



Цена на акцията на Неохим



- Приходите на Неохим намаляват с 3% на годишна база през третото тримесечие на 2013 г. От началото на годината има спад с 8.6% спрямо първите девет месеца на 2012 г. Най-силен ефект върху неконсолидираните резултати има второто тримесечие на тази година, когато се отчита най-големия спад на приходите.

- Компанията успява да подобри позициите си на вътрешния пазар, където увеличава продажбите си със 17.8% до 120 млн. лв. от началото на годината. Износът обаче отчита свиване до равнището от 69 млн. лв., спрямо 105 млн. през сравнителния период на 2012 г. Голямата част от това намаление идва от липсата на продажби за Северна Америка и от намалението с 23% на приходите от европейските пазари. Вероятната причина за свиването на износа на Неохим са ниските цени на природния газ в САЩ, благодарение на повишението на добива на шистов газ. Това прави българското производство прекалено скъпо за местния пазар.

- Разходите за материали намаляват с по-ниска степен, но това се компенсира от останалите категории в нормата на печалба за периода. Неохим има с 11% по-малки разходи за природен газ. От началото на годината има повишение на разходите за заплащане в предприятието. Амортизацията се запазва на равнищата от предишните тримесечия. Реализираният финансов резултат за 9 месеца е 4.018 млн. лв. преди облагане с данъци, като има намаление спрямо 4.6 млн. лв. за същия период на миналата година.

- Равнището на материалните запаси се запазва на същите нива като година по-рано, но компанията отчита значително по-високо незавършено производство за сметка на незначителните запаси от готова продукция. Това вероятно се дължи на сезонния производствен цикъл на дружеството. Вземанията на Неохим към свързани предприятия са високи, като повишението е от средата на тази година.

- Цената на акция на Неохим се покачи през второто и третото тримесечие с 60%. Този ръст е по-скоро пазарна реакция на влизането на компанията в индекса SOFIX, отколкото на положителна промяна във финансовите резултати на компанията. Покупките намаляха през последните три месеца.

Коефициенти за оценка

Таблица 1
**Сравнение
на коефици-
енти**

	2011	2012	12М
Последна цена	34.90	28.30	39.00
Брой акции	2 654 358	2 585 876	2 654 358
Капитализация	92 637 094	73 180 278	103 519 962
Нетна печалба	19 664 000	-9 434 000	-10 008 000
P/E - цена/печалба	4.71	-7.76	-10.34
Собствен капитал	112 511 000	102 280 000	105 868 000
P/B - цена/капитал	0.82	0.72	0.98
Продажби	284 309 000	253 055 000	234 832 000
P/S - цена/продажби	0.33	0.29	0.44
EV	79 329 494	117 010 094	96 785 278
EBITDA	32 399 000	1 564 000	1 896 000
EV/EBITDA	2.45	74.81	51.05
RoE	17.48%	-9.22%	-9.45%
RoA	12.08%	-5.41%	-5.90%

Източник: Неохим
Прогноза: ЕЛАНА Трейдинг

Резултатите на Неохим през последните две години показват влошаването на нормата на печалба и водят до отрицателна възвръщаемост на капитала в размер от 9%. Разликата с приходите през 2011 г. не е голяма, но има съществено нарастване на разходите за производството и дружеството не успява да подобри рентабилността си. Все още няма признаци за промяна на тази ситуация към печалба.

Сравнение със сходни компании

Негативният финансов резултат на дружеството за втора поредна година прави невъзможно акцията да се оценява според най-използваните коефициенти P/E и EV/EBITDA. Една трета от производителите на изкуствен тор, които използват за сравнението, работят на загуба. Използваме медианата от извадка с над 40 публични компании в сектора, като изключваме няколко дружества с нереалистични показатели за оценка.

Таблица 2
**Сравнение
със сходни
компани**

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Медиана	9.59	1.49	0.78	8.55
Капитализация	-90 502 975	152 351 379	196 752 034	-10 227 896
Цена	-34.10	57.40	74.12	-3.85
Тежест	20%	30%	30%	20%
Текуща цена		39.00		
Справедлива стойност		31.87		
Премия (отбив) от текущата цена		-18.29%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Не изключваме показателите, които са обвързани с финансовия резултат от изчисленията на справедливата цена според сравнението със сектора, но им даваме по-ниска тежест. Книжата на Неохим са подценени, когато се преоценяват спрямо собствения капитал и реализирания годишен оборот. Не може да се каже, че Неохим е надценена компания, защото малко подобрене на печалбата ще има силно отражение върху оценката.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва възможностите за растеж в бъдеще. Той е основан на стабилни темпове на повишение на приходите и на норма на печалба, която е близо до средното за последните години. Тези прогнозни данни не съвпадат с представянето на компанията, тъй като Неохим отчита на годишна база много динамично и различно представяне.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Неохим											Terminal
BGN'000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Year
ЕБИТ	8 148	9 126	8 605	9 336	9 990	10 589	11 118	11 674	12 200	12 688	13 132
ЕБИТ(1-Т)	7 334	8 214	7 744	8 402	8 991	9 530	10 007	10 507	10 980	11 419	11 819
Плюс: Амортизации	8 148	9 126	11 473	12 448	13 319	14 119	14 825	15 566	16 266	16 917	17 509
Минус: Инвестиции	8 148	9 126	10 039	12 448	13 319	14 119	14 825	15 566	16 266	16 917	17 509
Минус: Промяна об. капитал	-1 568	1 676	1 564	1 463	1 307	1 199	1 059	1 112	1 051	976	919
FCF	8 902	6 537	7 614	6 940	7 684	8 331	8 948	9 395	9 929	10 443	10 899
PV FCF	8 488	5 666	6 000	4 971	5 004	4 932	4 816	4 597	4 416	4 223	
Sum of PV FCF	53 113										
PV of Continuing Value	67 804										
Total PV Free Cash Flows	120 917										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	24 727				8.0%	47.02	53.78	58.29	63.93	80.84	
Плюс: Финансови активи	1 122				9.0%	38.83	43.26	46.07	49.45	58.75	
НС на капитала	97 312				10.0%	32.72	35.76	37.63	39.82	45.50	
Брой акции (хил.)	2 586				11.0%	27.98	30.15	31.45	32.94	36.67	
Цена на акция	37.63				12.0%	24.21	25.80	26.74	27.80	30.36	

Прогноза: ЕЛАНА Трейдинг

При изчисляването на справедливата стойност взимаме норма на печалба преди данъци, лихви и амортизация от 7%. Това е над средното за последните пет години, но трябва да се има предвид, че повечето от този период се характеризира с тежка икономическа криза или ниски цени на земеделската продукция. Съществено влияние оказва и промяната в конюнктурата на пазара на природен газ. Повишаването на приходите от продажби е 12% за следващата година, като прогресивно този процент намалява. При 10% средно-претеглена цена на капитала се получава справедлива стойност на акция от 37.63 лв.

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Моделът на дисконтираните парични потоци показва по-висока справедлива стойност на акция от сравнението с показателите. Това се дължи на положителните прогнозни данни за нормата на печалба, но все още няма признаци, че компанията започва да подобрява резултатите си. Поставяме ценова цел за 12 месеца, която е по-ниска от текущата пазарна цена, като не очакваме ръст, докато няма подобрене на пазарната конюнктура. Не очакваме и спад на цената, като акцията ще се представя по-слабо от средното за пазара при покачването му през следващата година.

Ценова цел:
ЗАДРЪЖ
37.63 лв.

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	9М 2013
Продажби	104 084	159 618	284 300	253 055	192 842
Продуктови разходи	97 133	144 981	229 764	229 291	161 522
Разходи за персонала	17 133	16 196	23 104	22 194	18 301
Нетен приход от финансова дейност	280	1 403	1 287	(6)	175
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	(9 902)	(156)	32 719	1 564	13 194
Амортизация	8 829	8 961	9 510	9 957	7 652
ЕБИТ	(18 731)	(9 117)	23 209	(8 393)	5 542
Разходи за лихви	1 058	1 725	1 041	1 041	1 524
Печалба преди данъци	(19 789)	(10 842)	22 168	(9 434)	4 018
Разходи за данъци	(1 940)	(1 062)	0	0	0
Печалба след данъци	(17 849)	(9 780)	22 168	(9 434)	4 018
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
Нетна печалба	(17 849)	(9 780)	22 168	(9 434)	4 018
Печалба на акция	(6.72)	(3.68)	8.35	(3.55)	1.51

Баланс (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	9М 2013
Общо активи	156 549	143 699	164 070	174 361	169 484
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	107 388	104 143	104 744	115 573	115 257
Дълготрайни материални активи	98 694	93 910	94 134	106 549	107 341
Инвестиции	4 159	4 159	4 159	4 242	4 242
Текущи активи	49 161	39 556	59 326	58 788	54 227
Запаси	33 817	23 398	32 798	33 811	33 584
Вземания	14 155	13 320	23 067	18 674	19 282
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	745	2 362	3 053	5 906	1 122
Задължения + Собствен капитал	156 549	143 699	164 070	174 361	169 484
Собствен капитал	102 647	92 867	115 035	102 280	105 868
Основен капитал	2 586	2 586	2 586	2 586	2 586
Резерви	(3 242)	(3 242)	(3 242)	(3 242)	(3 242)
Печалба	103 303	93 523	115 691	102 936	106 524
Задължения	53 902	50 832	49 035	72 081	63 616
Нетекучи пасиви	14 569	8 476	5 246	22 512	4 189
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	6 221	2 472	1 225	16 895	18 807
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	20 276	8 489	14 772	13 384	5 920
Текущи пасиви	(6 024)	33 867	29 017	36 185	34 700
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	34 909	(2 800)	15 537	9 219	13 607

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2009	2010	2011	2012	9М 2013
Нетна печалба	(17 849)	(9 780)	22 168	(9 434)	4 018
Амортизация	8 829	8 961	9 510	9 957	7 652
Промени в оборотния капитал	(23 040)	(37 709)	18 337	3 209	(6 340)
Други постъпления от оперативна дейност	9 145	65 083	(45 376)	7 452	5 901
Нетен поток от оперативна дейност	(22 915)	26 555	4 639	11 184	11 231
Покупка на дълготрайни активи	(4 615)	(3 714)	(8 096)	(22 106)	(7 401)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	0	97	0	0
Нетен поток от инвестиционна дейност	(4 615)	(3 714)	(7 999)	(20 236)	(7 391)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	21 689	(20 410)	4 186	12 462	(7 671)
Изплатени дивиденди	(31)	(1)	(4)	(333)	(3)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(764)	(813)	(131)	(224)	(950)
Нетен паричен поток от финансова дейност	20 894	(21 224)	4 051	11 905	(8 624)
Изменения на паричните средства	(6 636)	1 617	691	2 853	(4 784)
Пар. средства в началото на периода	7 381	745	2 362	3 053	5 906
Пар. средства в края на периода	745	2 362	3 053	5 906	1 122
Пар. средства на акция:	0.28	0.89	1.15	2.23	0.42

Брой акции:	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Цена в лв. - края на периода:	25.01	29.40	30.05	25.21	39.00
Паз. капитализация в края на периода (лв.)	66 385 494	78 038 125	79 763 458	66 916 365	103 519 962

Показатели	2009	2010	2011	2012	9М 2013
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	-3.72	-7.98	3.60	-7.09	-10.34
Счетоводна стойност (BV)	38.67	34.99	43.34	38.53	39.88
Цена/смет. стойност (P/B)	0.65	0.84	0.69	0.65	0.98
Приходи на акция	39.21	60.13	107.11	95.34	88.47
Цена/Приходи (P/S)	0.64	0.49	0.28	0.26	0.44
Цена/Паричен поток	-7.36	-95.28	2.52	127.95	631.22
EV (в хил. лева)	92 137	86 637	92 707	91 289	127 125
EV/Приходи	0.89	0.54	0.33	0.36	0.66
EV/ЕБИТДА	-9.30	-555.37	2.83	58.37	67.05
EV/ЕБИТ	-4.92	-9.50	3.99	-10.88	-15.36
Ликвидност					
Текуща ликвидност	3.45	0.93	1.35	1.19	1.33
Бърза ликвидност	1.08	0.38	0.61	0.50	0.51
Дълг					
Дълг към активи	0.34	0.35	0.30	0.41	0.38
Interest coverage	-17.70	-5.29	22.29	-8.06	-4.78
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.20	0.12	0.06	0.39	0.22
Дълг/Собствен капитал	0.53	0.55	0.43	0.70	0.60
Активи					
Inventory turnover	3.08	6.82	8.67	7.48	6.99
Days sales outstanding	49	30	29	27	30
Fixed asset turnover	0.97	1.53	2.71	2.19	2.04
Total asset turnover	0.66	1.11	1.73	1.45	1.39
Рентабилност					
Норма на печалба	-17.1%	-6.1%	7.8%	-3.7%	-4.3%
ЕБИТДА норма	-9.5%	-0.1%	11.5%	0.6%	0.8%
Basic earning power	-12.0%	-6.3%	14.1%	-4.8%	-4.9%
Възвращаемост на активите	-11.4%	-6.8%	13.5%	-5.4%	-5.9%
Възвращаемост на собствен капитал	-17.4%	-10.5%	19.3%	-9.2%	-9.5%
Възвращаемост на инвестициите	-14.5%	-9.4%	18.2%	-6.7%	-7.8%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	-	-	1.00%	1.59%	-
Дивидент на акция	-	-	0.30	0.40	-
Брой акции:					
	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Цена в лв. - края на периода:					
	25.01	29.40	30.05	25.21	39.00
Паз. капитализация в края на периода (лв.)					
	66 385 494	78 038 125	79 763 458	66 916 365	103 519 962

Пояснения:

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документи, 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

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 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:

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.

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Цачев

Телефон:
+359 2 810 00 23

E-mail:
tsachev@elana.net

Интернет:
www.elana.net

Bloomberg код: ELAN