

## Спиди (OSP)



Компанията е основана през 1998 г. в гр. Пловдив. Основната дейност на Спиди е свързана с предлагането на куриерски и транспортни услуги от врата до врата с фирмен транспорт. От основаването на дружеството до сега, Спиди се налага като една от водещите куриерски компании в България. Към края на 2011 г. фирмата е най-големият частен оператор на пощенски услуги с 19% дял от целия пазар и 37% дял в куриерските услуги в страната. Основен конкурент е Еконт експрес с почти сходни дялове.

Компанията разполага с 84 офиса в 55 населени места в страната и собствен автопарк, което дава възможност за 100% покритие на територията на България за целите на фирмата и предлаганите услуги.

Към настоящия момент в системата на Спиди се обработват над 550 000 пратки месечно.

Вътрешният пазар е основен за компанията и генерира преобладаващата част от приходите ѝ. Над 82% от постъпленията са от корпоративни клиенти със сключен договор. Общото свиване на бизнес активността през 2009 г. имаше положителен ефект върху дейността на компанията, тъй като за да оптимизират разходите част от фирмите прехвърлиха транспортната си дейност на външни фирми. Това е и в основата на очаквания 10%-тен растеж на дейността през следващите години.

Дейността на Спиди, както и целия пазар на пощенски услуги в страната, се регулира от Комисия за регулиране на съобщенията. Съгласно Закона за пощенски услуги пратките се делят основно на универсални и неуниверсални. В първия сегмент, почти монополно положение имат Български пощи с близо 96% дял. Другият сегмент е сравнително отворен. 15-те най-големи компании на пазара формират 93% от приходите в него.

Акциите на дружеството ще бъдат предложени за записване на **14 ноември** през БФБ. Параметрите са както следва:

- Предложени са за продажба **до 20% от капитала** /до 296 440 акции с номинал 1.00 лв./
- Ценови диапазон: **51.50 лв. - 55.00 лв.** на акция
- Предлагането ще продължи до 8 работни дни, като ще се изпълняват поставени поръчки за покупка в ценовия диапазон без осъществяване на аукцион или друга форма на разпределение на книгата

Очакваната пазарна капитализация на компанията е между 76.30 млн. лв. – 81.50 млн. лв. От мениджмънта заявиха, че половината от печалбата на дружеството ще се разпределя като дивидент всяка година.

**Оценка**
**Таблица 1  
Сравнение  
на  
коэффициенти**

	2010	2011	12M
Минимална цена	51.50	51.50	51.50
Брой акции	1 482 200	1 482 200	1 482 200
Капитализация	76 333 300	76 333 300	76 333 300
Нетна печалба	2 652 000	5 476 000	4 043 000
P/E - цена/печалба	28.78	13.94	18.88
Собствен капитал	6 387 000	7 306 000	9 380 000
P/B - цена/капитал	11.95	10.45	8.14
Продажби	38 948 000	47 567 000	51 601 000
P/S - цена/продажби	1.96	1.60	1.48
EV	78 566 300	78 753 300	81 283 300
ЕБИТДА	5 717 000	8 257 000	7 145 000
EV/ЕБИТДА	13.74	9.54	11.38
RoE	41.52%	74.95%	43.10%
RoA	15.19%	26.59%	19.03%

Източник: СпиДи  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Коефициентите за оценка на СпиДи не се подобряват с данните към края на деветте месеца на 2012 г., което се дължи на промяната в заплащането на труда в компанията, довело до изместване на тези разходи от края на годината към средата ѝ. Останалите разходи са без промяна, като компанията не отчита подобрене в нормата на брутна печалба към деветмесечието с включените разходи за работна заплата и осигуровки. При изключването им се отчита подобрене, тъй като останалите разходи са без промяна, а приходите растат на годишна база с 12%.

Текущите показатели са високи, тъй като подобрието на печалбата не може да се види още в отчета, а бизнес моделът на компанията позволява работа на високо съотношение цена/собствен капитал. СпиДи трябва да отчете добро четвърто тримесечие, за да достигне прогнозите за печалба за цялата 2012 г.

**Прогнозни резултати**
**Таблица 2  
Прогнозни  
финансови  
резултати**

хил. лв.	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Продажби	34 054	35 396	38 948	47 567	52 324	56 510	63 573
<i>Ръст</i>	-	3.94%	10.04%	22.13%	10.00%	8.00%	12.50%
ЕБИТДА	7 115	5 530	5 717	8 257	10 465	11 302	12 715
<i>ЕБИТДА margin</i>	20.89%	15.62%	14.68%	17.36%	20.00%	20.00%	20.00%
ЕБИТ	4 533	2 359	2 739	5 505	7 325	7 911	9 854
<i>ЕБИТ margin</i>	13.31%	6.66%	7.03%	11.57%	14.00%	14.00%	15.50%
Нетна печалба	3 726	2 010	2 652	5 476	6 840	6 796	8 539
<i>Net Profit margin</i>	10.94%	5.68%	6.81%	11.51%	13.07%	12.03%	13.43%

Прогнози: ЕЛАНА Трейдинг

Прогнозите ни са базирани на очаквания за 10% растеж на приходите, които според компанията са постижими през тази година. За 2013 г. залагаме леко забавяне на растежа на приходите, като следствие на кризата в икономиката на България. Нормата на печалба също е в долната граница на очакванията на компанията, за да включва маржин на сигурност от неизпълнението им. За 2013 г. очакваме по-ниска норма на нетна печалба, което да отрази липсата на финансови приходи от депозити и вземания.

**Сравнение със сходни компании**

За сравнение използваме сектора на куриерските услуги, който е ограничен като брой компании.

Таблица 3  
Сравнение  
със сходни  
компани

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Медиана	15.89	1.48	0.43	5.83
Капитализация	108 691 177	15 835 083	22 395 355	92 276 882
Цена	73.33	10.68	15.11	62.26
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		51.50		
Справедлива стойност		40.35		
Премия (отбив) от текущата цена		-21.66%		

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Данните, с които е направено сравнението със сектора, са прогнозите ни за 2012 г. В тях не са включени съществени изменения в задлъжнялостта и паричните средства на компанията. Високият коефициент цена/собствен капитал на Спида и ниското съотношение цена/приходи на сектора са причините за получаването на справедлива стойност на акция, която е доста под минималната от предлагането. Разликата се дължи на еднаквата тежест на четирите показателя. При сравнение само според печалбата на компанията и реализиран финансов резултат се получава значително по-висока стойност на акция. Дружеството ще бъде купувано предимно от инвеститори, за които възвръщаемостта и доходът от дивиденди са от значение.

**Дисконтирани парични потоци**

Таблица 3  
DCF

Спида	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal Year	
BGN'000												
ЕБИТ	7 325	7 911	9 854	10 839	11 706	12 409	13 029	13 550	14 025	14 516	15 024	
ЕБИТ(1-Т)	6 593	7 120	8 868	9 755	10 536	11 168	11 726	12 195	12 622	13 064	13 521	
Плюс: Амортизации	3 139	3 391	2 861	3 147	3 399	3 603	3 783	3 934	4 072	4 214	4 362	
Минус: Инвестиции	2 355	2 543	2 861	3 147	3 399	3 603	3 783	3 934	4 072	4 214	4 362	
Минус: Промяна об. капитал	585	272	459	413	364	295	260	219	199	206	221	
FCF	6 793	7 696	8 409	9 342	10 172	10 873	11 466	11 977	12 423	12 858	13 301	
PV FCF	6 418	6 493	6 335	6 283	6 108	5 830	5 489	5 119	4 741	4 381		
Sum of PV FCF	57 198											
PV of Continuing Value	53 319											
Total PV Free Cash Flows	110 517											
							Growth Rate					
							SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%
Минус: Лихвоносен дълг	5 528						10.0%	83.70	90.39	94.51	99.31	111.78
Плюс: Финансови активи	578						11.0%	73.63	78.43	81.30	84.59	92.81
НС на капитала	105 567						12.0%	65.60	69.14	71.22	73.57	79.25
Брой акции (хил.)	1 482						13.0%	59.05	61.73	63.28	65.00	69.08
Цена на акция	71.22						14.0%	53.62	55.68	56.86	58.15	61.17

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Прогнозите ни за периода 2012 г.-2014 г. са в основата на модела за дисконтиране на паричните потоци на фирмата, който в последствие залага на постепенно намаление на темповете на растеж на приходите и запазване на нормата на печалба. Дисконтовият фактор отчита изминалата по-голяма част от 2012 г. Получената стойност на акция е 71.22 лв. при дисконтиране с 12% и дългосрочна норма на растеж от 3.5%.

От компанията оповестиха намеренията си да разпределят половината от нетната печалба като дивидент за акционерите. В такъв случай, при минималната цена от предлагането и средно-претеглена цена на капитала от 12.5% е необходимо дивидентът да расте с поне 7.8% на година, за да оправдае тази цена. От фирмата очакват растеж от поне 10%.

---

**Препоръка и ценова цел**

Спиди е интересна позиция за участие от дългосрочни инвеститори. Тя вероятно ще привлече предимно институционални участници като пенсионните фондове по следните причини:

- **Стабилен доход от дивидент** – при достигане на очакванията за печалба през 2012 г. и разпределяне на половината ѝ, записалите инвеститори ще се радват на около 5% доход от дивиденди.
- **Ръст на резултатите** – приходите и печалбата растат с добри темпове, без да се дължат на извънредни или финансови резултати. Компанията е лидер в сектора си и дори успя да остане на печалба по време на кризата през 2009 г.
- **Потенциална цел за придобиване** – придобиването на Спиди от друга фирма беше споменато по-скоро като евентуална възможност, а не като реално проявен интерес от международни компании.

Инвеститорите не трябва да игнорират и факторите, които подсказват рискове пред успеха на предлагането и най-вече пред възможностите за печалби от инвестицията в краткосрочен план. На първо място сред тях са значителните капиталови вложения в акциите на дружествата на ЧЕЗ и Енерго-Про, които се проведоха през октомври. На второ място е несигурността около постигането на финансовите резултати за 2012 г. по време на криза в Европа и в много сектори на българската икономика, които очаква компанията, предвид изпълнението им за последните 12 месеца. Инвеститорите може да предпочетат да изчакат следващия финансов отчет, въпреки че данните за деветте месеца сочат достигане на печалбата. Краткият период на предлагане от една седмица след оповестяване на диапазона на цената също е значим фактор, който ще ограничи присъствието на чуждестранни инвеститори.

Нашата препоръка е за умерено участие с дългосрочен хоризонт на инвестицията. Спиди има стойност и най-вече може да донесе ползи за акционерите си, но не очакваме компанията да стане една от водещите позиции по ликвидност на търговията и да привлече значителни капитали при борсовия си дебют. Основен риск остава несигурността на резултатите за следващата година, но в модела на дисконтирани парични потоци залагаме много консервативни очаквания за 2013 г. и въпреки това стойността е по-висока от диапазона на предлагане.

---

## Неконсолидирани данни

<b>Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>9М 2011</b>	<b>9М 2012</b>
<b>Продажби</b>	35 396	38 948	47 567	34 340	38 412
Продуктови разходи	27 368	30 810	36 046	24 490	26 233
Разходи за персонала	2 496	2 421	3 261	1 962	3 266
Нетен приход от финансова дейност	(123)	211	581	593	381
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	5 409	5 928	8 841	8 481	9 294
Амортизация	3 171	2 978	2 752	2 069	2 063
<b>ЕБИТ</b>	2 238	2 950	6 089	6 412	7 231
Разходи за лихви				168	227
<b>Печалба преди данъци</b>	2 238	2 950	6 089	6 244	7 004
Разходи за данъци	228	298	613	215	700
<b>Печалба след данъци</b>	2 010	2 652	5 476	6 029	6 304
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	2 010	2 652	5 476	6 029	6 304
<b>Печалба на акция</b>	4.02	5.30	3.69	4.07	4.25

<b>Баланс (в хил. лв.)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>9М 2011</b>	<b>9М 2012</b>
<b>Общо активи</b>	14 888	17 456	20 593		21 506
Невнесен капитал	0	0	0		0
<b>Нетекучи активи</b>	5 790	5 038	6 575		8 494
Дълготрайни материални активи	4 886	4 026	4 339		6 262
Инвестиции	0	0	982		982
<b>Текущи активи</b>	9 098	12 418	14 018		13 012
Запаси	216	263	438		559
Вземания	7 936	10 532	11 698		11 729
Финансови активи	0	0	0		0
Парични средства в брой	946	1 623	1 882		456
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	14 888	17 456	20 593		21 506
<b>Собствен капитал</b>	4 384	6 387	7 306		8 134
Основен капитал	500	500	1 482		1 482
Резерви	348	348	348		348
Печалба	3 536	5 539	5 476		6 304
<b>Задължения</b>	10 504	11 069	13 287		13 372
Нетекучи пасиви	0	0	0		0
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	2 088	1 467	2 084		3 419
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 749	492	903		2 078
Текущи пасиви	5 667	9 110	10 300		7 493
Други задължения	0	0	0		0
<b>Оборотен капитал</b>	682	2 816	2 815		3 441

<b>Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>9М 2011</b>	<b>9М 2012</b>
<b>Нетна печалба</b>	2 010	2 652	5 476		6 304
Амортизация	3 171	2 978	2 752		2 063
Промени в оборотния капитал	(556)	2 134	(1)		3 441
Други постъпления от оперативна дейност	769	(3 976)	(2 056)		(5 641)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	5 394	3 788	6 171		6 167
Покупка на дълготрайни активи	(865)	(357)	(588)		(296)
Други постъпления от инвестиционна дейност	519	0	0		0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(346)	(357)	(588)		(296)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0		0
Постъпления/Плащания от заеми	(1 046)	(212)	411		(1 364)
Изплатени дивиденди	(2 200)	(650)	(3 671)		(4 247)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(2 365)	(1 892)	(2 064)		(1 686)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	(5 611)	(2 754)	(5 324)		(7 297)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(563)	677	259		(1 426)
Пар. средства в началото на периода	1 509	946	1 623		1 882
<b>Пар. средства в края на периода</b>	946	1 623	1 882		456
<b>Пар. средства на акция:</b>	1.89	3.25	1.27		0.31

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

**Разкритие на информация:** Положена е дължимата грижа, за да се подсигури 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:** Оценка 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:

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
<b>Негативна</b>	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](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

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