



Цена на акцията на Неохим



• След две поредни слаби години, производителят на торове Неохим (ЗНВ) имаше блестящо представяне през 2011 г. По отношение на печалбата компанията отчете изключително силно първо тримесечие, което беше последвано от три тримесечия на печалба в рамките на 1.5 млн. лв. Годишният финансов резултат за 2011 г. е 22 млн. лв., в сравнение със загуба от 9.8 млн. лв. за 2010 г.

• Приходите за годината надминаха дори силната 2008 г. Само за последното тримесечие на 2011 г. приходите са на стойност 63.5 млн. лв. или със 7% нагоре на годишна база. С натрупване достигат 284.3 млн. лв. или 78% ръст на годишна база. Амониевият нитрат е основният продукт, формиращ приходите на компанията.

• Продажбите на местния пазар се увеличават, както на тримесечна база, така и на годишна. С натрупване достигат 157.8 млн. лв. при 84 млн. лв. година по-рано. Износът е с 44% дял в приходите на компанията. Продажбите извън страната са основно от европейски държави – 77.7 млн. лв. Приносът на Азия и Африка е 11% към общите приходи от продажби, а на страните в Северна Америка – 4.4%. Неохим отложи сезонната профилактика на мощностите поради увеличените поръчки.

• Неохим генерира 4.368 млн. лв. от продажба на 140 000 тона въглеродни емисии през годината, което подобри нормата на печалба извънредно. Средствата от продажбата на емисиите ще се използват за реализирането на проект за намаляване на емисиите при производството на азотна киселина. Дружеството ще инвестира в катализатор за очистка на диазотния оксид, който да намали количествата, изхвърляни в атмосферата с 80-90% спрямо текущите нива.

• Поради силната зависимост на бизнеса на компанията от външни фактори като – климат, цени на зърно, субсидии и задължнялост на кооперациите, мениджмънтът се въздържа от прогнози за 2012 г. Търговските вземания се увеличават към края на годината, въпреки че нарастването на приходите не е толкова голямо.

• Печалбата на акция е 8.35 лв. на база последните 12 месеца. Валутният риск остава значим фактор за нормата на печалба, тъй като спад на долара се отразява на износа. Загубата от курсови разлики за годината е в размер на 1.6 млн. лв. Разходите за природен газ нарастват значително на годишна база, като остават 75% от разходите за материали. Запасите са на стойност 32.8 млн. лв.

• Въпреки доброто представяне, акцията на компанията е с 10.6% понижение от началото на 2012 г. и с 12% спад на годишна база.

Коефициенти на оценка

Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2009	2010	2011
Последна цена	25.01	29.40	31.40
Брой акции	2 654 358	2 654 358	2 585 876
Капитализация	66 385 494	78 038 125	81 196 493
Нетна печалба	-19 789 000	-10 842 000	22 168 000
P/E - цена/печалба	-3.35	-7.20	3.66
Собствен капитал	102 647 000	92 867 000	115 035 000
P/B - цена/капитал	0.65	0.84	0.71
Продажби	104 084 000	159 618 000	284 300 000
P/S - цена/продажби	0.64	0.49	0.29
EV	92 137 494	86 637 125	127 178 493
ЕБИТДА	-7 962 000	906 000	29 881 000
EV/ЕБИТДА	-11.57	95.63	4.26
RoE	-19.28%	-11.67%	19.27%
RoA	-12.64%	-7.54%	12.55%

Източник: Неохим
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Използваме неконсолидираните резултати на Неохим за целите на оценката. Текущите данни отчитат значителното подобрене на печалбата, а собственият капитал отразява доброто състояние на компанията. Възвращаемостта на капитала е много висока. Нарастването на продажбите ще доведе до по-стабилни резултати в бъдеще, а оттам и до по-висока възвръщаемост.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Неохим с други производители на торове. Медианите и средните стойности на коефициентите дават значителна разлика в оценката. Поради това, използваме по-консервативния подход и взимаме предвид медианите на всеки показател.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	8.16	1.94	0.95	6.21
Капитализация	180 818 956	222 604 746	271 176 712	176 834 633
Цена	68.12	83.86	102.16	66.62
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		31.40		
Справедлива стойност		80.19		
Премия (отбив) от текущата цена		155.39%		

Източник: Блумбърг
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Подобрението на финансовите резултати на Неохим и промяната на медианата на показателите води до повишение на справедливата стойност на акция според сравнението с фирми от отрасъла. Книжата на българската компания продължават да се търгуват със значителен дисконт спрямо световните норми, което се дължи основно на два фактора. Първият е ниската ликвидност и кризата на БФБ, което води до подценяване на активите на българския пазар. Втората и по-важна е рязкото увеличение на продажбите, което е малко вероятно да се запази като темп през следващите години. Инвеститорите предпочитат да останат предпазливи по отношение на високата норма на възвръщаемост, тъй като тя е в силна зависимост от

цената на природния газ и добрата конюнктура на пазара на торове. Текущата цена на акция е двойно по-ниска от получената справедлива стойност. Неохим има предимство по всички показатели.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва бъдещите възможности за растеж. Кризата в търсенето от земеделските производители приключи и беше отчетено значително нарастване на продажбите на българския пазар. Основен риск пред Неохим остава цената на природния газ.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Неохим											Terminal
BGN'000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year
ЕБИТ	11 514	12 666	12 272	13 253	14 181	15 032	15 783	16 573	17 318	18 011	18 641
ЕБИТ(1-Т)	10 363	11 399	11 044	11 928	12 763	13 529	14 205	14 915	15 587	16 210	16 777
Плюс: Амортизации	8 955	9 851	12 272	13 253	14 181	15 032	15 783	16 573	17 318	18 011	18 641
Минус: Инвестиции	7 676	8 444	9 204	13 253	14 181	15 032	15 783	16 573	17 318	18 011	18 641
Минус: Промяна об. капитал	3 653	1 919	1 900	1 841	1 739	1 595	1 409	1 480	1 398	1 299	1 223
FCF	7 989	10 887	12 212	10 087	11 023	11 933	12 796	13 436	14 188	14 911	15 554
PV FCF	7 263	8 998	9 175	6 890	6 845	6 736	6 566	6 268	6 017	5 749	
Sum of PV FCF	70 506										
PV of Continuing Value	92 257										
Total PV Free Cash Flows	162 764										
Минус: Лихвоносен дълг	15 997										
Плюс: Финансови активи	3 053										
НС на капитала	149 820										
Брой акции (хил.)	2 586										
Цена на акция	57.94										
				WACC	Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
					8.0%	71.44	80.72	86.91	94.65	117.87	
					9.0%	59.88	65.93	69.78	74.40	87.10	
					10.0%	51.25	55.39	57.94	60.91	68.64	
					11.0%	44.57	47.51	49.27	51.29	56.33	
				12.0%	39.25	41.40	42.66	44.09	47.55		

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Прогнозите ни за запазване на растежа на приходите през второто тримесечие бяха потвърдени от значителното нарастване на продажбите и през периода на сезонна профилактика на производствените мощности. За тази година залагаме в модела намаление на приходите и влошаване на нормата на печалба, което да отрази поскъпването на природния газ. Това са консервативните ни прогнози, които отчитат и период на профилактика на производствените мощности. Очакваният спад на приходите е 10%, последвано от увеличение с 10%. Нормата на ЕБИТДА е намалена на 8%, за да се отчетат възможните рискове от повишаването на разходите за производство. Получената справедлива стойност на акция е 56.44 лв., което е по-ниско спрямо предишния анализ и отразява консервативни очаквания.

Препоръка и ценова цел

Сравнението със сходни компании, както и модела на дисконтираните парични потоци показват атрактивна оценка на Неохим. Въпреки това, както споменахме по-нагоре, цената на акцията остава под влияние на волатилните финансови резултати. Не на последно място тя е повлияна от изключително негативната конюнктура на капиталовия пазар у нас.

Даваме препоръка **КУПУВАЙ** на акцията при ценова цел 58 лв., която отразява по-ниската от стойностите на двата модела за оценка. Разликата с пазарната цена в момента е значителна, като стагнацията на БФБ прави малко вероятно достигането дори на по-ниската ценова цел при акциите на Неохим.

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2009	2010	9М 2010	9М 2011	2011
Продажби	104 084	159 618	100 386	220 770	284 300
Продуктови разходи	97 133	144 981	89 471	175 834	229 764
Разходи за персонала	17 133	16 196	11 678	16 217	23 104
Нетен приход от финансова дейност	280	1 403	953	(159)	1 287
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
ЕВИТДА	(9 902)	(156)	190	28 560	32 719
Амортизация	8 829	8 961	6 721	7 131	9 510
ЕВИТ	(18 731)	(9 117)	(6 531)	21 429	23 209
Разходи за лихви	1 058	1 725	1 467	847	1 041
Печалба преди данъци	(19 789)	(10 842)	(7 998)	20 582	22 168
Разходи за данъци	(1 940)	(1 062)	0	0	0
Печалба след данъци	(17 849)	(9 780)	(7 998)	20 582	22 168
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
Нетна печалба	(17 849)	(9 780)	(7 998)	20 582	22 168
Печалба на акция	(6.72)	(3.68)	(3.01)	7.75	8.35

Баланс (в хил. лв.)	2009	2010	9М 2010	9М 2011	2011
Общо активи	156 549	143 699	138 526	176 687	164 070
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	107 388	104 143	103 530	102 566	104 744
Дълготрайни материални активи	98 694	93 910	94 891	92 388	94 134
Инвестиции	4 159	4 159	4 154	4 154	4 159
Текущи активи	49 161	39 556	34 996	74 121	59 326
Запаси	33 817	23 398	22 116	31 455	32 798
Вземания	14 155	13 320	11 949	13 230	23 067
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	745	2 362	639	29 233	3 053
Задължения + Собствен капитал	156 549	143 699	138 526	176 687	164 070
Собствен капитал	102 647	92 867	94 649	113 449	115 035
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	103 303	93 523	115 691
Задължения	53 902	50 832	43 877	63 238	49 035
Нетекущи пасиви	14 569	8 476	14 891	9 064	5 246
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	6 221	2 472	6 627	3 060	1 225
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	20 276	8 489	0	4 947	14 772
Текущи пасиви	(6 024)	33 867	28 986	49 227	29 017
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	34 909	(2 800)	6 010	19 947	15 537

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2009	2010	9М 2010	9М 2011	2011
Нетна печалба	(17 849)	(9 780)	(7 998)	20 582	22 168
Амортизация	8 829	8 961	6 721	7 131	9 510
Промени в оборотния капитал	(23 040)	(37 709)	(28 899)	13 937	18 337
Други постъпления от оперативна дейност	9 145	65 083	53 921	(1 549)	(45 376)
Нетен поток от оперативна дейност	(22 915)	26 555	23 745	40 101	4 639
Покупка на дълготрайни активи	(4 615)	(3 714)	(1 187)	(5 106)	(8 096)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	0	457	0	97
Нетен поток от инвестиционна дейност	(4 615)	(3 714)	(730)	(5 014)	(7 999)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	21 689	(20 410)	(22 456)	(7 788)	4 186
Изплатени дивиденди	(31)	(1)	0	(3)	(4)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(764)	(813)	(665)	0	(131)
Нетен паричен поток от финансова дейност	20 894	(21 224)	(23 121)	(8 216)	4 051
Изменения на паричните средства	(6 636)	1 617	(106)	26 871	691
Пар. средства в началото на периода	7 381	745	745	2 362	2 362
Пар. средства в края на периода	745	2 362	639	29 233	3 053
Пар. средства на акция:	0.28	0.89	0.24	11.01	1.15

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	25.00	32.75	30.05
Паз. капитализация в края на периода (лв.)	66 385 494	78 038 125	66 358 950	86 930 225	79 763 458

Показатели	2009	2010	9М 2010	9М 2011	2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	-3.72	-7.98	-8.30	4.22	3.60
Счетоводна стойност (BV)	38.67	34.99	35.66	42.74	43.34
Цена/смет. стойност (P/B)	0.65	0.84	0.70	0.77	0.69
Приходи на акция	39.21	60.13	37.82	83.17	107.11
Цена/Приходи (P/S)	0.64	0.49	0.66	0.39	0.28
Цена/Паричен поток	-7.36	-95.28	-51.96	3.14	2.52
EV (в хил. лева)	92 137	86 637	72 347	65 704	92 707
EV/Приходи	0.89	0.54	0.72	0.30	0.33
EV/ЕВИТДА	-9.30	-555.37	380.77	2.30	2.83
EV/ЕВИТ	-4.92	-9.50	-11.08	3.07	3.99
Ликвидност					
Текуща ликвидност	3.45	0.93	1.21	1.37	1.35
Бърза ликвидност	1.08	0.38	0.44	0.79	0.61
Дълг					
Дълг към активи	0.34	0.35	0.32	0.36	0.30
Interest coverage	-17.70	-5.29	-4.45	25.30	22.29
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.20	0.12	0.23	0.11	0.06
Дълг/Собствен капитал	0.53	0.55	0.46	0.56	0.43
Активи					
Inventory turnover	3.08	6.82	4.54	7.02	8.67
Days sales outstanding	49	30	43	22	29
Fixed asset turnover	0.97	1.53	0.97	2.15	2.71
Total asset turnover	0.66	1.11	0.72	1.25	1.73
Рентабилност					
Норма на печалба	-17.1%	-6.1%	-8.0%	9.3%	7.8%
ЕВИТДА норма	-9.5%	-0.1%	0.2%	12.9%	11.5%
Basic earning power	-12.0%	-6.3%	-4.7%	12.1%	14.1%
Възвращаемост на активите	-11.4%	-6.8%	-5.8%	11.6%	13.5%
Възвращаемост на собствен капитал	-17.4%	-10.5%	-8.5%	18.1%	19.3%
Възвращаемост на инвестициите	-14.5%	-9.4%	-6.9%	16.4%	18.2%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	-	-	-	-	-
Дивидент на акция	-	-	-	-	-
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	25.00	32.75	30.05
Паз. капитализация в края на периода (лв.)					
	66 385 494	78 038 125	66 358 950	86 930 225	79 763 458

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 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: 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.

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Цачев
Тамара Бечева

Телефон:
+359 2 810 00 23
+359 2 810 00 27

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net