
Зърнени храни България

Основна информация

Зърнени храни България е създадена на основата на ДСО „Зърнени храни“, която е единствената структура в България за изкупуване, съхранение и търговия със зърнени култури до 1991 г. Моделът на Зърнени храни България покрива всички дейности от кредитирането на фермерите с пари, торове и препарати до създаването на краен продукт като бутилирани масла, маргарин и биодизел.

Собственик на мажоритарния пакет е Химимпорт, който е и продавач на предложените 42 696 400 акции в диапазона 4.40 лв. – 5.62 лв. (EUR 2.25 или EUR 2.875). Размерът на вторичното предлагане е 240 млн. лв. (EUR 123 млн.) при максималната цена. Очакваният free-float е 25% в случай на пълно записване на предложените акции. Поръчки от чуждестранни инвеститори ще се приемат в периода между 10 и 14 декември, докато за местни инвеститори ще е между 12-14 декември.

Цената ще се определи по метода бук-билдинг.

Бизнес описание

Зърнени храни България е най-големият купувач и търговец на зърно на територията на страната. Изкупеното количество зърно и маслодайни семена за сезон 2006 г./2007 г. е над 300 000 тона или близо 5% от общото земеделско производство. Очаква се приходите от търговия със зърно да формират 50% от общите приходи на компанията за следващите пет години. Компанията има четири основни дейности:

- търговия и съхранение на зърнени култури;
- търговия и съхранение на маслодайни култури;
- производство и търговия с растителни масла;
- широко разнообразие от спомагателни услуги.

Зърнени храни България покрива пълния цикъл от земеделско производство – от фермерите до крайния продукт. Общият капацитет на зърно съхранение е 700 000 тона, което е 35% от регистрираната вместимост на България. Дружеството притежава 18 зърнени бази, разположени в основни зърно производителни региони на страната и близо до главни експортни коридори. Логистиката е свързващо звено между всички компоненти в операционния модел на Зърнени храни България, което позволява намаляване на транспортните разходи и подпомага експортната експанзия. Компанията притежава 75% от пристанище Балчик и активно участва в изграждането на пристанище Леспорт.

Пазарна позиция

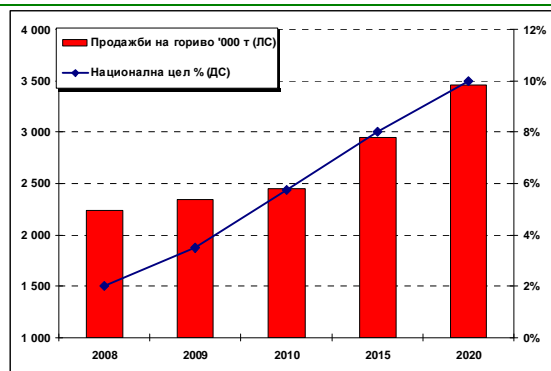
Няколко международни компании оперират в същата сфера като Зърнени храни България. Само една от тях – Бунге, притежава активи в страната, но прекратява дейността си в страната през 2007 г. Основни конкуренти в търговията със зърно в страната са Папас олио и Бисер олива. След започване на производството на биодизел, Зърнени храни България ще стане най-големия производител в страната. Капацитетът от 100 000 тона биодизел годишно представлява близо 60% от общия капацитет в България.

Географското разположение позволява на компанията да изкупува зърно и маслодайни култури в цялата страна, осигурява значително конкурентно предимство и намалява риска при лоша реколта в съответен регион.

Пазар на биодизел

Според Директива 2003/30 на ЕС, националните цели за използване на биогорива са:

- индикативна цел за използване на биогорива от 5.75% до 2010 г.
- задължителна минимална цел от 10% за всички държави-членки на ЕС за дела на биогоривата в общото потребление на петрол и дизелово гориво за транспорта в ЕС до 2020 г.



Източник: Министерство на земеделието

Общият енергиен баланс на страната започва да отчита потреблението на биодизел от 2006 г., когато са използвани 9 562 тона. В процес на изграждане са инсталации с капацитет на производството съответно:

- за биодизел – 415 000 тона до 2010 г.
- за биоетанол – 95 000 тона до 2010 г.

Въз основа на очакванията, че местното търсене няма да може да последва бързия ръст на производството на биодизел, Зърнени храни България предвижда износ на около 40% от производството си. Компанията вече води преговори с водещи дистрибутори на горива в региона (Лукойл, OMV, Шел, Ромпетрол и др.) и активно проучва възможностите за износ в ЕС. Бизнес плана за 2008 г. – 2012 г. на Зърнени храни България е изграден изцяло на база на земеделската реколта в страната. Въпреки това, реколтата за производство на биодизел и биоетанол не може да задоволи търсенето за постигането на планирания капацитет. Вносът на суровини ще затвори празнината между големия капацитет за производство на биодизел и местното производство на маслодайни култури. Растящите цени на маслодайните суровини са основен проблем за компании като Зърнени храни, които не произвеждат собствени суровини. Това може да се отрази в непълно използване на мощностите или в нерентабилно производство. Законовите изисквания в ЕС създават предпоставка за значително търсене на маслодайни култури, което повишава цените им. Това е и основният пазарен риск за Зърнени храни.

С оглед на увеличаване на достъпа до суровина, гъвкавост и намаляване на риска от местен провал на реколтата, бизнес стратегията на компанията предвижда разширяване на географския обхват на дейността и навлизане в съседните държави. Румъния, която произвежда близо два пъти повече земеделска продукция от България, предоставя значителни възможности за изкупуване и търговия. Значителна част от силозите на Зърнени храни са разположени близо до границата с Румъния и могат да съхраняват стока, изкупена в основния зърно производителен регион на Румъния – Северна Добруджа.

Предвиденото увеличение на двете реколти е в резултат на следните фактори :

- За България: 2.5% годишно увеличени на площите и 2% увеличение на добива;
- За Румъния: 2% увеличение на добива.

Увеличението на площите и повишеното използване на препарати на единица площ са в основата на предвидения ръст в производството на торове и препарати за периода 2008 г. – 2012 г. Приходите от продажба на торове и пестициди формират близо 5% от общите продажби.

Процедура на предлагане на акциите

Компанията ще предложи до 42 969 400 акции в диапазона между 4.40 лв. – 5.62 лв. Емисията ще бъде разпределена поравно между местните и чуждестранни инвеститори. Подаването на поръчки за чуждестранните участници е между 10 и 14 декември, а за местните участници е от 12 до 14 декември.

На проведената презентацията, от водещият мениджър на емисията Централна кооперативна банка обявиха препоръчителната структура на инвеститорите – половината от емисията да се разпредели на чуждестранни инвеститори, а другата половина на местни в съотношение 9:1 за институционални инвеститори и физически лица. Алокацията ще се определи според търсенето, като мениджърът си запазва възможностите за гъвкавост и постигане на различна структура на акционерите.

Презаписване

Презаписването ще зависи от интереса на чуждестранните институционални инвеститори. Местните спекуланти няма да могат да поемат цялата емисия, а институционалните инвеститори ще са предпазливи, след като направят оценка на Зърнени храни.

Финансово състояние и прогнози

Историческите данни от 2004 до първите девет месеца на 2007 г. са на база агрегираните показатели на осемте компании, които се сливат. Те изключват всички възможни печалби от сливането и съкръщаването на разходи. Очакваните продажби и печалби в Бизнесплана за 2008-2012 година са използвани при създаването на модела с дисконтирани парични потоци и за изчисляване на показателите за оценка.

'000 лева	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Продажби	42 081	56 279	119 743	124 512	285 733	446 365	597 623	693 360	756 800
Ръст		33,74%	112,77%	3,98%	129,5%	56,2%	33,9%	16,0%	9,1%
ЕБИТДА	12 295	13 093	25 689	16 560	27 926	39 607	51 828	68 523	83 649
ЕБИТДА Margin	29,2%	23,3%	21,5%	13,3%	9,8%	8,9%	8,7%	9,9%	11,1%
Амортизация	195	282	394	1 025	1 025	1 025	1 265	1 505	1 505
ЕБИТ	12 100	12 811	25 295	15 535	26 901	38 582	50 563	67 018	82 144
ЕБИТ Margin	28,8%	22,8%	21,1%	12,5%	9,4%	8,6%	8,5%	9,7%	10,9%
ЕВТ	9 722	10 470	24 637	12 966	24 163	34 753	47 393	63 095	77 615
Нетна печалба	9 558	10 522	24 442	12 273	21 746	31 278	42 653	56 785	69 853

Източник: Зърнени храни

Зърнени храни ще се стреми да увеличи бързо пазарния си дял във всички сектори. Търговията със зърно и маслодайни култури постепенно ще премине на заден план в структурата на приходите. Приходите от биодизел ще представляват 42% от общите продажби през 2012, докато приходите от зърно – 39%. Очакваната норма на печалба за двата сегмента е 13-14% за биодизел и 7-8% за търговията със зърно. Двете дейности ще зависят основно от цените на зърното. Сезонността при търговията със зърно показва значителни продажби през четвъртото тримесечие на годината, но постепенно ще намалява с увеличение на производството на биодизел.

'000 т	2008	2009	2010	2011	2012
Произход					
Маслодайни	205	290	360	450	520
% от реколтата	21%	27%	31%	35%	36%
Зърно	270	430	540	630	720
% от реколтата	5%	7%	9%	10%	11%
Продажби					
Биодизел	51	99	162	198	198
% пазарен дял	57%	58%	70%	66%	66%
Преработено олио	12	15	21	27	30
% пазарен дял	13%	17%	23%	30%	33%
Маслодайни	125	110	72	50	52
Зърно	240	410	510	610	720
Месо	-	55	134	123	157
Торове	20	30	40	50	60

Източник: Зърнени храни

Оценка според показатели

Индикативният ценови рејндж е от 4.40 до 5.62 лв. (2.25-2.875 евро). За целите на оценката на акциите ще използваме коефициентите на база последни 12 месеца и с очакваните финансови данни за 2007 и 2008 година. Оценката също включва сравнение с големи международни компании и модел на дисконтирани парични потоци според прогнозите на компанията.

Данни за последните 12 месеца

Индикативният ценови рејндж отговаря на пазарна капитализация между 750 и 960 милиона лева. Това е между 6 и 7 пъти над приходите за последните четири тримесечия. Компанията се предлага за продажба и при по-голямо съотношение цена/печалба (P/E) в сравнение със средното за българския пазар. Печалбата преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА) е малко по-висока от нетната печалба, поради ниския размер на разходите за лихви и амортизация. Стойността на предприятието (Enterprise Value (EV)) е основно формирана от очакваната пазарна капитализация. EV/ЕБИТДА в ценовия рејндж е между 28 и 34.

Прогнозни данни за 2007

Резултатите за последните 12 месеца (предходната таблица) са повлияни от силната нетна печалба в края на 2006. Очакванията за 2007 включват по-ниска нетна печалба. Това води до по-високи съотношения P/E и EV/ЕБИТДА с резултата за годината спрямо показателите за последните 12 месеца. В таблицата са направени малки промени в собствения капитал и EV, за да се отрази нетната печалба за годината. Независимо от това, компанията се предлага 50 пъти над ЕБИТДА, а всички коефициенти са много над средното за пазара. Очакваните приходи за 2007 също излизат по-ниски от изчислените за последните 12 месеца.

Прогнозни данни за 2008

Компанията разчита на сериозни инвестиции и нарастване на приходите и печалбата, затова от съществено значение е сравнението с прогнозите за следващата година. Именно тях считаме за много по-показателни. Очакваното нарастване на продажбите ще свали коефициента цена/продажби (P/S) до много по-приемливо ниво за пазара. Печалбата все още е недостатъчна, за да свали P/E до нивата на пазара, тъй като основен източник на приходи е търговията със зърно, където нормата на печалба е по-ниска.

Цена	4,40	5,62
Брой акции	170 785 600	170 785 600
Капитализация	751 456 640	959 815 072
Нетна печалба	25 644 000	25 644 000
P/E	29,30	37,43
Приходи	131 042 000	131 042 000
P/S	5,73	7,32
Собствен капитал	174 800 000	174 800 000
P/B	4,30	5,49
EV	841 194 640	1 049 553 072
ЕБИТДА	30 281 000	30 281 000
EV/ЕБИТДА	27,78	34,66
EV/Приходи	6,42	8,01
P/ЕБИТДА	24,82	31,70

Източник: Зърнени храни;

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цена	4,40	5,62
Брой акции	170 785 600	170 785 600
Капитализация	751 456 640	959 815 072
Нетна печалба	12 273 000	12 273 000
P/E	61,23	78,21
Приходи	124 512 000	124 512 000
P/S	6,04	7,71
Собствен капитал	180 724 000	180 724 000
P/B	4,16	5,31
EV	835 270 640	1 043 629 072
ЕБИТДА	16 560 000	16 560 000
EV/ЕБИТДА	50,44	63,02
EV/Приходи	6,71	8,38
P/ЕБИТДА	45,38	57,96

Източник: Зърнени храни;

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цена	4,40	5,62
Брой акции	170 785 600	170 785 600
Капитализация	751 456 640	959 815 072
Нетна печалба	21 746 000	21 746 000
P/E	34,56	44,14
Приходи	285 733 000	285 733 000
P/S	2,63	3,36
ЕБИТДА	27 926 000	27 926 000
P/ЕБИТДА	26,91	34,37

Източник: Зърнени храни;

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение с конкуренти

Повечето публични компании в *Хранително-вкусовата промишленост* се занимават с преработване и продажби на готова продукция. Зърнени храни не се занимава и с отглеждане на земеделска продукция и затова има много малко на брой конкуренти, с които може да се направи сравнение. В таблицата са представени две компании в тази сфера – Bunge и ConAgra Foods.

Производството на биодизел представлява част от дейността на Archer-Daniels-Midland, но пък компанията се занимава и с търговия със зърно, така че има близък профил със Зърнени храни. Нейната норма на печалба преди данъци и лихви е по-малка от заложеното в прогнозите на Зърнени храни, а освен това се търгува на значително по-ниски коефициенти. Българската компания планира значително увеличение на продажбите и печалбите си, затова не е коректно да се прави оценка при подобни коефициенти. Все пак, сравнението поставя два въпроса – ще може ли Зърнени храни да работи при такава норма на печалба и достатъчен ли е дисконта при публичното предлагане на акции.

Компания	Страна	P/B	P/S	P/E	Прогноза P/E 2007	Прогноза P/E 2008	EV/EBITDA	EBIT margin
Търговия със зърно								
Bunge	Бермуда	2,29	0,38	20,02	21,96	20,11	14,37	2,81
ConAgra Foods	САЩ	36,48	0,97	16,32	16,19	14,57	9,20	8,85
Биогорива								
Archer-Daniels-Midland	САЩ	2,06	0,50	10,90	13,94	12,31	10,34	4,35

Източник: "Reuters"

Оценка с дисконтиране на паричните потоци

Модела ни е базиран на очакванията на компанията за следващите пет години и постепенно намаление на темповете на растеж през останалия период. Нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация се подобрява от 9.8% през 2008 до 11.05% през 2012, поради нарастването на производствения капацитет в биогоривата и растящия пазарен дял в търговията със зърно. Използваме 11% рентабилност и 5.25% оборотен капитал спрямо продажбите във втората фаза. Големите инвестиции, които надхвърлят 130 милиона лева имат сравнително малък ефект върху прогнозираните от компанията разходи за амортизация. В модела те са увеличени до 0.4% от продажбите, като инвестиционните разходи съвпадат с амортизациите през втората фаза на модела. Към него е включен и анализ на чувствителността при темп на дългосрочен растеж между 1.5% и 3.5% и средно-претеглена цена на капитала (WACC) между 10% и 14%. Дисконтираните парични потоци показват цена между 1.84 и 4.35 лв. Това е значително под индикативния ценови реиндж.

Зърнени храни	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Terminal Year
лева'000											
ЕБИТ	26 901	38 582	50 563	67 018	82 144	86 638	92 703	98 265	103 179	107 306	109 988
ЕБИТ(1-T)	24 211	34 724	45 507	60 316	73 930	77 975	83 433	88 439	92 861	96 575	98 990
Add: D&A	1 025	1 025	1 265	1 505	1 505	3 269	3 498	3 708	3 894	4 049	4 151
Less: Investments	36 000	53 000	43 000	3 000	3 000	3 269	3 498	3 708	3 894	4 049	4 151
Less: Change NWC	2 601	-871	2 628	10 221	9 300	3 466	3 004	2 755	2 433	2 044	1 362
FCF	-13 365	-16 380	1 144	48 600	63 135	74 509	80 429	85 684	90 427	94 531	97 628
PV FCF	-11 933	-13 058	814	30 886	35 824	37 749	36 382	34 606	32 609	30 436	
Sum of PV FCF	214 316										
					Growth Rate						
PV of Continuing Value	330 879				SA	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
Total PV Free Cash Flows	545 195				10,0%	3,53	3,70	3,89	4,10	4,35	
Less: Outstanding Debt	83 447				11,0%	2,96	3,09	3,22	3,38	3,55	
PV of Equity	461 748				12,0%	2,51	2,60	2,70	2,82	2,94	
Брой акции	170 785 600				13,0%	2,14	2,21	2,29	2,37	2,46	
Цена на акция	2,70				14,0%	1,84	1,89	1,95	2,01	2,08	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценка

Оценката на акциите чрез средните стойности за ликвидни български компании и дисконтираните парични потоци е двойно по-ниска от индикативния ценови рейндж. При сравнение с международни конкуренти цената излиза дори по-ниска. Оценката не включва ефектите от синергия за групата Химимпорт.

Досега публични предлагания с индикативен ценови рейндж се осъществяваха успешно в границите на заложените цени.

Ценова цел

Публичното предлагане на Зърнени храни разчита основно на позитивните очаквания на пазара за значителен растеж на продажбите и на печалбата. Оценката ни показва значително по-ниска цена от индикативния рейндж и поради това не може да дадем ценова цел, базирана единствено на сравнение със средните коефициенти P/E или P/S или на дисконтираните очаквани парични потоци. Българският пазар е толерантен към бързо-растящи компании, но Зърнени храни трябва да надхвърли съществено прогнозите си, за да оправдае ръст на акциите и след публичното предлагане.

Компанията, освен това, ще развива една нова индустрия за България – биогорива, но без да си осигурява със собствено производство маслодайните семена. Капацитетът в производството на биогорива ще надхвърли бързо търсенето в България, като към рисковете ще се добави и недостатъчен вътрешен пазар и износ към конкурентни пазари.

Преди да определим ценови таргети е необходимо да се отчете презаписването (ако има такова) и цената на изпълнение. Вторичната търговия с акциите на холдинга ще започне преди края на годината, като ще е показателна за спекулативния и инвестиционен интерес. Няма съмнение, че акциите на Зърнени храни ще се търгуват на по-високи коефициенти спрямо средното за българските акции. Не изключваме възможността от краткосрочни спекулативни печалби след публичното предлагане, особено ако има презаписване. В дългосрочен план обаче, потенциалът за нарастване на цената изглежда силно ограничен предвид текущата оценка на акциите и очаквания голям фрий-флоут.

Метод	Стойност	Цена	Тегло
Коефициенти			
P/E - 2007	30	2,16	10%
forward P/E	25	3,18	10%
P/S - 2007	2	1,46	10%
forward P/S	1,5	2,51	10%
EV/EBITDA	12	0,67	10%
DCF		2,70	50%
Цена (лева)			2,35

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

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 инвестициите 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.

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