

Инвестор.БГ (борсов код:4IN)



Интернет компанията Инвестор.БГ увеличава капитала си с емисия обикновени акции. Дружеството ще издаде до 239 892 броя акции на цена от 12.40 лв. Минималният брой записани акции, при който увеличението ще се счита за успешно, е 71 967.

Анализът прави оценка на акциите на Инвестор.БГ чрез сравнение с компании в сектора и чрез дисконтиране на паричните потоци.

Анализ на коефициентите за оценка

Таблица 1
Коефициенти
за оценка

	2008	2009	12М	2011П
Последна цена	11.33	9.80	12.70	12.70
Брой акции	1 190 539	1 199 460	1 279 423	1 519 315
Капитализация	13 488 807	11 754 708	16 248 672	19 295 301
Нетна печалба	780 000	522 000	399 000	285 000
P/E - цена/печалба	17.29	22.52	40.72	67.70
Собствен капитал	3 246 000	3 881 000	4 106 000	7 437 628
P/B - цена/капитал	4.16	3.03	3.96	2.59
Продажби	2 654 000	2 927 000	3 326 000	4 373 000
P/S - цена/продажби	5.08	4.02	4.89	4.41
EV	12 891 807	10 892 708	15 829 672	17 687 301
ЕБИТДА	972 000	714 000	611 000	471 000
EV/ЕБИТДА	13.26	15.26	25.91	37.55
RoE	24.03%	13.45%	9.72%	3.83%
RoA	23.17%	11.92%	8.16%	3.35%

Източник: Инвестор.БГ, консолидирани данни към 30.09.2010 г., прогноза за 2011 г.
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Консолидираните резултати за последните 12 месеца поставят коефициентите за оценка на Инвестор.БГ значително над средните за българския пазар. Освен това се наблюдава и повишение спрямо 2009 г. Прогнозните данни за 2011 г. при текущата цена на акция и планираното увеличение на капитала показват подобрене на показателите цена/продажби и особено на цена/собствен капитал. Прогнозите на компанията са за много ниска норма на печалба през тази година, въпреки значителното повишение на приходите. Това води до много високи показатели цена/печалба и EV/ЕБИТДА, които са често срещани при Интернет компании с перспективи за растеж. Броят акции е увеличен с емитираните варианти, тъй като цената на упражняването им е вече над пазарната. За 2011 г. е включено и увеличението на капитала.

Сравнение с отрасъла

За сравнение на Инвестор.БГ с компании от сектора са използвани дружества с поне 50% приходи от Интернет медии в общия размер на

продажбите. В извадката за изчисляване на средните са включени стоте най-големи компании от сектора. По-голяма тежест при изчисляването е отдадена на цена/продажби и EV/EBITDA, които показват по-добре пазарните позиции и генерирания резултат на компанията.

Таблица 2
Сравнение с
коэффициенти
за отрасъла

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Средна	31.00	6.94	3.59	15.38
Капитализация	12 369 120	28 496 559	11 930 785	9 815 860
Цена	8.14	18.76	7.85	6.46
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		12.70		
Справедлива стойност		12.40		
Премия (отбив) от текущата цена		-2.33%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Средните стойности от извадката на компаниите в сектора показват високи нива на P/E и EV/EBITDA. Данните не отчитат факта, че 40% от дружествата са на загуба. Справедливата стойност на акцията на Инвестор.БГ при сравнението с компании от отрасъла е 12.40 лв. или 2% под текущата. Прави впечатление обаче, че това се дължи най-вече на показателя P/B, а останалите три са по-ниски от пазарната цена. Необходимо е да се отчете и изоставането на българския рекламен пазар в темповете на възстановяване в световен мащаб, което определя по-ниската възвръщаемост към този момент. Това най-вероятно ще се промени през следващите години, но прогнозите на компанията са за слаби резултати през 2011 г.

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на паричните потоци е по-добър начин за оценка, тъй като включва перспективите за развитие на дружеството. За целта предоставяме таблица базирана на прогнозите ни за умерен растеж и норма на възвръщаемост, която отговаря на средното за последните четири години. Това е консервативният ни сценарий.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

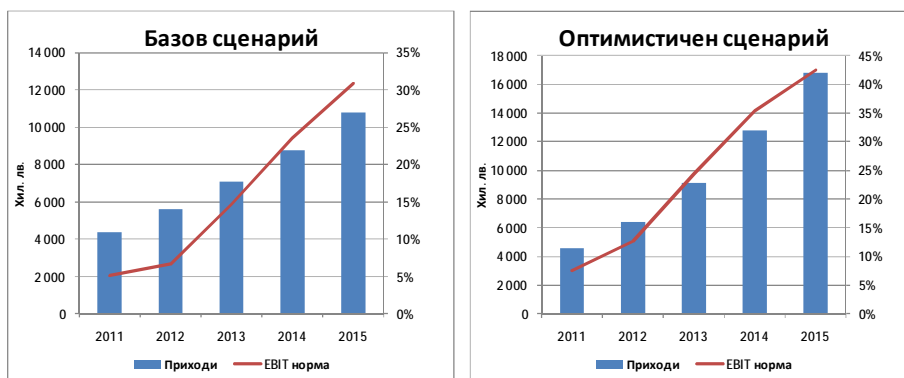
Инвестор.БГ											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	649	994	1 471	1 765	2 048	2 334	2 568	2 773	2 940	3 087	3 210
ЕБИТ(1-Т)	584	894	1 324	1 589	1 843	2 101	2 311	2 496	2 646	2 778	2 889
Плюс: Амортизации	188	235	294	353	410	467	514	555	588	617	642
Минус: Инвестиции	500	523	654	628	728	623	685	555	588	617	642
Минус: Промяна об. капитал	-131	105	131	131	126	127	104	91	74	65	57
FCF	403	502	834	1 183	1 399	1 818	2 036	2 405	2 572	2 713	2 832
PV FCF	366	415	626	808	869	1 026	1 045	1 122	1 091	1 046	
Sum of PV FCF	8 414										
PV of Continuing Value	18 198										
Total PV Free Cash Flows	26 612										
Минус: Лихвоносен дълг	70										
Плюс: Финансови активи	489										
НС на капитала	27 031										
Брой акции (хил.)	1 519										
Цена на акция	17.79										
				WACC							
					SA	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	
					8.0%	20.76	23.69	28.09	35.41	50.06	
					9.0%	17.29	19.21	21.89	25.92	32.63	
					10.0%	14.71	16.03	17.79	20.25	23.94	
					11.0%	12.73	13.67	14.88	16.50	18.75	
					12.0%	11.17	11.86	12.72	13.83	15.31	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Заложените темпове за растеж на приходите на Инвестор.БГ в консервативния ни сценарий са по-големи от очакваното за пазара на

реклама в Интернет, като за 2011 г. залагаме на 20% нарастване, последвано от 25% за следващите две години. Нормата на печалба постепенно се увеличава до средната стойност за 2007-2010 г., като след 2012 г. е константа. Използвана е и средната стойност на амортизацията за изминалите четири години, а нетният оборотен капитал е 10% от приходите. Справедливата стойност на акция по този модел, при 100% записване на капитала от увеличението и отчитане на броя на вариантите, е 17.79 лв. Предоставяме и анализ на чувствителността, при който цената варира според дисконтовия фактор и темпа на растеж в дългосрочен период.

**Графика 1и 2
Прогнози на
Инвестор.БГ**



Източник: Инвестор.БГ

Инвестор.БГ публикува два сценария за развитие – базов и оптимистичен, които се различават по темповете на растеж на приходите и на нормата на възвръщаемост, като инвестициите и разходите са идентични. Компанията показва възможността си да расте и да бъде на печалба по време на кризата през 2009-2010 г., което ще се отрази в отлично представяне и през следващите години.

Дисконтирането на паричните потоци при двата сценария дава стойност на акция от 24.33 лв. за базовия и 41.28 лв. за оптимистичния. Средната от трите DCF модела е 27.80 лв., като броят акции включва вариантите и новата емисия при записване на 100%.

**Таблица 4
Оценка на
акциите**

Метод	Цена	Премия (отбив)
Сравнение - сектор	12.40	-2.33%
DCF	17.79	40.09%
DCF - базов	24.33	91.61%
DCF - оптимистичен	41.28	225.07%

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Справедливата стойност на акция варира значително при различните модели за изчисляването ѝ. Най-ниска е при сравнение със сектора, като Инвестор.БГ има значително по-високи показатели спрямо ликвидните български акции. Това ще ограничи интереса към книгата на компанията, докато не бъде отчетен силен растеж на печалбата. Дисконтирането на паричните потоци показва значителния потенциал на дружеството и на акцията в дългосрочен план. Цената на акция според консервативния модел за дисконтиране на паричните потоци е 40% над пазарната, а осъществяването на базовите прогнози на мениджмънта ще създаде предпоставка за поскъпване до нов рекорд на цената през следващите години.

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	12M
Продажби	622	1 446	2 654	2 927	3 326
Продуктови разходи	350	605	911	1 304	1 513
Разходи за персонала	590	395	790	954	1 226
Нетен приход от финансова дейност	34	(12)	19	45	24
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	(284)	434	972	714	611
Амортизация	57	73	105	138	155
ЕБИТ	(341)	361	867	576	456
Разходи за лихви	0	0	0	3	6
Печалба преди данъци	(341)	361	867	573	450
Разходи за данъци	0	(1)	88	63	63
Печалба след данъци	(341)	362	779	510	387
Миноритарен дял	0	0	(1)	(12)	(12)
Нетна печалба	(341)	362	780	522	399
Печалба на акция	(0.31)	0.31	0.66	0.44	0.33
Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	9M 2010
Общо активи	1 577	2 382	3 367	4 379	4 889
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	914	1 750	2 512	3 082	3 557
Дълготрайни материални активи	95	181	95	164	189
Инвестиции	0	0	0	0	0
Текущи активи	663	632	855	1 297	1 332
Запаси	0	0	0	0	0
Вземания	48	219	245	371	631
Финансови активи	393	111	4	0	0
Парични средства в брой	222	302	597	862	489
Задължения + Собствен капитал	1 577	2 382	3 367	4 379	4 889
Собствен капитал	1 087	2 254	3 246	3 881	4 106
Основен капитал	1 096	1 173	1 190	1 199	1 199
Резерви	363	1 093	1 277	2 160	2 160
Печалба	-372	-12	779	522	747
Задължения	490	128	121	498	783
Нетекущи пасиви	0	0	0	22	37
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	0	0	0	0	0
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	0	0	0	0	70
Текущи пасиви	490	114	108	257	294
Други задължения	0	14	19	155	327
Оборотен капитал	173	518	747	1 040	968
Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2006	2007	2008	2009	9M 2010
Нетна печалба	(341)	362	780	522	399
Амортизация	57	73	105	138	155
Промени в оборотния капитал	0	345	229	293	293
Други постъпления от оперативна дейност	332	(338)	(284)	(165)	(683)
Нетен поток от оперативна дейност	48	442	830	788	164
Покупка на дълготрайни активи	(378)	(841)	(874)	(622)	(589)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(62)	27	5	0	0
Нетен поток от инвестиционна дейност	(440)	(814)	(869)	(622)	(589)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	(139)	217	217	110	0
Постъпления/Плащания от заеми	0	0	47	4	70
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	547	235	70	(15)	(18)
Нетен паричен поток от финансова дейност	408	452	334	99	52
Изменения на паричните средства	16	80	295	265	(373)
Пар. средства в началото на периода	206	222	302	597	862
Пар. средства в края на периода	222	302	597	862	489
Пар. средства на акция:	0.20	0.26	0.50	0.72	0.41

Показатели	2006	2007	2008	2009	12М
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	-22.50	51.86	17.29	22.52	36.98
Счетоводна стойност (BV)	0.99	1.92	2.73	3.24	3.42
Цена/смет. стойност (P/B)	7.06	8.33	4.16	3.03	3.59
Приходи на акция	0.57	1.23	2.23	2.44	2.77
Цена/Приходи (P/S)	12.33	12.98	5.08	4.02	4.44
Цена/Паричен поток	-27.01	43.15	15.24	17.81	26.63
EV (в хил. лева)	7 450	18 470	12 892	10 893	14 334
EV/Приходи	11.98	12.77	4.86	3.72	4.31
EV/ЕБИТДА	-26.23	42.56	13.26	15.26	23.46
EV/ЕБИТ	-21.85	51.16	14.87	18.91	31.43
Ликвидност					
Текуща ликвидност	1.35	5.54	7.92	5.05	3.66
Бърза ликвидност	1.35	5.54	7.92	5.05	3.66
Дълг					
Дълг към активи	0.31	0.05	0.04	0.11	0.16
Interest coverage	n/a	n/a	n/a	192.00	76.00
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
Дълг/Собствен капитал	0.45	0.06	0.04	0.13	0.19
Активи					
Inventory turnover	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Days sales outstanding	28	55	33	46	68
Fixed asset turnover	0.68	0.83	1.06	0.95	0.94
Total asset turnover	0.39	0.61	0.79	0.67	0.68
Рентабилност					
Норма на печалба	-54.8%	25.0%	29.4%	17.8%	12.0%
ЕБИТДА норма	-45.7%	30.0%	36.6%	24.4%	18.4%
Basic earning power	-21.6%	15.2%	25.7%	13.2%	9.3%
Възвращаемост на активите	-21.6%	15.2%	23.2%	11.9%	8.2%
Възвращаемост на собствен капитал	-31.4%	16.1%	24.0%	13.5%	9.7%
Възвращаемост на инвестициите	-31.4%	16.1%	24.0%	13.4%	9.6%
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
Брой акции:					
	1 096 000	1 176 939	1 190 539	1 199 460	1 199 460
Цена в лв. - края на периода:					
	7	15.95	11.33	9.80	12.30
Паз. капитализация в края на периода (лв.)					
	7 672 000	18 772 177	13 488 807	11 754 708	14 753 358

Пояснения

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) ЕЛАНА Трейдинг е страна по споразумение с емитента за изготвяне на настоящия анализ; (2) Независимо от т. 1, анализът е изготвен напълно независимо и обективно.

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 обръщение на компанията, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компанията, освен ако не е изрично спомената.

Регулаторен орган: Комисия за финансов надзор, София 1303, улица Шар Планина 33

Разкриване 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 спомената друга. ЕЛАНА Трейдинг предприема необходимите организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликти на интереси във връзка с изготвяните препоръки.

Рискове за инвеститорите: Информацията в този документ не трябва да се разглежда като предложение за покупки или продажби на финансови инструменти. Инвестиционните възможности, дискутирани в този документ, може да не са подходящи за определени инвеститори в зависимост от техните инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на цялостното им финансово състояние. Рисковете свързани с инвестиции във финансовите инструменти, споменати в този документ, не са обяснени в тяхната цялост. Цената или стойността на инвестициите може да се понижи или покачи. Ценните книжа или инвестициите може да доведат до загуби за инвеститора. Предходно постижение не е гаранция за бъдещо представяне. Промени във валутните курсове може да имат неблагоприятен ефект върху стойността, цената или дохода от инвестиции в ценни книжа.

Методи за оценка: Оценките на стойността на компанията са базирани на следните методи: съотношения (цена/печалба, цена/счетоводна стойност, стойност на предприятието/печалба без данъци, амортизация и лихви), историческа оценка, сравнение с конкуренти, дисконтиране (дисконтиране на парични потоци или дивиденди) и методи за оценка на активите. Оценката зависи от 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 компанията, индустрията или държавата. 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 публикуването 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.