
Първично публично предлагане на Меком АД

Основна информация

Меком АД е най-големият износител на месо в България и към момента е единствената българска фирма с всички възможни лицензи за експорт за страните от Европейския съюз, включително и Клас А. Меком има богата гама от месни продукти продавани под редица търговски марки и е изключителен представител и дистрибутор за България на италианската фирма „Монтана“.

Меком ще предложи до 10 682 800 акции при минимална цена 2.20 лв. по метода book-building. Първичното предлагане ще се проведе в рамките на три работни дни, а плащането от 25-ти до 29-ти януари.

Анализът предоставя кратко описание на дейността на Меком, процедурата по първичното предлагане и времевата рамка, а също и оценка през текущите финансови данни на компанията и прогнозите на мениджмънта.

Бизнес описание

Основна дейност на Меком е месодобив, месопреработка и продажбата на живи животни. Компанията е вертикално интегрирана и е една от малкото фирми, които имат собствени модерни комплекси, които да гарантират доставките на суровини. В състава на дружеството влизат 12 фирми, девет от които се занимават с изкупуване, уговяване, разплод и продажба на животни. Останалите три дъщерни дружества се занимават с месопреработка, дистрибуция и продажби. Меком провежда активна политика по отношение на научно-изследователската и развойна дейност чрез „Силистра Хибрид“ ООД, включително селективна собствени породи, които имат по-висок процент на месото.

Стратегията за растеж на Меком предвижда засилване на позициите в традиционно силните сегменти на компанията, както и запазване и увеличаване на пазарния дял. При готовите продукти компанията ще продължи да се фокусира във високия ценови сегмент, но те няма да увеличават съществено дела си в структурата на приходите. Компанията няма планове да разширява продуктовата си гама с малотрайни колбаси, където почти не присъства на пазара в България. Меком има достатъчно капацитет, за да увеличи значително отглеждането на животни и обработката на месо, с което заложените цели за нарастване на продажбите в близките няколко години изглеждат достижими. Натоварването на кланицата за свине е 40%, едър рогат добитък -20% и агнета – 75%. Забраната за износ на свинско месо за ЕС се очаква да отпадне през март, което ще позволи на компанията да увеличи присъствието си и в този сегмент.

Меком планира сериозни инвестиции с цел навлизане на пазара на месни продукти в Румъния чрез партньорство с местен дистрибутор или изграждане на собствена дистрибуторска мрежа. Планираните разходи за инвестиции до 2009 г. са на обща стойност 22 млн. лв., най-големите пера, от които са :

- 7 млн. лв. за закупуване на набелязано предприятие за месопреработка;
- 5 млн. лв. за навлизане на румънския пазар;
- 4 млн. лв. за обновяване и разширяване на мощностите за преработка на месо.

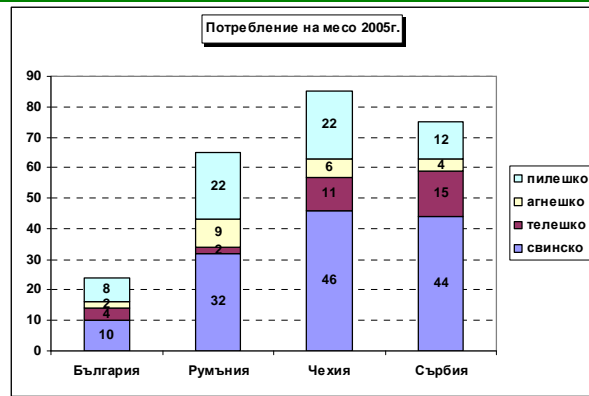
Останалите средства са главно за привеждане на допълнителни сгради в съответствие с нормите; маркетинг и обучение на персонала.

В допълнение, Меком има планове за закупуване на кланица в Сърбия или Хърватска, с което да си осигури достъп до ресурсите и да съкрати разходите за транспорт на охладено месо.

Приходите от публичното предлагане няма да се използват за погасяване на задължения на компанията или контролирано от него дружество.

Консумацията на месо в България все още е доста по-ниска в сравнение с други страни от Централна и Източна Европа, което показва потенциал за растеж на вътрешния пазар. По данни на Меком произведената продукция не задоволява търсенето, в резултат на което голяма част от предлаганите продукти са от внос.

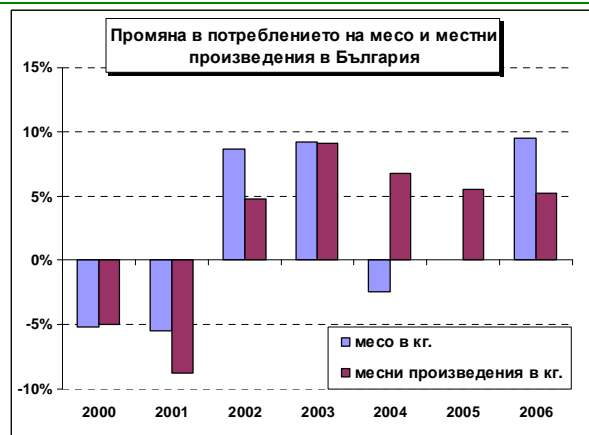
В България и Румъния се консумира повече пилешко месо, като процент от целия обем, в сравнение с Чехия и Сърбия. Възможно е при ръст на консумацията да се запази или повиши дела на свинското месо в България.



Източник: Меком

С увеличаване на покупателната способност на домакинствата, дружеството очаква българският пазар да последва тенденциите на европейските пазари към увеличаване на годишната консумация на месо на човек от населението.

От 2002 година се наблюдава растеж на консумацията на месо и месни произведения в България, според данните на Националния статистически институт. В същото време посъкването на хранителните продукти се ускорява през последните години, което означава номинален растеж от поне 10-15% годишно за периода



Източник: НСИ

IPO процедура и времева рамка

Предмет на публичното предлагане на Меком са до 10 682 800 обикновени акции с минимална цена 2.20 лв. Цената на предлаганите акции ще бъде определена по метода букбилдинг, като при презаписване всички поръчки ще бъдат изпълнени пропорционално. Подаването на поръчки е от 21 до 23 януари, от 9:00 ч. до 16:00 ч., а цената и алокацията ще бъдат оповестени на 24-ти януари. Заплащането е до края на третия работен ден след обявяването на цената или най-късно до 29-ти януари.

При пълен успех на предлагането акциите на дружеството ще достигнат 64 млн., което по минималната цена прави 140.8 млн. лв. пазарна капитализация.

Водещ мениджър на емисията е Обединена българска банка, а ко-мениджър е Алианц България.

Презаписване

Колко и дали ще има презаписване е изключително актуален въпрос в момент на значителен спад на борсата и търговия на ликвидните позиции на атрактивни коефициенти. Компанията има потенциал за растеж, което компенсира сравнително високия коефициент P/E в момента. Заложеният прогнози за продажбите изглеждат достижими, благодарение на направените инвестиции за модернизация и отговаряне на изискванията за износ към ЕС, както и на свободния капацитет. Това, което може да ограничи презаписването в момента е ниското равнище на свободни парични средства в спекулантите и предпазливостта на институционалните инвеститори от страната и чужбина.

Финансово състояние и прогнози

Компанията поддържа темпове на нарастване на продажбите от 20-30% годишно. Трябва да се има предвид, че консолидацията на данните за предишни години е с цел представителността им за публичното предлагане. Продажбите и печалбата през 2007 г. са изключително важни за прогнозите и оценката ни на компанията. За първите девет месеца се наблюдават по-големи продажби и печалба спрямо цялата 2006 г. Поскъпването на месото в глобален мащаб в края на годината ще доведат до още по-добри резултати на годината, като те ще станат ясни след IPO-то. Показателно е, че компанията ще изпълни заложените прогнози за 2007 г., като поради инфлационния натиск очакваме продажбите да бъдат по-високи.

хил. лв.	2004	2005	2006	3Q'07
Продажби	24 926	33 417	46 773	53 393
Други	1 093	1 165	5 292	74
Финансиране	708	808	1 411	675
Приходи	26 727	35 444	53 476	54 142
Амортизация	2 640	3 087	3 461	2 495
ЕБИТДА	5 670	7 963	7 844	7 346
Лихви	1 833	2 713	1 564	1 397
ЕБИТ	3 030	4 876	4 383	4 852
ЕВТ	1 197	2 163	2 819	3 455
Нетна печалба	967	1 856	2 451	3 455
Активи	44 229	57 666	63 008	61 296
Нетекущи	32 433	40 115	35 722	34 328
Текущи	11 796	17 551	27 286	26 968
Собствен капитал	5 797	7 638	9 894	14 363
Задължения	38 432	50 028	53 114	46 933
Дългосрочни	23 631	28 197	24 142	27 314
Краткосрочни	14 801	21 831	28 972	19 619
Банков заем	4 205	4 786	10 367	184

Източник: Меком

В прогнозите за следващите пет години е заложено увеличение на продажбите до 212 млн. лв. Това обаче не включва някои дейности, които са в етап на развитие или представляват възможности за нарастване на продажбите (износ за Русия; получаване на субсидиите за отглеждане на животни; експанзия на Балканите; износ и обработка на други видове месо). Меком залага на растеж на приходите с около 30% през следващите три години, което е по-високо от темповете на нарастване, заложили в прогнозите за 2007 г. Отчетът за първите девет месеца на 2007 г. вече преизпълнява постигнатото през 2006 г., а значителният износ преди Новогодишните празници допълнително ще стимулира ръста на продажбите. Освен това нормата на печалба през четвъртото тримесечие отчита подобрене, въпреки поскъпването на зърнените култури.

В прогнозите са заложили значителни приходи от лихви, което е функция на натрупания кеш през годините. Свободните парични средства е много вероятно да бъдат инвестирани в развитие на компанията, докато има възможност за реализация на допълнителна продукция. Прогнозите са базирани на натрупване на средствата, а не на реинвестиции, така че компанията има възможност за органичен растеж. Ще използваме прогнозите за определяне на цена според дисконтираните парични потоци, независимо че имат значителен резерв за покачване още в резултатите за 2007 г.

Меком не планира да раздава дивиденди през следващите години.

хил. лв	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Приходи от продажби	64 410	84 869	116 093	147 669	181 420	212 400
Брутна печалба	17 592	23 782	33 073	42 949	53 665	64 092
% от приходите	27.31%	28.02%	28.49%	29.08%	29.58%	30.18%
Административни разходи	8 076	12 644	16 555	19 515	24 747	28 631
Печалба от оперативната дейност (ЕБИТДА)	9 516	11 138	16 518	23 434	28 918	35 461
% от приходите	14.77%	13.12%	14.23%	15.87%	15.94%	16.70%
Амортизация	-3 714	-4 704	-4 812	-4 889	-4 967	-5 044
Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	5 803	6 434	11 706	18 545	23 951	30 417
% от приходите	9.01%	7.58%	10.08%	12.56%	13.20%	14.32%
Разходи за лихви	-1 073	-563	-568	-5	548	1 689
Печалба преди данъчно облагане	4 730	5 871	11 138	18 540	24 499	32 106
Разходи за данъци	-473	-587	-1 114	-1 854	-2 450	-3 211
Нетна печалба	4 257	5 284	10 025	16 686	22 049	28 895

Източник: Меком

Коефициенти

Оценката ни е базирана на сравнение с показателите цена/печалба, цена/собствен капитал и цена/продажби. Дисконтираните парични потоци заемат основна част при определянето на цената, тъй като те показват по-добре възможностите за развитие на компания във фаза на силен растеж.

Основните показатели в таблицата са изчислени на база прогнозите на компанията за 2007 и 2008 г. За 2007 г. очакваме по-добър показател за продажбите и печалба близо до прогнозата. Това означава, че високите коефициенти P/E, EV/EBITDA и P/EBITDA ще изглеждат по-малко високи след публикуване на консолидиран отчет и промяна в прогнозата за 2008 г. Коефициентът цена/счетоводна стойност на капитала (P/B) е 2.19 и намалява до 1.66 при включване на прогнозната печалба към края на 2008 г. и всички приходи от IPO-то. Това е сравнително ниска стойност за публично предлагане в България.

хил. лв	2007	2008
Нетна печалба	4 257	5 284
ЕБИТ	5 803	6 434
ЕБИТДА	9 516	11 138
Продажби	64 410	84 869
Собствен капитал	57 671	86 458
Капитализация	141 013	141 013
Парични средства	2 973	21 180
Дълг	26 649	35 783
EV	164 689	155 616
P/E	33.12	26.69
P/S	2.19	1.66
P/B	2.45	1.63
EV/ЕБИТДА	17.31	13.97
EV/Продажби	2.56	1.83
P/ЕБИТДА	14.82	12.66

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение с международни компании

При сравнението с международни компании в преработката на месо и месни произведения трябва да се имат предвид и фактори като регион, вертикална интеграция, продуктово портфолио, възможности за растеж и норма на възвръщаемост, които варират чувствително за различните публични дружества в сектора. Затова не сме използвали средната стойност на показателите при определяне на оценката на Меком.

Повечето чуждестранни компании се търгуват под обема на реализираните им продажби, което води до запазване на ниски съотношения P/E, въпреки че нормата на възвръщаемост на печалбата преди данъци, лихви и амортизации е доста по-ниска от постигнатото от Меком през последните години и от заложения план. Повечето компании предлагат значителни количества готови колбаси, което и води до по-ниската възвръщаемост.

Компания	Държава	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА	RoA	RoE	ЕБИТДА норма
Kreka	Гърция	87.7	1.03	0.57	14.28	0.40%	0.82%	8.69%
PG Nikas	Гърция	n/a	3.2	0.79	18.17	-3.91%	-16.65%	7.34%
Zaklady Miesne Beef-San	Полша	29.24	1.29	0.46	12.62	3.69%	7.16%	3.03%
Duda	Полша	8.47	2.02	0.46	7.82	7.00%	13.77%	6.83%
Campofrio Alimentacion	Испания	15.13	2.75	0.47	6.54	2.67%	9.25%	9.47%
Moksel	Германия	28.45	3.6	0.09	5.24	1.22%	5.36%	1.92%
Cranswick	Великобритания	15.53	14.77	0.66	9.2	8.53%	18.62%	8.52%
Gruppa Cherkizovo	Русия	15.87	3.27	1.16	12.83	7.46%	20.62%	12.78%
ОМРК	Русия	19.33	3.8	0.35	13.83	10.34%	21.66%	2.86%

Източник: Reuters

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на очакваните парични потоци дава по-добра представа за цената според възможностите за растеж, които обикновено не са отчетени добре в коефициенти цена/печалба и цена/продажби.

Моделът ни е базиран на прогнозите за следващите пет години на Меком и на постепенното намаляване на темповете на растеж, които залагаме до края на 10-годишния период. Заложеният дългосрочен темп на растеж е 2.5% при средно-претеглена цена на капитала (WACC) от 12%. Нормата на дисконтиране дори може да бъде и по-висока, тъй като фондовата борса в момента е изключително волатилна.

При заложените параметри се получава цена на акция от **2.94** лв.

Меком											Terminal	
<i>лева'000</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Year	
ЕБИТ	6 434	11 706	18 545	23 951	30 417	33 304	36 635	39 566	41 939	43 617	44 707	
ЕБИТ(1-Т)	5 791	10 535	16 691	21 556	27 375	29 974	32 971	35 609	37 746	39 255	40 237	
Add: D&A	4 704	4 812	4 889	4 967	5 044	5 947	6 542	7 065	7 489	7 789	7 983	
Less: Investments	18 000	4 000	4 889	4 967	5 044	5 947	6 542	7 065	7 489	7 789	7 983	
Less: Change NWC	4 092	6 245	6 315	6 750	6 196	5 098	4 758	4 187	3 391	2 397	1 597	
FCF	-11 597	5 103	10 375	14 806	21 179	24 876	28 214	31 422	34 354	36 859	38 640	
PV FCF	-10 355	4 068	7 385	9 409	12 018	12 603	12 762	12 691	12 388	11 868		
Sum of PV FCF	84 837											
PV of Continuing Value	130 958											
Total PV Free Cash Flows	215 796											
Less: Outstanding Debt	27 498											
PV of Equity	188 298											
Брой акции	64 097											
Цена на акция	2.94											
			WACC	Growth Rate								
				SA	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%			
				10.0%	3.83	3.99	4.18	4.39	4.63			
				11.0%	3.23	3.35	3.48	3.63	3.79			
			12.0%	2.76	2.84	2.94	3.04	3.16				
			13.0%	2.37	2.43	2.50	2.58	2.67				
			14.0%	2.05	2.10	2.15	2.21	2.27				

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценка

Изчисляването на оценката на Меком чрез най-популярните показатели P/E, P/S, EV/ЕБИТДА и чрез дисконтирани парични потоци, показва цена от **2.46** лв. Това обаче не включва дисконт за публичното предлагане и фактът, че компанията тепърва ще трябва да се доказва като публично дружество.

Метод	Стойност	Цена	Тегло
Коефициенти			
P/E - 2007	25	1.66	10%
forward P/E	20	1.65	10%
P/S - 2007	2.5	2.52	10%
forward P/S	2	2.65	10%
EV/ЕБИТДА	12	1.41	10%
DCF		2.94	50%
Цена (лева)			2.46

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Ценова цел

Възможностите за изпълнение на прогнозите за 2007 и 2008 г. не са отчетени при оценката, както и премията за първично публично предлагане. Минималната цена от 2.20 лв. не отразява нито много атрактивна възможност за инвестиция, нито желание на мажоритарния собственик да продаде компанията на много висока цена.

Ценовата цел в едногодишен период ще зависи не само от способността на Меком да реализира повече продукция, но и от ръста на печалбата. На БФБ се търгуват много компании, които имат висок растеж на продажбите, но и P/E, които няма скоро да станат под средното за пазара. Това не означава, че инвеститорите са отворени за още едно дружество с ниска норма на печалба спрямо пазарната му цена.

Презаписването и стартът на вторичната търговия ще покажат дали пазарът ще подкрепи високо P/E, заради перспективите за растеж. Тогава ценовата цел може да бъде ревизирана нагоре, спрямо очакванията ни за търговия на нива между **2.65** лв. (2 forward P/S) и **2.94** лв. (цената получена чрез дисконтираните парични потоци) към края на 2008 г.

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 анализиранията 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 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 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 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.

Повече информация за текущите препоръки на сайта на ЕЛАНА Трейдинг:

http://www.elana.net/analysis/reports/bul_f_pazar_7/LIST_Preporaki.pdf

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