 100 000 долара. На 11 юни 2008 г. Евро Ферт прехвърля 680 000 акции или 25.62% от капитала на Неохим на Еко Тех. Във връзка с приетото от ОСА решение за обратно изкупуване, компанията изкупува 1.43% от акциите си.



Към 1 трим. 2008
Източник: Неохим

SWOT анализ

Предимства	Слабости
<p>Агресивна инвестиционна програма Добре познати партньори на межд. пазари Разнообразна продукция за вътрешния пазар Голям свободен капацитет в сравнение със сектора Добра логистична база</p>	<p>Зависимост от цената на природния газ Валутен риск Отдалеченост от основните български клиенти и пристанища Загуба на пазари в Западна Европа</p>
Възможности	Заплахи
<p>Слабо потребление на вътрешния пазар Селскостопански субсидии от ЕС Увеличаване на земеделските площи Нисък капацитет на азотни торове в глобален мащаб Увеличаване на световното население и търсене на торове</p>	<p>Зависимост от земеделието - волатилни цени и конкурентен натиск в сектора Дъмпингови цени от страни, произвеждащи природен газ Големи транзакционни разходи Цените на торовете следват движението надолу на осн. суровини при охлаждане на световната икономика</p>

Корпоративна история



- 30/08/2007 Неохим обяви финансови резултати за 2 тримесечие на 2007 г. въпреки подобренията нетна печалба и продажби акциите се търгуваха около 75.00 лв.
- 08/10/2007 Неохим отбеляза ценови рекорд в съответствие с ръста на SOFIX.
- 30/10/2007 Неконсолидираният отчет за 3 тримесечие доведе до натиск върху цената до 86.45 лв.
- 28/11/2007 Консолидираният отчет за 3 тримесечие показва спад в нетната печалба на годишна база и ръст на продажбите от 8%. Цената остана в текущия диапазон, тъй като пазарът вече беше калкулирал резултатите.
- 22/01/2008 SOFIX направи една от най-лошите си сесии след загубите на международните пазари. Акциите на Неохим паднаха до 51.68 лв., но успяха да се възстановят до 59.62 лв. и останаха почти без промяна за сесията.
- 29/01/2008 Неохим обяви предварителни резултати за годината, което изпрати цената на по-ниски нива.
- 28/02/2008 Консолидираният годишен отчет показва ръст на нетната печалба на годишна база и незначително по-големи продажби. Продажбите в страната превишиха износа на Неохим и представляват 61% от общите приходи. Нетипичните дейности имаха малък принос към нетната печалба в сравнение с 2006 г. Компанията инвестира в модернизация на фабриките. Акциите добавиха 2% по време на сесията, но цената остана в текущия реиндж.
- 28/03/2008 Отчетът за 2007 г. беше публикуван и изстреля цената на Неохим с 8%.

Корпоративна история

15/04/2008	Компанията обяви дневния ред за редовното Общо събрание на акционерите, който включва предложение за обратно изкупуване на до 3% от капитала и решение за разпределение на печалбата. Реакцията на пазара беше по-скоро негативна през следващите две сесии, най-вече поради натиск върху целия пазар от затваряне на позиции от българските спекуланти.
29/04/2008	Неконсолидираният резултат за 1 тримесечие на 2008 г. не подкрепи цената и тя падна след силните печалби от предишната седмица.
30/05/2008	Позитивна реакция на обявените консолидирани резултати.
10/06/2008	ОСА прие решение за разпределяне на 0.50 лв. брутен дивидент на акция и обратно изкупуване на до 3% от капитала на цени между 60 лв. и 95 лв. Новините нямаха някакво значително влияние върху цената.
29/07/2008	Неконсолидираният отчет за полугодieto подкрепи цената на Неохим през следващите няколко сесии.
05 Aug. 2008	Неохим обяви дневния ред на извънредно ОСА на 26-ти септември.

Информация за акциите (БФБ Борсов код: ЗНВ)

Последна цена	Пазарна капитализация	Едногодишен реиндж	Среден обем (3м)
82.00	217 657 000	48.00 – 104.00 лв.	1 073
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
0.71	+11.28%	-35.57%	-39.08%

Оценка

Неохим не е сред най-ликвидните акции, но има положително представяне на годишна база. Акцията се възстанови след 50%-тния спад от октомври до март. Стабилната печалба за 1 полугодие беше добра изненада за пазара, като резултатът подобри значително оценката на акциите. Пазарът е калкулирал сезонната волатилност на продажбите и печалбата, включително и негативния ефект от цената на природния газ.

Анализ на коефициентите за оценка

Печалбата за първото полугодие нарасна и се отрази в едни от най-атрактивните коефициенти за българските акции. Въпреки това, пазарът не е склонен да вземе в предвид всички добри новини за нарастващо производство и инвестиции. P/E може да остане под средното за пазара, тъй като волатилната норма на печалба прави нетната печалба за 2008 г. трудна за прогнозиране. P/S е много атрактивно, особено с добрата възвращаемост на капитала. Останалите коефициенти също показват силно подобрение на база последните 12 месеца. Акциите изглеждат атрактивни и единственият риск са възможните загуби през 3-тото тримесечие, което е сезонно слабо. Съмняваме се, че евентуална загуба за второто полугодие на 2008 г. ще изпрати P/E над средното за пазара.

хил. лв	2007	1Q'08*	2Q08*	2008
Нетна печалба	3 612	18 055	32 436	18 201
ЕБИТ	5 995	21 871	38 300	21 423
ЕБИТДА	11 040	27 160	43 853	29 055
Продажби	188 439	208 804	238 912	267 790
Собствен капитал	79 199	101 589	116 835	102 400
Капитализация	215 534	215 534	217 657	215 534
Парични средства	2 626	2 130	1 532	2 500
Дълг	8 439	13 293	24 155	15 000
EV	221 347	226 697	240 280	228 034
P/E	60.26	12.06	6.71	11.96
P/S	1.16	1.04	0.91	0.81
P/B	2.75	2.14	1.86	2.13
EV/ЕБИТ	37.28	10.46	6.27	10.74
EV/ЕБИТДА	20.24	8.42	5.48	7.92
EV/Продажби	1.19	1.10	1.01	0.86
P/ЕБИТ	36.31	9.95	5.68	10.16
P/ЕБИТДА	19.72	8.01	4.96	7.49

* Данни за последните 12 месеца
Оценка и изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Третото тримесечие е период на по-ниски продажби, които обикновено генерират загуба. Очакваме тенденцията да се запази и през 2008 г., въпреки че финансовите резултати биха могли да бъдат положително повлияни от световното търсене на торове. Неохим ще отбележи рекордна година, тъй като цените на торовете са на исторически максимум и българското правителство се опитва да потисне негативния ефект от увеличаването на цената на природния газ.

Консолидирани приходи и печалби

Приходи (хил. лв.)							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1Q	55 825	48 840	59 088	54 437	66 838	75 177	94 709
2Q	22 523	34 395	43 321	58 175	42 770	53 289	84 230
3Q	8 414	12 690	21 881	30 805	28 870	21 288	
4Q	43 445	56 386	29 892	45 513	47 154	38 685	
Year	130 207	152 311	154 182	188 930	185 632	188 439	
Печалба на акция (лв.)							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1Q	3.36	1.03	1.67	1.62	1.72	2.45	8.49
2Q	-0.52	0.41	-0.02	2.48	0.61	0.51	6.53
3Q	-0.99	-0.78	-0.60	0.06	-1.33	-2.38	
4Q	-1.70	1.06	0.27	0.55	0.22	0.79	
Year	0.16	1.72	1.32	4.71	1.22	1.36	

*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Прогнози за 5 години

Ръководството на Неохим очаква значително увеличение на приходите през 2008 г. Прогнозите са подкрепени от нарастващите цени на торовете, но потреблението в страната също се увеличава. Още повече, че инвестиционната програма цели по-добра ефективност и нови продукти. Очакваме намаляващи норми на растеж, които ще превишат темповете на растеж на българската икономика през следващите 5 и повече години. Една от причините е очакваното развитие на българското селско стопанство след повече от десетилетие на липса на инвестиции, раздробяване на земята и слабо използване на торове. Нормата на растеж на износа е по-трудна за предвиждане. Не можем да изключим внезапен ръст на износа, дължащ се на извънредни събития като урагана Катрина през 2005 г., който парализира производството на торове в Америка в следствие на нарасналата цена на природния газ. Въпреки това е нереалистично да допускаме такива норми на растеж на износа само поради близостта на руския природен газ в сравнение със Западна Европа. В действителност, цената на природния газ в САЩ се увеличи през пролетта до над 10 долара за 1000 mmBtu и беше много близо до максимума по време на урагана през 2005 г.

Текущите цени на торовете може да се окажат нестабилни в средносрочен период – цените на земеделската продукция вече са в дълбока корекция. Приходите за 2009 г. вероятно ще са повлияни от този възможен спад. Даваме 25% ръст на продажбите за 2009 г., тъй като рисковете са високи, но Неохим може да спечели от свободния си капацитет по време на периода на криза на световния пазар на торове.

Нашите очаквания за нормата на печалба са доста консервативни, което е застраховка срещу волатилния пазар на природен газ и на тор. Използваме 8% норма на ЕБИТ за изчисление на печалбата за следващите 5 години. Това е под средното за сектора, но предпочитаме да подценим стойността, поради непълното използване на мощностите и зависимостта от внос на природен газ. Нормата на ЕБИТ на Неохим е по-висока от 8% за сега и достига 15%.

хил. лв.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Продажби	188 439	267 790	334 738	401 685	471 980	542 777
Ръст	65.55%	42.11%	25.00%	20.00%	17.50%	15.00%
ЕБИТДА	11 040	29 055	36 821	44 185	51 918	59 705
ЕБИТДА margin	5.86%	10.85%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
ЕБИТ	5 995	21 423	26 779	32 135	37 758	43 422
ЕБИТ margin	3.18%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Нетна печалба	3 612	18 201	23 201	28 201	33 443	38 720
Net Profit margin	1.92%	6.80%	6.93%	7.02%	7.09%	7.13%

Прогнози за 2008 – 2012 г.;
Прогнози: ЕЛАНА Трейдинг

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на паричните потоци дава по-добра представа за цената в съответствие с възможностите за растеж, тъй като дългосрочните перспективи не са включени в коефициентите цена/печалба или EV/EBITDA. Въпреки това този метод има няколко недостатъка – базира се на предположения за продажби и норми на печалба и цената е много чувствителна към дисконтния фактор и дългосрочния темп на растеж.

DCF моделът се основава главно на наши прогнози за продажби и печалба. Както споменахме по-горе, очакваните финансови резултати са по-скоро консервативни. Производството на торове не може да остане встрани от световната икономика и текущия бизнес цикъл може да се обърне към по-малко благоприятен. Въпреки това, не очакваме сектора да бъде засегнат по начина, по който бяха засегнати производителите на основни метали или останалите циклични сектори.

Очакваме нормите на растеж да намаляват до края на десетгодишния период. Прогнозираната дългосрочна норма е 3%. Зависимостта от природния газ и световната тенденция за нарастващо население и подобряване на храненето могат да осигурят по-висока норма на растеж от потенциалното ниво на развита икономика.

WACC за финансовата оценка е 14%, като предоставяме анализ на чувствителността за стойности между 12 и 16%. Дисконтната норма може да бъде по-висока, тъй като българският пазар е сред най-лошо представящите се през годината и чуждестранните инвеститори включват по-голяма рискова премия. Цената на акция е между 83.68 лв. и 148.98 лв.

Неохим лева '000	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Terminal Year
EBIT	21 423	26 779	32 135	37 758	43 422	48 850	53 735	57 765	60 653	63 079	64 972
EBIT(1-T)	19 281	24 101	28 921	33 983	39 080	43 965	48 361	51 989	54 588	56 771	58 475
Add: D&A	7 632	10 042	12 051	14 159	16 283	18 319	20 151	21 662	22 745	23 655	24 364
Less: Investments	13 996	14 710	9 360	14 159	16 283	18 319	20 151	21 662	22 745	23 655	24 364
Less: Change NWC	22 652	4 686	4 686	4 921	4 956	4 749	4 274	3 526	2 527	2 123	1 706
FCF	-9 735	14 747	26 926	29 062	34 124	39 216	44 087	48 462	52 061	54 649	56 769
PV FCF	-9 118	12 116	19 404	18 372	18 923	19 076	18 812	18 139	17 093	15 739	
Sum of PV FCF	148 556										
PV of Continuing Value	148 636										
Total PV Free Cash Flows	297 192										
				Growth Rate							
				SA	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		
Less: Outstanding Debt	13 293			12.0%	130.81	134.64	138.89	143.64	148.98		
Plus: Financial Assets	2 130			13.0%	115.63	118.53	121.71	125.22	129.12		
PV of Equity	286 029			14.0%	103.10	105.33	107.76	110.41	113.33		
Брой акции	2 654			15.0%	92.60	94.34	96.22	98.27	100.50		
Цена на акция	107.76			16.0%	83.68	85.06	86.55	88.15	89.88		

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение с отрасъла

Въпреки че има доста производители на торове сред публично търгуваните компании, избирането на правилните акции не беше лесна задача. Основната причина е, че някои компании имат предимство от субсидиране на производството чрез цената на природния газ за вътрешни нужди. Тази политика цели да свали инфлацията на храните, но може да превърне недоходоносна компания в регионален лидер и основен износител на евтини торове. Общата селскостопанска политика в Европа също промени пазара през последните няколко години.

САЩ, Русия и Китай са с най-голям брой компании в списъка ни, който включва най-вече производители на торове. Има няколко акции с доста високи коефициенти. Тъй като включваме много компании от сектора, предпочитаме да използваме медианата вместо средната стойност за всеки коефициент. Въпреки това, и в двата случая Неохим се търгува с голям дисконт от сходните компании в сектора.

	Държава	P/B	P/S	RoE	P/E	Est P/E 08	ЕБИТ норма	Ръст на продажбите	EV/EBITDA
Rosier	Белгия	1.63	0.41	14.97	18.41	-	3.6	163.05	9.49
China BlueChemical	Китай	2.66	4.95	-	14.83	15.01	34.95	25.24	9.41
Qinghai Salt Lake Potash	Китай	25.54	21.63	43.04	63.94	29.63	59.34	5.49	34.27
Sinofert Holdings	Китай	5.46	1.41	10.75	52.82	17.45	4.16	39.34	35.82
Yunnan Yuntianhua	Китай	9.88	4.79	22.8	45.08	37.8	13.97	46.05	27.65
Abu Qir	Египет	4.62	5.26	38.37	12.48	9.72	32.16	21.24	-
K+S	Германия	15.72	3.48	-6.83	-	14.88	11.31	18.56	24.52
Lifosa	Литва	2.47	1.54	52.34	7.62	-	32.88	65.05	4.22
Yara International	Норвегия	4	1.41	48.49	9.87	7.35	13.6	45.44	9.65
Zaklady Azotowe Pulawy	Полша	1.71	0.98	18.09	10.08	10	10.57	13.77	5.81
Azomures	Румъния	1.04	0.47	36.16	7.42	-	10.18	14.76	3.63
Akron	Русия	3.79	3.48	25.59	16.27	14.67	31.27	31.66	10.49
NAK Azot	Русия	1.33	1.03	37.35	4.21	-	33.23	29.05	3.87
Nevinnomysskiy Azot	Русия	1.34	1.49	34.5	4.57	-	43.55	52.64	4.28
Silvinit	Русия	14.83	12.61	42.33	39.27	16.3	46.07	45.75	34.62
Uralkaliy	Русия	25.5	21.21	37.69	77.89	14.87	35.24	32.34	50.61
Omnia Holdings	Ю. Африка	2.91	0.42	22.41	10.3	6.07	7.96	32.56	4.73
Namhae Chemical	Ю. Корея	4.02	1.44	10.22	41.84	10.91	4.9	3.26	22.45
Taiwan Fertilizer	Тайван	2.16	9.55	7.37	29.42	23.35	2.03	5.36	235
Agrium	САЩ	3.19	1.74	39.24	11.05	6.56	-	90.3	9.855
CF Industries Holdings	САЩ	4.46	2.37	52.12	11.03	6.33	-	36.8	5.445
Compass Minerals International	САЩ	75.25	2.11	-	19.57	8.69	-	27.1	11.312
Mosaic Co.	САЩ	6.43	4.72	38.16	20.87	5.76	-	105.8	13.362
Potash Corp. of Saskatchewan	САЩ	7.88	8.11	37.07	26.36	7.98	-	102.3	17.44
Terra Industries Inc.	САЩ	4.24	1.68	48.04	10.85	6.81	-	21.7	4.914
Terra Nitrogen Company, L.P.	САЩ	7.71	2.45	139.7	7.15	-	-	44.7	4.993

Източник: Reuters, Bloomberg

Сравнителна оценка - конкуренти

Сравнението със сходни компании показва, че акциите на Неохим са подценени по отношение на всички коефициенти, с изключение на P/E с печалбата за 2008 г. Това отчасти би могло да се дължи на консервативните ни прогнози за нормата на ЕБИТ за 2008 г. Компанията има видимо предимство, сравнявайки с цена/продажби и цена/собствен капитал.

Сравнение - Конкуренти	Стойност	Цена	Тежест
Коефициенти			
P/E (ttm)	14.73	180.00	20%
P/E (2008)	10.46	71.72	20%
P/S (ttm)	2.24	201.62	20%
EV/EBITDA	9.86	154.38	20%
P/B	4.13	181.79	20%
Цена (лв.)			157.90

 Средни стойности от показателите на избрани компании в сектора
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнителна оценка - SOFIX

Акциите на Неохим са подценени в сравнение с българските сини чипове. Обявяването на консолидирания отчет за второто тримесечие увеличи разликата с останалите компоненти на SOFIX, но по-слабото трето тримесечие ще свали оценката на акцията.

Сравнение - SOFIX	Стойност	Цена	Тежест
Коефициенти			
P/E (ttm)	14.56	177.92	25%
P/S (ttm)	1.32	118.81	25%
EV/EBITDA	10.51	165.11	25%
P/B	2.24	98.60	25%
Цена (лв.)			140.11

 Средни стойности от показателите на акциите в SOFIX без АДСИЦ
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценка

Трите метода на оценка дават 128.38 лв. цена на акция. Това е 58% над текущата пазарна цена. Очевидно е, че оценките на база коефициенти са много по-високи от дисконтираните парични потоци при нашите консервативни прогнози.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - конкуренти	157.90	25%
Сравнение - SOFIX	140.11	25%
DCF	107.76	50%
Цена (лв.)		128.38

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Препоръка и ценова цел

Пазарът оценява в известна степен несигурността около финансовия резултат за второто полугодие на 2008 г. Нашето мнение е, че този консервативен подход е оправдан на базата на възможна корекция в цените на азотните торове. Ситуацията на фондовата борса също е негативна, след значителното поевтиняване на българските акции през годината, като това има дългосрочно влияние върху оценяването на книгата.

Даваме **Позитивна** препоръка на акциите на Неохим. Компанията се намира в благоприятен етап на развитие, като положителните дългосрочни перспективи са по-силни от рисковете. Неохим не разчита само на позитивната пазарна конюнктура за развитието си - инвестициите за периода 2004 до 2010 г. ще надхвърлят по обем 20% от текущата пазарна капитализация на компанията. Не на последно място е фактът, че оценката на акцията е сред най-атраktivните на българския пазар, включително и при сравнение с конкуренти от отрасъла. Цената на акция е 60% по-висока в сравнение с мартенските дъна, като пробивът на важно техническо равнище е сигнал за поддържане на възходящия тренд в рамките на следващите няколко месеца. Оценката на акциите показва стойност, която надхвърля абсолютния връх по позицията от 104 лв.

Едногодишната ценова цел е определена от оценката чрез коефициенти и дисконтиране на паричните потоци или **128.38** лв. Тя не изглежда лесно достижима към този момент, както поради несигурността в представянето на компанията през следващата година, така и поради сериозната ликвидна криза на фондовата борса. Все пак нашите консервативни прогнози за нормата на печалба и нарастването на продажбите водят до справедлива стойност от поне **107.76** лв., която засега е възможен връх по позицията в рамките на следващите 2 три-месеция.

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2003	2004	2005	2006	2007
Продажби	152 311	154 183	188 678	185 632	188 439
Продуктови разходи	127 444	130 022	151 428	158 437	155 456
Разходи за персонала	13 897	15 766	16 624	16 710	22 736
Нетен приход от финансова дейност	(1 890)	(85)	2 276	(1 326)	793
Други приходи и разходи	(64)	2	(5)	5	0
ЕБИТДА	9 016	8 312	22 897	9 164	11 040
Амортизация	3 200	3 588	4 570	4 725	5 045
ЕБИТ	5 816	4 724	18 327	4 439	5 995
Разходи за лихви	(732)	(699)	(1 456)	(1 449)	(1 862)
Печалба преди данъци	5 084	4 025	16 871	2 990	4 133
Разходи за данъци	523	531	2 695	(251)	521
Печалба след данъци	4 561	3 494	14 176	3 241	3 612
Печалба на акция	1.72	1.32	5.39	1.23	1.38
Баланс (в хил. лв.)	2003	2004	2005	2006	2007
Общо активи	99 333	109 855	117 360	121 765	138 890
Невнесен капитал	0	0			
Нетекущи активи	60 286	70 345	71 092	81 953	101 604
Дълготрайни материални активи	60 176	70 267	71 004	81 760	101 421
Инвестиции	10	3	5	0	0
Текущи активи	39 047	39 510	46 268	39 812	37 286
Запаси	17 207	19 794	25 419	25 025	26 839
Вземания	12 757	16 028	18 426	6 105	7 066
Финансови активи и парични средства	8 772	3 219	1 948	7 794	2 626
Задължения + Собствен капитал	99 333	109 855	117 360	121 765	138 890
Собствен капитал	57 907	61 331	74 361	75 819	79 181
Основен капитал	2 654	2 654	1 991	2 616	2 616
Резерви	276	284	291	(924)	(923)
Печалба	54 977	58 393	72 079	74 127	77 488
Задължения	41 426	48 524	42 994	45 946	59 707
Нетекущи пасиви	17 874	15 856	14 858	11 886	11 476
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	0	11 976	8 865	6 243	7 038
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	6 986	0	1 115	0	1 401
Текущи пасиви	16 564	20 692	19 271	27 817	39 792
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	15 497	18 818	25 882	11 995	(3 907)
Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2003	2004	2005	2006	2007
Нетна печалба	4 561	3 494	14 176	3 241	3 612
Амортизация	3 200	3 588	4 570	4 725	5 045
Промени в оборотния капитал	2 603	3 321	7 064	(13 887)	(15 902)
Други постъпления от оперативна дейност	(564)	(9 254)	(21 898)	18 991	17 638
Нетен поток от оперативна дейност	9 800	1 149	3 912	13 070	10 393
Покупка на дълготрайни активи	(2 373)	(12 843)	(3 381)	(4 741)	(17 282)
Други постъпления от инвестиционна дейност	1 082	131	174	1 977	850
Нетен поток от инвестиционна дейност	(1 291)	(12 712)	(3 207)	(2 764)	(16 432)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	(663)	(601)	0
Постъпления/Плащания от заеми	(2 462)	6 219	1 020	(1 678)	2 920
Изплатени дивиденди	0	0	0	(876)	(510)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(167)	(732)	(1 468)	(1 305)	(1 539)
Нетен паричен поток от финансова дейност	(2 629)	5 487	(1 111)	(4 460)	871
Изменения на паричните средства	5 880	(6 076)	(406)	5 846	(5 168)
Пар. средства в началото на периода	2 550	8 430	2 354	1 948	7 794
Пар. средства в края на периода	8 430	2 354	1 948	7 794	2 626
Пар. средства на акция:	3.18	0.89	0.74	2.96	1.00
Брой акции:	2 654 358	2 654 358	2 631 531	2 631 531	2 616 000
Цена в лв- края на периода:	5.00	16.50	32.80	45.35	76.95
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	13 271 790	43 796 907	86 314 201	119 339 909	201 301 200

Показатели	2003	2004	2005	2006	2007
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	2.91	12.53	6.09	36.82	55.73
Счетоводна стойност (BV)	21.82	23.11	28.26	28.81	30.27
Цена/смет. стойност (P/B)	0.23	0.71	1.16	1.57	2.54
Приходи на акция	57.38	58.09	71.70	70.54	72.03
Цена/Приходи (P/S)	0.09	0.28	0.46	0.64	1.07
Цена/Паричен поток	1.71	6.18	4.60	14.98	23.25
EV (в лева)	14 201	56 235	94 346	117 789	207 114
EV/Приходи	0.09	0.36	0.50	0.63	1.10
EV/EBITDA	1.58	6.77	4.12	12.85	18.76
EV/EBIT	2.44	11.90	5.15	26.54	34.55
Ликвидност					
Текуща ликвидност	1.66	1.91	2.27	1.43	0.91
Бърза ликвидност	0.93	0.95	1.02	0.53	0.25
Дълг					
Дълг към активи	41.7%	44.2%	36.6%	37.7%	43.0%
Interest coverage	7.95	8.27	32.10	7.77	10.50
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	30.9%	45.4%	31.9%	23.9%	23.4%
Дълг/Собствен капитал	71.5%	79.1%	57.8%	60.6%	75.4%
Активи					
Inventory turnover	8.85	7.79	7.42	7.42	7.02
Days sales outstanding	30	37	35	12	13
Fixed asset turnover	2.53	2.19	2.65	2.27	1.85
Total asset turnover	1.53	1.40	1.61	1.52	1.36
Рентабилност					
Profit margin on sales	3.0%	2.3%	7.5%	1.7%	1.9%
EBITDA норма	5.9%	5.4%	12.1%	4.9%	5.9%
Basic earning power	5.9%	4.3%	15.6%	3.6%	4.3%
Възвращемост на активите	4.6%	3.2%	12.1%	2.7%	2.6%
Възвращемост на Собствен капитал	7.9%	5.7%	19.1%	4.3%	4.6%
Възвращаемост на инвестициите	6.0%	3.9%	14.5%	3.4%	3.7%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	n/a	0.91%	n/a	n/a	0.65%
Дивидент на акция	0.0	0.15	n/a	n/a	0.50
Брой акции:	2 654 358	2 654 358	2 631 531	2 631 531	2 616 000
Цена в лв- края на периода:	5.00	16.50	32.80	45.35	76.95
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	13 271 790	43 796 907	86 314 201	119 339 909	201 301 200

За повече информация:

Анализатор
 Цветослав Цачев
 Тамара Бечева

Телефон:
 +359 2 810 00 23
 +359 2 810 07 23

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

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net

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 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. 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 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 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.