



Цена на акцията на Каолин



Четвъртото тримесечие на 2011 г. беше не по-различно от обичайното за сезона за Каолин (6K1). Загубата беше по-висока спрямо 4 тримесечие на 2010 г., въпреки че спадът на приходите беше незначителен. Отделянето на дъщерната компания СоларПро холдинг през 3 тримесечие на 2010 г. изкривява тримесечните данни, но консолидираните и неконсолидираните отчети показаха прираст на приходите за 2011 г. Периодът на растеж беше през първото тримесечие на миналата година. От тогава Каолин поддържа стабилни приходи.

Компанията обяви 4.88% ръст на неконсолидираните продажби, докато консолидираните добавиха 6.48%. Продуктите от стъкло и керамичната индустрия се увеличават, докато търсенето на строителни материали и варовик намаляват значително.

Нетната печалба за 2011 г. скочи с 14%. Всички основни групи разходи отчетоха повишение като процент от приходите в края на 2011 г. Подобрената доходност през второто и третото тримесечие допринесоха за по-големия ръст на нетната печалба.

Разходите за външни услуги, основно транспорт, се повишиха с над 50% от приходите и оказаха натиск на доходността. Каолин планира да прехвърли инфлационния натиск върху цената на крайния продукт, но не очакваме внезапно подобряване на нормата на печалба. Още повече, първото тримесечие е най-слабият период през годината, а в началото на 2012 г. рязко се влоши поради студеното време.

Отделянето на СоларПро холдинг през 3 тримесечие на 2010 г. се отрази в спад на вземанията на Каолин. Оборотният капитал падна над два пъти до 25 млн. лв. и остана без промяна от тогава. Коефициентът на текуща ликвидност падна до 1.40, но все още показва добро състояние на баланса на компанията.

Каолин е една от най-задължените фирми сред сините чипове, въпреки че съотношението й дълг към собствен капитал беше над 0.90 през последната година. Краткосрочните и дългосрочните задължения са разпределени по равно. Разходите за лихви представляват 3% от приходите за 2011 г.

Каолин повиши значително инвестициите си през последната година. Нетните покупки на компанията на машини и оборудване скочиха до 18.8 млн. лв., а част от тях са финансирани безвъзмездно по проекти на ЕС.

Акцията беше под постоянен натиск през втората половина на 2011 г. и изтри печалбите от предходните периоди. Основната причина беше общата слабост на пазара, тъй като финансовите резултати не се влошиха. Свиването на нормата на растеж на Каолин подсети пазара за чувствителния пазар на строителни материали, който е основен за компанията.

Оценка чрез коефициенти

Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2009	2010	2011
Последна цена	2.88	2.45	2.08
Брой акции	50 000 000	50 000 000	47 339 996
Капитализация	143 750 000	122 500 000	98 514 532
Нетна печалба	5 013 000	7 545 000	8 532 000
P/E - цена/печалба	28.68	16.24	11.55
Собствен капитал	106 798 000	79 650 000	84 798 000
P/B - цена/капитал	1.35	1.54	1.16
Продажби	126 423 000	141 344 000	164 784 000
P/S - цена/продажби	1.14	0.87	0.60
EV	233 282 000	192 256 000	170 738 532
EBITDA	24 575 000	27 542 000	26 779 000
EV/EBITDA	9.49	6.98	6.38
RoE	4.69%	9.47%	10.06%
RoA	1.88%	3.88%	4.08%

Източник: Каолин
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Каолин се търгува на най-ниските коефициенти за последните три години. В същото време компанията не се сблъска със сериозен спад на приходите и печалбата, но очакваме известно понижение на база последните 12 месеца, когато се включат и резултатите за 1 тримесечие на 2012 г. Цената на горивата имаше голям ефект върху доходността и Каолин има потенциал да подобри съотношението си цена/печалба в бъдеще, ако успее да повиши цената на продукцията си.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Каолин с компании, които произвеждат сходни материали и прибавяме акциите на компании от добивния сектор. Списъкът на сходните компании включва много компании от развиващи се държави, които нямат позитивни финансови резултати. Използваме медианата и даваме равно тегло на коефициентите.

Таблица 2
Сравнение
на
коефициенти

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Медиана	9.88	1.77	1.96	6.95
Капитализация	84 316 236	150 375 770	323 483 516	113 888 363
Цена	1.78	3.18	6.83	2.41
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		2.08		
Справедлива стойност		3.55		
Премия (отбив) от текущата цена		70.55%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Каолин е подценен, когато го сравняваме с три от четири коефициента. Печалбата на компанията е показател, че е над медианата на сходните компании, но разликата в цената не е значителна. Справедливата цена на Каолин е 3.55 лв. за акция и е над предишните ни изчисления от средата на 2011 г., поради по-високото съотношение цена/продажби в последния ни списък от компании. Въпреки това, медианата на цена/печалба и

EV/EBITDA паднаха и това предполага, че текущата цена е повлияна основно от доходността на компанията. Инвеститорите имат силно желание да видят подобрене на печалбата преди да закупят акции. Считаме, че Каолин е доста подценен спрямо сходните му компании.

Модел на дисконтираните парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци е метод, който включва бъдещите възможности за растеж. Нашите изчисления за базирани на нарастваща норма на ръст на приходите за следващите четири години и умерен спад от 2015 г. до дългосрочен темп на растеж от 3.5%. Икономическото забавяне в Европа имаше малък ефект върху приходите през втората половина на 2011 г.

Таблица 3, **Модел на дисконтираните парични потоци**

Каолин											Terminal
BGN'000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year
ЕБИТ	15 572	17 129	19 185	22 063	24 710	27 181	29 356	31 117	32 673	33 980	35 169
ЕБИТ(1-Т)	14 015	15 416	17 266	19 856	22 239	24 463	26 420	28 005	29 405	30 582	31 652
Плюс: Амортизации	14 707	16 178	18 119	20 837	23 337	25 671	27 725	29 388	30 858	32 092	33 215
Минус: Инвестиции	14 707	16 178	18 119	20 837	23 337	25 671	27 725	29 388	30 858	32 092	33 215
Минус: Промяна об. капитал	2 026	2 595	3 426	4 796	4 413	4 118	3 624	2 936	2 593	2 178	2 052
FCF	11 988	12 821	13 840	15 060	17 827	20 345	22 796	25 070	26 812	28 403	29 600
PV FCF	10 899	10 596	10 399	10 286	11 069	11 484	11 698	11 695	11 371	10 951	
Sum of PV FCF	110 447										
PV of Continuing Value	175 573										
Total PV Free Cash Flows	286 020										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	77 313				8.0%	5.85	6.81	7.46	8.26	10.67	
Плюс: Финансови активи	3 045				9.0%	4.66	5.29	5.69	6.17	7.49	
НС на капитала	211 752				10.0%	3.78	4.21	4.47	4.78	5.59	
Брой акции (хил.)	47 340				11.0%	3.10	3.40	3.59	3.80	4.32	
Цена на акция	4.47				12.0%	2.56	2.78	2.91	3.06	3.42	
					WACC						

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Намаляването на темпа на растеж през 2011 г. беше повлиян от отделянето на СоларПро холдинг. Въпреки това, с оглед на крехкото възстановяване на строителната индустрия в България, предпочитаме да бъдем по-консервативни в очакванията си. Това намалява прогнозирания растеж до 5% тази година. Нормата на EBITDA е по-висока поради текущите инвестиции и очакваме спад на натиска от цените на горивата. Амортизацията ще се повиши и ще ограничи подобрието на нормата на EBIT, за която сме заложили 9% вместо предишните 8.97%.

Изчислената справедлива цена на акция е 4.47 лв. или 115% над текущата пазарна цена. Разликата между двата метода за оценка е значителна, но може да бъде обяснена с ниските коефициенти на сходните компании и потенциала за растеж на Каолин. Основният риск за спад на нормата на EBITDA остава възможността за ръст в цената на горивата или спад на приходите.

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Нашата ценова цел е по-ниската от двата метода – 3.55 лв. за акция. Това е около 70% над текущата пазарна цена, което ще е голямо възстановяване, ако се случи в близко бъдеще. По-достижима цена е 3.00 лв. за акция, тъй като книгата бяха на това ниво преди 8 месеца. Текущата ликвидност е ниска, което може да подкрепи ръст по време на възход на пазара, както се е случвало и преди.

КУПУВАЙ

Ценова цел: 3.55 лв.

Нагоре: 70%

Каолин

Финансови резултати 2011

28 март 2012

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Продажби	117 729	143 036	135 610	154 072	164 784
Продуктови разходи	78 238	101 150	95 459	109 777	118 326
Разходи за персонала	14 671	18 548	16 438	17 190	18 262
Нетен приход от финансова дейност	4 124	1 244	712	356	(1 593)
Други приходи и разходи	2 004	150	150	81	176
ЕБИТДА	30 948	24 732	24 575	27 542	26 779
Амортизация	8 375	10 419	14 526	14 377	12 006
ЕБИТ	22 573	14 313	10 049	13 165	14 773
Разходи за лихви	1 559	2 482	3 337	4 245	4 144
Печалба преди данъци	21 014	11 831	6 712	8 920	10 629
Разходи за данъци	2 362	1 491	1 430	1 203	1 756
Печалба след данъци	18 652	10 340	5 282	7 717	8 873
Миноритарен дял	540	649	269	172	341
Нетна печалба	18 112	9 691	5 013	7 545	8 532
Печалба на акция	0.72	0.39	0.20	0.32	0.18

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Общо активи	154 125	224 307	266 846	194 280	209 160
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	64 764	126 353	146 539	106 167	116 653
Дълготрайни материални активи	55 962	110 041	127 758	89 967	101 423
Инвестиции	69	12	12	10	9
Текущи активи	89 361	97 954	120 307	88 113	92 507
Запаси	19 185	27 308	34 149	31 335	32 681
Вземания	32 212	48 341	58 228	45 301	48 955
Финансови активи	0	6	7	3 055	2 737
Парични средства в брой	33 394	19 790	25 494	5 652	5 089
Задължения + Собствен капитал	154 125	224 307	266 846	194 280	209 160
Собствен капитал	115 231	113 765	106 798	79 650	84 798
Основен капитал	25 000	25 000	25 000	23 670	47 340
Резерви	63 548	78 878	75 753	49 679	31 691
Печалба	26 683	9 887	6 045	6 301	5 767
Задължения	38 894	110 542	160 048	114 630	124 362
Нетекущи пасиви	3 981	5 401	5 483	4 486	5 754
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	39	52 516	74 274	38 988	40 931
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	10 294	20 203	40 752	36 420	36 382
Текущи пасиви	21 630	26 314	24 350	25 715	30 815
Други задължения	294	279	275	958	1 383
Оборотен капитал	57 437	51 437	55 205	25 978	25 310

Отчет на паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Нетна печалба	18 112	9 691	5 013	7 545	8 532
Амортизация	8 375	10 419	14 526	14 377	12 006
Промени в оборотния капитал	61 619	(6 000)	3 768	(29 227)	(668)
Други постъпления от оперативна дейност	(78 116)	(2 489)	(9 889)	14 006	10 088
Нетен поток от оперативна дейност	9 990	11 621	13 418	6 701	29 958
Покупка на дълготрайни активи	(24 365)	(58 952)	(33 358)	(8 822)	(18 823)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(2 299)	(12 710)	(847)	(10 022)	(1 333)
Нетен поток от инвестиционна дейност	(26 664)	(71 662)	(34 205)	(18 844)	(20 156)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	62 438	2 892	3 653	4 642	18
Постъпления/Плащания от заеми	(15 427)	52 559	29 185	(3 692)	(4 562)
Изплатени дивиденди	(5)	(7 396)	(3 705)	(3 877)	(3 814)
Други постъпления от инвестиционна дейност	270	(1 618)	(2 642)	(4 772)	(2 007)
Нетен паричен поток от финансова дейност	47 276	46 437	26 491	(7 699)	(10 365)
Изменения на паричните средства	30 602	(13 604)	5 704	(19 842)	(563)
Пар. средства в началото на периода	2 792	33 394	19 790	25 494	5 652
Пар. средства в края на периода	33 394	19 790	25 494	5 652	5 089
Пар. средства на акция:	1.34	0.79	1.02	0.24	0.11

Каолин

Финансови резултати 2011

28 март 2012

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	23.16	8.90	28.68	15.37	11.40
Счетоводна стойност (BV)	4.61	4.55	4.27	3.37	1.79
Цена/смет. стойност (P/B)	3.64	0.76	1.35	1.46	1.15
Приходи на акция	4.71	5.72	5.42	6.51	3.48
Цена/Приходи (P/S)	3.56	0.60	1.06	0.75	0.59
Цена/Паричен поток	15.84	4.29	7.36	5.29	4.74
EV (в лева)	396 439	139 179	233 282	185 739	169 508
EV/Приходи	3.37	0.97	1.72	1.21	1.03
EV/ЕБИТДА	12.81	5.63	9.49	6.74	6.33
EV/ЕБИТ	17.56	9.72	23.21	14.11	11.47
Ликвидност					
Текуща ликвидност	2.80	2.11	1.85	1.42	1.38
Бърза ликвидност	2.20	1.52	1.32	0.91	0.89
Дълг					
Дълг към активи	0.07	0.32	0.43	0.39	0.37
Interest coverage	14.48	5.77	3.01	3.10	3.56
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.46	0.70	0.49	0.48
Дълг/Собствен капитал	0.09	0.64	1.08	0.95	0.91
Активи					
Inventory turnover	6.14	5.24	3.97	4.92	5.04
Days sales outstanding	99	122	155	106	107
Fixed asset turnover	1.82	1.13	0.93	1.45	1.41
Total asset turnover	0.76	0.64	0.51	0.79	0.79
Рентабилност					
Profit margin on sales	15.4%	6.8%	3.7%	4.9%	5.2%
ЕБИТДА норма	26.3%	17.3%	18.1%	17.9%	16.3%
Basic earning power	14.6%	6.4%	3.8%	6.8%	7.1%
Възвращаемост на активите	11.8%	4.3%	1.9%	3.9%	4.1%
Възвращаемост на Собствен капитал	15.7%	8.5%	4.7%	9.5%	10.1%
Възвращаемост на инвестициите	15.2%	5.6%	2.7%	6.1%	6.5%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	1.70%	4.35%	2.61%	3.06%	-
Дивидент на акция	0.29	0.15	0.15	0.15	-
Брой акции:					
	25 000 000	25 000 000	25 000 000	23 669 998	47 339 996
Цена в лв- края на периода:					
	16.78	3.45	5.75	4.90	2.06
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	419 500 000	86 250 000	143 750 000	115 982 990	97 283 692

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