



Цена на акцията на Софарма



- Консолидираните приходи на Софарма се покачиха през последното тримесечие на 2011 г. до рекордна стойност от 180 млн. лв. Повишението на годишна база само за тримесечието е 12%, а нарастването за цялата 2011 г. е 7.7%. Неконсолидираните приходи, които включват производството на основните мощности на фармацевтичната група, бяха в размер на 60 млн. лв. през четвъртото тримесечие и надхвърлиха 231 млн. лв. за цялата година.

- В структурата на разходите на групата не се наблюдава съществена промяна през изминалата година. Разходите за материали отчитат плавно повишение до 14% от приходите, а разходите за труд се стабилизират на 10% към края на годината. Заплащането расте в неконсолидирания отчет, но това е обичайно в края на годината, когато се изплащат допълнителни възнаграждения. Лихвените разходи също не отчитат повишение като дял от приходите, но в неконсолидирания отчет се наблюдава съществено покачване на разходите за външни услуги в края на годината.

- Ръстът на заплащането е най-важния фактор с отражение върху крайния финансов резултат на Софарма през тримесечието, тъй като се запазва делът на разходите за лекарства в търговията на едро на 57% от консолидираните продажби. Във финансовите приходи и разходи няма съществена промяна през годината. Печалбата през четвъртото тримесечие скача благодарение на силното увеличение на приходите. Тя достига 9.4 млн. лв. или 116% повече спрямо последните три месеца на 2010 г. Това не успява да компенсира влошаването, което имаше през деветмесечието и като цяло печалбата на групата Софарма пада с 4.6% до 38.8 млн. лв. Печалбата на акция е 0.29 лв.

- Равнището на материалните запаси в консолидирания баланс на Софарма се покачва с протекане на годината, но остава значително под средното от 2007 г. досега. Вземанията се стабилизират на ниво от около 33% от активите на компанията.

- Задлъжнялостта на Софарма към банки надхвърля 175 млн. лв. Това е значително над средното за 2010 г., като компанията отчита и повишение на задълженията към доставчици.

- Акцията на Софарма също беше засегната от пазарната корекция през 2011 г. Листването на компанията на борсата във Варшава не доведе до активизиране на търговията на никой от двата пазара, така че още не може да се очаква бързо покачване на цената.

Коефициенти на оценка
Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2009	2010	2011
Последна цена	3.96	3.89	2.85
Брой акции	132 000 000	132 000 000	132 000 000
Капитализация	522 720 000	513 348 000	376 200 000
Нетна печалба	36 611 000	40 715 000	38 844 000
P/E - цена/печалба	14.28	12.61	9.68
Собствен капитал	257 543 000	298 232 000	321 690 000
P/B - цена/капитал	2.03	1.72	1.17
Продажби	503 983 000	603 062 000	649 572 000
P/S - цена/продажби	1.04	0.85	0.58
EV	625 987 000	613 926 000	519 117 000
EBITDA	67 945 000	71 180 000	70 328 000
EV/EBITDA	9.21	8.62	7.38
RoE	14.22%	13.65%	12.07%
RoA	6.78%	6.51%	5.68%

Източник: Софарма, консолидиран отчет
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Софарма е една от малкото български публични компании, която успя да запази висока норма на печалба през последните три години. Акции й обаче поевтиняха значително и в резултат на това Софарма се търгува на най-атраактивните си коефициенти за оценка за последното десетилетие. Нарастването на продажбите се дължи на консолидацията на търговията на едро, но по-важното е, че коефициентът цена/печалба е под десет. Взимайки предвид бизнес с нисък риск и със значително присъствие в бързо растящ регион като Източна Европа, това е изключително добра дългосрочна инвестиция.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Софарма с фармацевтични компании без да взимаме предвид детайли като региони или процент от приходите от търговия или производство на генерични лекарства. Извадката от компании е много голяма. 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/EBITDA
Медиана	13.60	1.76	1.47	8.71
Капитализация	528 278 400	566 891 447	952 746 740	469 844 394
Цена	4.00	4.29	7.22	3.56
Тежест	30%	30%	10%	30%
Текуща цена		2.85		
Справедлива стойност		4.28		
Премия (отбив) от текущата цена		50.13%		

Източник: Блумбърг
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценката чрез сравнение на финансовите показатели в сектора е направена при ниска тежест на цена/продажби, тъй като търговията на едро с лекарства вече заема голяма част от консолидираните приходи. Акцията на Софарма е подценена по всички показатели, а справедливата стойност по този метод за оценка е 4.28 лв.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва бъдещите възможности за растеж. Софарма има стабилно нарастване на приходите и отлична възвръщаемост, което означава, че прогнозните темпове на растеж са сравнително ниски спрямо обичайното за развиваща се икономика.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Софарма											Terminal	
BGN'000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year	
ЕБИТ	56 123	61 735	59 420	65 362	71 899	77 650	83 086	88 071	92 475	96 174	99 540	
ЕБИТ(1-Т)	50 511	55 562	53 478	58 826	64 709	69 885	74 777	79 264	83 227	86 556	89 586	
Плюс: Амортизации	21 046	23 151	25 466	28 012	30 814	33 279	35 608	37 745	39 632	41 217	42 660	
Минус: Инвестиции	21 046	23 151	25 466	28 012	30 814	33 279	35 608	37 745	39 632	41 217	42 660	
Минус: Промяна об. капитал	-737	10 523	11 575	12 733	14 006	12 325	11 648	10 682	9 436	7 926	7 465	
FCF	51 248	45 039	41 903	46 093	50 702	57 560	63 130	68 581	73 791	78 630	82 120	
PV FCF	46 589	37 222	31 482	31 482	31 482	32 491	32 396	31 994	31 295	30 315		
Sum of PV FCF	336 748											
PV of Continuing Value	487 091											
Total PV Free Cash Flows	823 839											
							Growth Rate					
							SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%
Минус: Лихвоносен дълг	175 294						8.0%	6.53	7.49	8.13	8.93	11.33
Плюс: Финансови активи	32 377						9.0%	5.35	5.97	6.37	6.85	8.16
НС на капитала	680 922						10.0%	4.47	4.89	5.16	5.47	6.27
Брой акции (хил.)	132 000						11.0%	3.79	4.09	4.27	4.48	5.00
Цена на акция	5.16						12.0%	3.25	3.47	3.60	3.75	4.10

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Ръстът на приходите на Софарма се забави през 2011 г. Залагаме сравнително слабо покачване от 8% през 2012 г. и период от четири години на среден ръст от 10%, който да отговаря на нарастване на разходите за здравеопазване в България и Източна Европа, благодарение на икономически растеж. Нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизации е намалена на 10% в дългосрочен период, също поради очаквано нарастване на дела на приходите от търговия с лекарства.

Получената справедлива стойност на акция е 5.16 лв., което също е значително над текущата пазарна цена на Софарма.

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Сравнението със сходни компании, както и моделът на дисконтираните парични потоци, показват атрактивна оценка на Софарма. Медийният шум около цените на лекарствата повлия негативно на акциите на компанията.

Ценова цел: Промени в ценообразуването на някои групи лекарства на българския болничен пазар са вероятни, но не очакваме това да доведе до влошаване на нормата на печалба на компанията. Конкуренцията е достатъчно голяма, за да не позволява монополни печалби.

Даваме препоръка **КУПУВАЙ** на акцията при ценова цел 4.28 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 през следващите 6 месеца.

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Продажби	362 382	462 508	503 983	603 062	649 572
Продуктови разходи	281 756	364 833	390 996	479 384	515 097
Разходи за персонала	33 724	47 162	46 990	51 547	65 200
Нетен приход от финансова дейност	1 202	(4 029)	1 919	259	614
Други приходи и разходи	278	(10)	29	790	439
ЕВИТДА	48 382	46 474	67 945	73 180	70 328
Амортизация	10 130	13 905	17 741	16 329	18 139
ЕВИТ	38 252	32 569	50 204	56 851	52 189
Разходи за лихви	6 910	10 206	8 427	7 961	8 608
Печалба преди данъци	31 342	22 363	41 777	48 890	43 581
Разходи за данъци	3 306	3 150	4 473	5 333	4 964
Печалба след данъци	28 036	19 213	37 304	43 557	38 617
Миноритарен дял	365	(296)	692	842	(227)
Нетна печалба	27 671	19 509	36 612	42 715	38 844
Печалба на акция	0.21	0.15	0.28	0.32	0.29

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Общо активи	428 412	475 877	540 158	625 190	683 362
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекущи активи	189 723	230 258	230 162	264 451	293 902
Дълготрайни материални активи	144 858	180 774	182 770	208 550	237 751
Инвестиции	34 273	19 317	24 170	20 927	20 043
Текущи активи	238 689	245 619	309 996	360 739	389 460
Запаси	83 259	106 078	111 251	111 685	126 247
Вземания	118 430	128 491	181 226	202 731	228 973
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	36 376	9 916	16 843	45 069	32 377
Задължения + Собствен капитал	428 412	475 877	540 158	625 190	683 362
Собствен капитал	216 907	217 208	257 543	298 232	321 690
Основен капитал	132 000	132 000	132 000	132 000	132 000
Резерви	35 347	25 803	88 932	124 146	150 846
Печалба	49 560	59 405	36 611	42 086	38 844
Задължения	211 505	258 669	282 615	326 958	361 672
Нетекущи пасиви	4 869	8 766	7 567	10 256	10 228
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	60 743	73 541	25 115	31 182	23 496
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	76 270	92 445	94 995	114 465	151 798
Текущи пасиви	56 521	61 503	126 860	122 008	131 694
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	105 898	91 671	88 141	124 266	105 968

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2007	2008	2009	2010	2011
Нетна печалба	27 671	19 509	36 612	42 715	38 844
Амортизация	10 130	13 905	17 741	16 329	18 139
Промени в оборотния капитал	3 185	(14 227)	(3 530)	36 125	(18 298)
Други постъпления от оперативна дейност	(14 540)	(22 235)	(18 506)	(28 072)	10 207
Нетен поток от оперативна дейност	26 446	(3 048)	32 317	67 097	48 892
Покупка на дълготрайни активи	(27 583)	(29 354)	(6 940)	(9 089)	(37 141)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(9 083)	(6 266)	(16 636)	(38 675)	(24 027)
Нетен поток от инвестиционна дейност	(36 666)	(35 620)	(23 576)	(47 764)	(61 168)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	3 107	0	0	(2 392)	(6 741)
Постъпления/Плащания от заеми	44 467	20 601	878	12 285	21 415
Изплатени дивиденди	(13 000)	(7 124)	(1 199)	(924)	(12 790)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(1 643)	(1 519)	(1 244)	(761)	(2 767)
Нетен паричен поток от финансова дейност	32 931	11 958	(1 565)	8 208	(883)
Изменения на паричните средства	22 711	(26 710)	7 176	27 541	(13 159)
Пар. средства в началото на периода	13 665	36 376	9 667	16 843	44 384
Пар. средства в края на периода	36 376	9 666	16 843	44 384	31 225
Пар. средства на акция:	0.28	0.07	0.13	0.34	0.24

Брой акции:	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000
Цена в лв- края на периода:	8.99	2.24	3.96	3.89	3.18
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	1 186 020 000	295 020 000	522 720 000	513 348 000	419 760 000

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	42.86	15.12	14.28	12.02	10.81
Счетоводна стойност (BV)	1.64	1.65	1.95	2.26	2.44
Цена/счет. стойност (P/B)	5.47	1.36	2.03	1.72	1.30
Приходи на акция	2.75	3.50	3.82	4.57	4.92
Цена/Приходи (P/S)	3.27	0.64	1.04	0.85	0.65
Цена/Паричен поток	31.38	8.83	9.62	8.69	7.37
EV (в лева)	1 286 657	451 090	625 987	613 926	562 677
EV/Приходи	3.55	0.98	1.24	1.02	0.87
EV/ЕБИТДА	26.59	9.71	9.21	8.39	8.00
EV/ЕБИТ	33.64	13.85	12.47	10.80	10.78
Ликвидност					
Текуща ликвидност	1.80	1.60	1.40	1.53	1.37
Бърза ликвидност	1.17	0.91	0.90	1.05	0.93
Дълг					
Дълг към активи	0.49	0.54	0.52	0.52	0.53
Interest coverage	5.54	3.19	5.96	7.14	6.06
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.30	0.38	0.13	0.14	0.10
Дълг/Собствен капитал	0.98	1.19	1.10	1.10	1.12
Активи					
Inventory turnover	4.35	4.36	4.53	5.40	5.15
Days sales outstanding	118	100	129	121	127
Fixed asset turnover	1.91	2.01	2.19	2.28	2.21
Total asset turnover	0.85	0.97	0.93	0.96	0.95
Рентабилност					
Profit margin on sales	7.6%	4.2%	7.3%	7.1%	6.0%
ЕБИТДА норма	13.4%	10.0%	13.5%	12.1%	10.8%
Basic earning power	8.9%	6.8%	9.3%	9.1%	7.6%
Възвращаемост на активите	6.5%	4.1%	6.8%	6.8%	5.7%
Възвращаемост на Собстен капитал	12.8%	9.0%	14.2%	14.3%	12.1%
Възвращаемост на инвестициите	9.8%	6.5%	12.6%	12.6%	10.9%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	0.51%	-	-	2.19%	-
Дивидент на акция	0.05	-	-	0.09	-
Брой акции:					
	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000	132 000 000
Цена в лв- края на периода:					
	8.99	2.24	3.96	3.89	3.18
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	1 186 020 000	295 020 000	522 720 000	513 348 000	419 760 000

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 Трејдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трејдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компаниите, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компаниите, 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 Трејдинг, 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 Трејдинг 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 Трејдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трејдинг 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 компаниите 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 компаниите, сектора, страната и глобалното развитие, като са сравнени с пазарните индекси. Препоръките и мненията отговарят на очакванията на ЕЛАНА Трејдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трејдинг 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