

---

**БГ Агро АД – публично предлагане**

---

**Основна информация**

БГ Агро АД е основана през 2007 г. в следствие на сливането на Булагро и Гифта. Компанията е с холдингова структура и обединява дружества, специализирани в земеделско производство, дистрибуцията на торове и препарати за растителна защита, както и съхранението, търговията и транспорта на селскостопанска продукция. Бизнес моделът на холдинговата компания включва всички аспекти на производството и търговия със зърнени храни и съпътстващите дейности в сектора.

БГ Агро ще предложи за продажба 6 053 616 съществуващи акции или 15% от капитала. Мениджърът на публичното предлагане има право да разпредели още до 2 017 872 акции /5% от капитала/ при заявен голям интерес от пазара. Препоръчителният ценови диапазон е 1.67 лв.- 2.28 лв. за акция, а методът на предлагане е бук-билдинг. Поръчки ще се приемат в периода 23-26 ноември, а акциите ще могат да се търгуват на вторичен пазар на 7 декември. Предлагането ще се счита за успешно, ако бъдат записани най-малко 4 035 744 акции. Предвижда се 30-дневен период на стабилизиране на цената и изкупуване на до 3% от капитала на компанията. Мажоритарните акционери няма да имат право да продават други акции в рамките на 90 дни след публичното предлагане.

Очакванията са около 60% от емисията да бъдат записани от дългосрочни инвеститори, а 40% от индивидуални инвеститори и фондове с по-краткосрочна стратегия.

**Бизнес описание**

Бизнесът на БГ Агро е специализиран в няколко направления:

- едро земеделско производство;
- търговия със зърнени храни и маслодайни култури;
- търговия с препарати за растителна защита и торове;
- съхранение и обработка на земеделска продукция;
- транспорт на товари, спедиция, морско агентирание и наемане на корабен тонаж за превози по море;
- инвестиции в пристанищна дейност;
- акредитирани лабораторни анализи на земеделската продукция.

Компанията обработва около 80 000 дка земеделски земи в около 30 селища, а общият капацитет на складовите ѝ бази е над 90 000 тона. БГ Агро има 7% дял в търговията със зърно, предназначено за износ.

**Дъщерни дружества на БГ Агро АД**

„БГ Агро земеделска компания“ – развива едро земеделие, като обработва към 80 000 дка земеделски земи;

„БГ Агро търговска компания“ – търговия и дистрибуция на торове

„БГ Агро складово стопанство“ - дружеството е собственик и оператор на търговските складови бази на структурата в гр. Варна, гр. Разград и гр. Вълчи дол

„БГ Агро растителна защита“ – с основен предмет на дейност търговия и дистрибуция на торове и препарати за растителна защита и финансиране на земеделски производители;

„Агри Лаб Контрол“ – акредитирани лабораторни анализи, качествен контрол на зърнени и маслодайни култури

„Канопус Процесинг“ - агентирание на кораби под чужд флаг, акостиращи в черноморските пристанища; чартиране и брокераж; спедиторски услуги; консултации

„Булпорт“ - инвестиции в пристанищна дейност

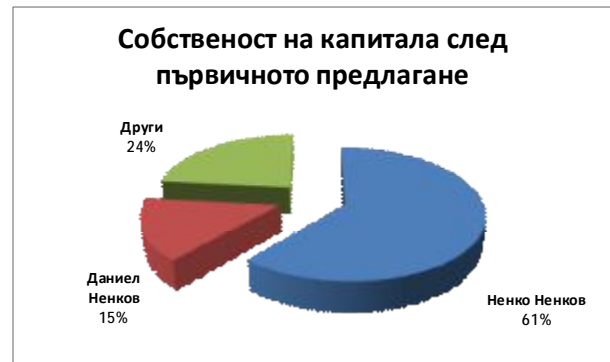
„БГ Агро – Мадара“

„БГ Агро – Шумен“

„БГ Агро – Абритус“

## Собственост

БГ Агро е семейна фирма –96.6% от капиталът ѝ е собственост на Ненко и Даниел Ненкови. Останалите 3.4% са притежание на мениджмънта на компанията, които са получавали възнаграждения и под формата на акции. След първичното предлагане структурата на собствеността ще се запази, но фрий-флоутът се очаква да нарасне до 23.4%. Процентът на свободно търгуваните акции може да нарасне до 30% през следващите няколко години.



Източник: БГ Агро

## Продажби

През последните години дялът на износа заема около 80% от общите продажби на компанията, като пшеницата формира 94.6% от експортния приход. В периода 1997–2000 г. БГ Агро заема първото място в класациите за обем на износа на зърнени храни като цяло и износ на хлебна пшеница в частност. Дружеството е водещо в износа на пшеница с около 20% дял от общия износ на хлебна пшеница за страната, с 25% дял сред големите износители. Основен пазар на компанията за полугодieto на 2009 г. е Турция, следвана от Италия, Испания и Кипър.

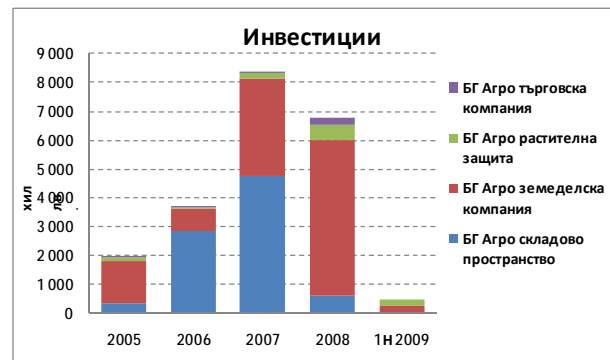


Източник: БГ Агро

Дистрибуцията на торове е съсредоточена в „БГ Агро търговска компания“, като основен доставчик е Агрополихим. Пазарният дял в дистрибуцията на торове в Североизточна България по данни на компанията, е 20%. За полугодieto на 2009 г. продажбите на торове са на стойност 6.4 млн. лв. при 7.4 млн. лв. за цялата 2008 г.

## Инвестиционна програма

В периода 2005-2009 г. инвестициите на дружеството са на стойност над 20 млн. лв. В процес на подготовка е проект за изграждане на силозна група от 4 силоза по 3 000 МТ вместимост всеки, с опция за увеличаване до 8 силоза както и 4 плоски склада на площ от 1 800 кв. м. в гр. Генерал Тошево. Складовият комплекс ще допълни и развие логистиката на компанията и ще я свърже с пристанище Констанца – Румъния. Към днешна дата реализацията на проекта е временно спряна поради икономическата криза. Част от капиталовите си разходи се покриват със средства от програмите на Европейския съюз. За период 2007-2008 г. получените субсидии са на стойност 1.35 млн. лв., а за 2008-2009 г. се очаква да достигнат 2.21 млн. лв.



Източник: БГ Агро

## Оценка

Публичното предлагане на акциите на БГ Агро ще се осъществи при цена на акция, която ще се определя от пазара. Препоръчителният ценови диапазон е 1.67-2.28 лв., но това не означава, че поръчки не може да се подават извън него. Нито, че предлагането може да не бъде осъществено, ако цената е извън диапазона. Поради тази причина акцентираме в оценката върху максимален брой алтернативи за определяне на цената. Анализът е базиран на сравнение с коефициентите за оценка на компании, които произвеждат агро-суровини, както и на дискотиране на паричните потоци и на дивидентите. Последният модел се използва много рядко, тъй като повечето компании не изплащат дивиденти у нас.

### Анализ на коефициентите за оценка

При анализа на коефициентите за оценка на БГ Агро използваме прогнозните данни на компанията за 2009 г. При тях се наблюдава подобрене на нормата на печалба, поради растящото собствено производство и сравнително непроменени продажби спрямо 2008 г. С тези данни се получават атрактивни коефициенти за оценка спрямо българския пазар, особено при Р/Е. Съотношението EV/EBITDA е чувствително към задълженията на компанията, които сезонно се покачват в края на септември спрямо средата на годината. В същото време вземанията и запасите растат с подобен процент, като коефициентът EV/EBITDA е много по-добър към юни. Дружеството не притежава голямата част от земеделската земя, която обработва, така че Р/В е по-висок от средното за България.

Коефициенти за оценка		
Брой акции	40 357 440	
Продажби	84 688 000	
ЕБИТДА	10 263 000	
ЕБИТ	8 613 000	
Нетна печалба	6 707 000	
Собствен капитал	50 604 000	
<b>Ценови рейндж</b>	1.67	2.28
Цена/Печалба (Р/Е)	10.05	13.72
Цена/смет. стойност (Р/В)	1.33	1.82
Цена/Приходи (Р/С)	0.80	1.09
EV (в хил. лева)	92 729 925	117 347 963
EV/Приходи	1.09	1.39
EV/ЕБИТДА	9.04	11.43

\*Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг  
Прогнозни данни за 2009 от БГ Агро

При използване на данните за последните 12 месеца се получават доста по-различни стойности на коефициентите за оценка. В частност, печалбата за четвъртото тримесечие на 2008 г. сваля резултата и допринася за Р/Е от 35. Друго изглаждане, което правим, е изваждането на малцинственото участие от финансовия резултат, което има голямо значение при формирането на печалбата.

Коефициенти за оценка (последни 12 месеца)		
Продажби	59 418 000	
ЕБИТДА	5 420 000	
Нетна печалба	1 912 000	
<b>Ценови рейндж</b>	1.67	2.28
Цена/Печалба (Р/Е)	35.25	48.12
Цена/Приходи (Р/С)	1.13	1.55
Р/ЕБИТДА	12.43	16.98

\*Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

### Сравнение с отрасъла

За сравнението с компаниите от сектора разглеждаме стойностите на основните показатели за Западна и Източна Европа. При тях се наблюдава значително разминаване, тъй като броят на компаниите от Източна Европа е много малък и на практика изкривява оценката. Поради тази причина сравнението е направено със 100 чуждестранни компании от сектора с подобни годишни приходи като БГ Агро. Използвани са медианите, а не средните стойности.

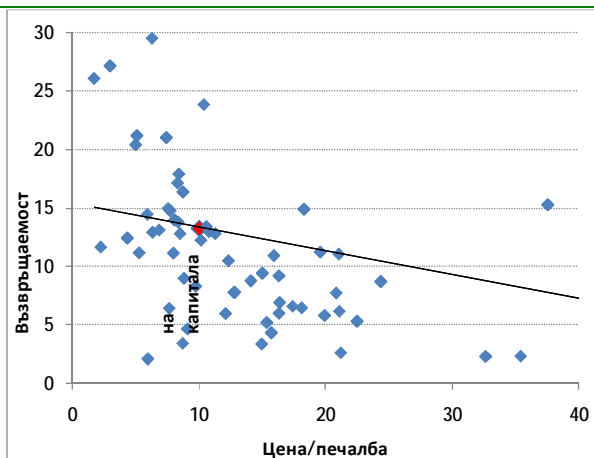
	Р/Е	Р/В	Р/С	EV/ЕБИТДА
Източна Европа	92.63	0.70	0.31	10.15
Западна Европа	16.20	1.32	1.10	9.01
Сектор свят	12.88	1.29	1.03	8.33

Източник: Bloomberg

## Сравнение с конкуренти според Р/Е и възвръщаемост на капитала

Прогнозните данни за тази година поставят акцията на сравнително атрактивно място според съотношението цена/печалба и възвръщаемост на капитала спрямо световните компании от този сектор. При изчисляването на Р/Е е използвана минималната цена от препоръчания диапазон. Графиката представя само компаниите, които имат положителни резултати. Средна или медиана на показателя Р/Е при изчисление на сравнението със сектора показват в действителност само най-успешните компании.

Другите две български компании в производството и търговията на зърнени храни имат по-високо Р/Е и по-ниска възвръщаемост на капитала.



Източник: Bloomberg

## Сравнителна оценка – конкуренти

При изчисление на сравнителната цена използваме прогнозите на БГ Агро за финансовия резултат през тази година, която носи голяма доза несигурност. Затова и тежестта на коефициента Р/Е е символична. EV/EBITDA е под влияние на сезонния ръст на задълженията, като с данните към средата или края на годината има потенциал за подобрение. Средно-претеглената цена на акция според този метод е 1.79 лв.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
Р/Е	12.88	2.14	10%
Р/В	1.29	1.61	30%
Р/С	1.03	2.16	30%
EV/EBITDA	8.33	1.49	30%
<b>Цена (лв.)</b>			<b>1.79</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Сравнение с български компании

Двете български компании, с които може да се направи сравнение на БГ Агро, са Зърнени храни България и Агрива. Те станаха публични след началото на кризата, което се отрази и на цените на акциите им.

БГ Агро има близки по размер продажби с Агрива и двойно по-ниски приходи спрямо Зърнени храни. Така цената на БГ Агро е сравнима със Зърнени храни, но е два пъти по-висока от Агрива. Ако заложената печалба за 2009 г. се постигне, БГ Агро ще има значително предимство и пред двете дружества.

Коефициенти за оценка	Зърнени храни	Агрива
Капитализация	126 039 773	31 280 000
Продажби	167 634 000	71 802 000
ЕБИТДА	23 110 000	7 804 000
Нетна печалба	8 081 000	1 682 000
Собствен капитал	192 926 000	39 405 000
Цена/Печалба (Р/Е)	15.60	18.60
Цена/смет. стойност (Р/В)	0.65	0.79
Цена/Приходи (Р/С)	0.75	0.44
EV (в хил. лева)	210 091 344	58 382 000
EV/Приходи	1.25	0.81
EV/ЕБИТДА	9.09	7.48

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на паричните потоци дава по-добра картина за цената, защото включва дългосрочното развитие на фирмата, нещо което не може да се даде от P/E или EV/EBITDA. Този метод обаче има няколко недостатъка – базиран е на прогнози за продажбите и нормата на печалба, а цената е много чувствителна на дисконтовия фактор и дългосрочния растеж.

Заложените резултати за следващите години са на база на прогнозите за 2009 г. За да намалим риска от неизпълнението им върху паричните потоци през следващите години, залагаме консервативни очаквания за дейността на компанията от 2010 г. Поради това и необходимите инвестиции са по-ниски, което обаче не води до надценяване на акцията, тъй като половината от направените вложения в капиталово оборудване се субсидират от европейски програми. В капиталовата структура се наблюдава финансиране на дългосрочните активи със собствен капитал и с увеличение на банковите заеми, включително и с краткосрочни кредити. Поради сезонността се получават значителни изменения при оборотния капитал. На практика БГ Агро поддържа повече краткосрочни задължения отколкото текущи активи.

Прогнозираният дългосрочен растеж е 3%, а средно-претеглената цена на капитала е 10%. Дисконтовият процент може да бъде по-висок, тъй като инвеститорите изискват голяма рискова премия. Представен е анализ на чувствителността. Цената на акция е между 1.63 лв. и 5.79 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 2.55 лв.

БГ Агро											Terminal
BGN'000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Year
EBIT	8 291	9 018	9 684	10 399	11 022	11 574	12 152	12 638	13 144	13 604	14 012
EBIT(1-T)	7 462	8 116	8 715	9 359	9 920	10 416	10 937	11 375	11 830	12 244	12 611
Add: D&A	1 956	2 254	2 490	2 749	2 914	3 060	3 213	3 341	3 475	3 596	3 704
Less: Investments	1 956	2 254	2 490	2 749	2 914	3 060	3 213	3 341	3 475	3 596	3 704
Less: Change NWC	1 433	1 491	1 885	1 018	1 195	1 330	1 463	838	901	940	169
FCF	6 029	6 625	6 830	8 341	8 725	9 086	9 474	10 536	10 929	11 303	12 442
PV FCF	5 481	5 475	5 131	5 697	5 418	5 129	4 862	4 915	4 635	4 358	
Sum of PV FCF	51 101										
PV of Continuing Value	68 526										
Total PV Free Cash Flows	119 627										
Less: Outstanding Debt	16 793										
Plus: Financial Assets	206										
PV of Equity	103 040										
Брой акции	40 357										
Цена на акция	2.55										
				WACC	SA	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	
					8.0%	3.01	3.35	3.84	4.57	5.79	
					9.0%	2.53	2.77	3.09	3.54	4.21	
					10.0%	2.16	2.33	2.55	2.85	3.26	
					11.0%	1.87	2.00	2.15	2.36	2.62	
					12.0%	1.63	1.73	1.84	1.99	2.17	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Дисконтиране на дивиденди

БГ Агро оповести намерения да изплаща редовно дивиденди, като със задържаната част от печалбата ще продължи с инвестиционната си политика. Тъй като в следващите четири години се планира удвояване на обработваемата площ, залагаме изплащане на дивидент в размер на 35% от нетната печалба. След този период в модела е прието плащане на 50% от печалбата на акция. Използвани са същите прогнози за приходите и печалбата, както в модела с дисконтирани парични потоци.

Справедливата цена на акция по модела с дисконтирани дивиденди е 1.27 лв.

## Оценка

Дисконтирането на дивидентите дава най-ниска цена на акция, като разминаването с дисконтираните парични потоци се дължи на сравнително ниския процент на плащане. Сравнението с показателите за оценка с компании от земеделското е близо до получената средно-претеглена стойност от 1.85 лв.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.79	50%
DDM	1.27	25%
DCF	2.55	25%
Цена (лв.)		1.85

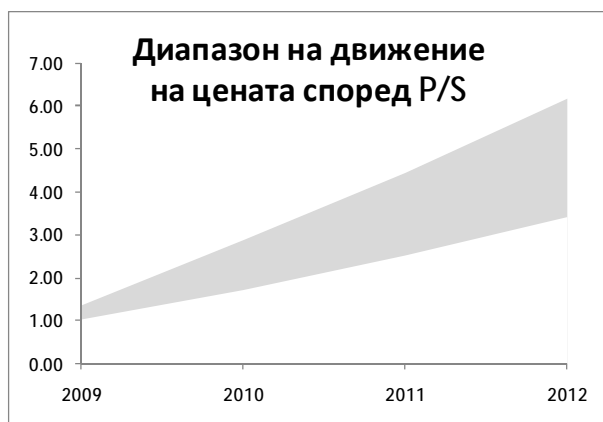
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Препоръка и ценова цел

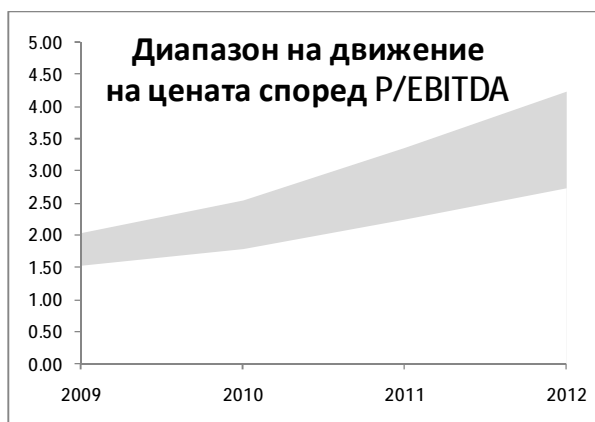
Алтернативен подход за определяне на прогнозата за цената и движението ѝ през следващите години е сравнението на показател като **ЕБИТДА** или приходите от продажби със стойностите, които бяха наблюдавани по време на възходящия пазарен цикъл. В момента може да изглежда недостижимо, но през 2007 г. българските акции се търгуваха на съотношения от 4 към продажбите и над 10 спрямо печалбата преди данъци, лихви и амортизация. Тези стойности се дължаха, както на очакванията за силен растеж, така и на ниската ликвидност на пазара.

Графиките представят цената на акция според очакваните нива на продажбите и на **ЕБИТДА**. Възстановяването на апетита към рискови активи е един от сценариите за развитие на пазарите, като в ценовите диапазони залагаме оптимистичен вариант, при който **P/S** се покачва над 2, а **P/ЕБИТДА** е между 9 и 12.

С тези коефициенти, които са само част от възможните сценарии за развитие на компанията и на пазара, се получават значителен диапазон на цената при възстановяване на борсата.



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Получената оценка от 1.85 лв. е близо до долната граница на ценовия диапазон за публичното предлагане на БГ Агро. Тя не включва евентуална премия за участие, която биха изискували инвеститорите в очакване на реалните резултати за 2009 г. Поради това смятаме, че интересът да бъде насочен към цени около и под 1.70 лв.

За определяне на препоръка за акциите на БГ Агро и ценова цел за 12 месеца напред трябва да се вземат предвид резултатите от публичното предлагане. Пазарът е достатъчно непредвидим, въпреки покачването от март досега. Записване на 6 милиона акции ще бъде успех и ще докаже, че инвеститорите виждат стойност в акциите на БГ Агро. В такъв случай може да очакваме акцията да достигне стойност от 2.55 лв. в рамките на няколко тримесечия, която отговаря на стойността според дисконтираните парични потоци.

**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](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](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)