



Цена на акцията на Монбат



- През първото тримесечие приходите на Монбат АД останаха без промяна спрямо година назад, въпреки значителния спад в средната цена на оловото. Производствената цена на автомобилните акумулатори зависи основно от цената на оловото, която спадна с 20% в сравнение и миналогодишния си максимум.
- Резултатите през първото тримесечие са добри поради сезонния характер на пазара, но спадът в цената на оловото имаше негативен ефект върху печалбата през тази година. Спадът ѝ беше 20%, повлиян от увеличение на разходите за амортизация и лихви, както и от намалението на печалбата от валутни курсове през периода. Стойността на EBITDA маржина спадна до 16%.
- Забавянето в приходите в началото на годината се оказа с временен характер. Монбат не разкри причината за спада в продажбите си в Германия, Турция и Холандия. Той беше компенсирал от стабилно покочване на продажбите в Гърция и Франция. Чуждестранните приходи представляват 82.24% от общия им размер.
- Производството в Сърбия за периода намалено до 2.2 млн. лв. от 3.7 млн. лв. Спадът беше компенсирал от голямо увеличение в производството в Румъния, което скочи от първоначалните 2.9 млн. лв. до 13.5 млн. лв. за една година и отбеляза печалба от 1 млн. лв. за тримесечието. Компанията не разкри причините за спада на производство в Сърбия.
- Вземанията намалеха през последното тримесечие като следствие от по-ниските продажби. Монбат не изпитва проблеми със своите партньори и клиенти. Вземанията бяха 20% от активите на компанията, което е близо до средните стойности през последните три години. Компанията беляза спад в коефициента дълг/собствен капитал от 0.4 до 0.33, дължащ се на намаляване на банковите заеми. По-голямата част от дълговете са с краткосрочен падеж, но не се очаква компанията да има трудности с разсрочването им. Компанията преследва политика целяща увеличение на ливъриджа, като едновременно с това намалява броя на акциите в обръщение чрез обратно изкупуване.
- Акциите на Монбат АД паднаха драстично през май, тъй като се наблюдаваше ликвидация на портфейли. Обратното изкупуване на акции достигна 13% от обеитемте търгувани през месеца, което е значително по-ниско от нормалните нива и се дължи на голяма пакетна сделка в средата на май. Последвалият бърз спад беше с много малки обеми. Това предполага формиране на дъно около 4.00 лв. Пазарът беше разочарован от влошаващите се резултати за тримесечието, въпреки че ръководството очаква подобрение през второто тримесечие.

Коефициенти за оценка

Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2010	2011	12М
Последна цена	6.30	5.25	4.15
Брой акции	37 325 585	36 743 111	36 573 785
Капитализация	235 151 186	192 901 333	151 781 208
Нетна печалба	13 324 000	19 156 000	18 056 000
P/E - цена/печалба	17.65	10.07	8.41
Собствен капитал	126 426 000	135 063 000	137 427 000
P/B - цена/капитал	1.86	1.43	1.10
Продажби	160 994 000	182 078 000	182 415 000
P/S - цена/продажби	1.46	1.06	0.83
EV	269 610 186	237 018 333	194 394 208
ЕБИТДА	24 106 000	33 141 000	32 438 000
EV/ЕБИТДА	11.18	7.15	5.99
RoE	10.54%	14.18%	13.14%
RoA	7.18%	8.97%	8.69%

Източник: Монбат
Очаквания: ЕЛАНА Трейдинг

Броят на акциите в обръщение е коригиран в съответствие с последните данни от Монбат за обратното изкупуване. Коефициентите за оценка се подобряват, защото последния спад на цената компенсира временното влошаване на финансовите резултати. Показателите паднаха до нива, които не бяха достигани от години. Монбат е атрактивна акция с потенциал за развитие в дългосрочен план, поради повишената норма на печалба от заводите за рециклиране в Сърбия и Румъния. Основният риск остава икономическата криза в Европа, която имаше ефект върху печалбите.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Монбат с производители на стационарни и автомобилни акумулатори, въпреки че българската компания е и в бизнеса с рециклиране. Използваме медианата за всеки коефициент. Сравнението на компании от сектора показва по-ниски коефициенти, но тези резултати са несъпоставими, тъй като резултатите на Монбат зависят от цената на оловото и продуктите са ориентирани към вторичния пазар. Дружеството не доставя директно на производителите на автомобили, поради големите обеми и ниската норма на печалба.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	17.06	1.47	0.76	9.72
Капитализация	308 084 292	202 286 016	138 671 153	272 556 879
Цена	8.42	5.53	3.79	7.45
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		4.15		
Справедлива стойност		6.30		
Премия (отбив) от текущата цена		51.80%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Съпоставката със сектора на производство на автомобилни акумулатори показва по-високи стойности на показателите в сравнение с предишния отчет. Това по-вероятно се дължи на промяната в средните показатели в сектора, отколкото на увеличение в цените на акциите. Влошаване на фи-

нансовите резултати в сектора също би могло да бъде причина. В резултат на това, справедливата цена на Монбат се увеличава до 6.30 лв., което е 50% над текущата. Монбат е надценен по отношение на продажбите си, но взимайки предвид само печалбите, би трябвало да има по-висока цена. Това е следствие от факта, че рециклирането на олово подобрява значително нормата на печалба и е основната разлика между Монбат и другите производители. Акциите на Монбат се търгуват на добра цена и са подкрепени от нормата на печалба. Компанията ще разпредели до 35% от печалбата си като годишен дивидент.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва възможностите за растеж в бъдеще. Монбат не зависи от свития вътрешен пазар и експанзията в Сърбия и Румъния намалява зависимостта от ресурси.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Монбат												Terminal
<i>BGN'000</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year	
ЕБИТ	23 898	27 874	33 532	36 885	40 573	43 819	46 887	49 700	52 185	54 272	56 172	
ЕБИТ(1-Т)	21 508	25 087	30 179	33 196	36 516	39 437	42 198	44 730	46 966	48 845	50 555	
Плюс: Амортизации	10 515	11 356	12 719	13 991	15 390	16 621	17 785	18 852	19 794	20 586	21 307	
Минус: Инвестиции	12 427	13 421	15 031	16 535	18 188	19 643	21 018	22 279	23 393	24 329	21 307	
Минус: Промяна об. капитал	2 089	2 600	4 212	3 931	4 324	3 806	3 596	3 298	2 913	2 447	2 305	
FCF	17 507	20 422	23 654	26 721	29 393	32 610	35 368	38 004	40 454	42 655	48 250	
PV FCF	15 916	16 878	17 772	18 251	18 251	18 407	18 149	17 729	17 156	16 445		
Sum of PV FCF	174 955											
PV of Continuing Value	286 190											
Total PV Free Cash Flows	461 144											
											Growth Rate	
											SA	
Минус: Лихвоносен дълг	45 038										2.0%	
Плюс: Финансови активи	2 425										3.0%	
НС на капитала	418 531										3.5%	
Брой акции (хил.)	36 574										4.0%	
Цена на акция	11.44										5.0%	
											WACC	
											8.0%	
											9.0%	
											10.0%	
											11.0%	
											12.0%	

Очаквания: ЕЛАНА Трейдинг

Очакваните приходи за 2011 бяха по-оптимистични от действителните резултати. Данните за първото тримесечие също бяха разочаровани и въпреки че компанията успя да покаже добра доходност, очакваме ЕБИТДА нормата да се задържи на 18% през 2012 г. и постепенно да достигне 20%. Поради икономическата слабост в Европа очакваните темпове на растеж намаляват. Монбат инвестира в нови мощности, но приходите биха могли да се повишат по-бързо отколкото реалните обеми, ако цената на оловото се увеличи. Въпреки това, моделът на дисконтиран паричен поток използва по-високи нива на инвестициите, отколкото амортизации, за да осигури растеж на приходите в реални обеми. Справедливата цена е 11.44 лв. – значително по-висока от текущата пазарна цена поради стабилния растеж на печалбата преди данъци и лихви.

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Моделът на дисконтираните парични потоци показва атрактивна оценка на Монбат. Цената на акциите остава повлияна от кризата на пазара, както и от прекалено оптимистичните очаквания на инвеститорите. Трябва на се акцентира върху солидното повишение на печалбите от последната година, които намалиха стойността на P/E коефициента. Препоръката за покупка е базирана на очакваните ползи от стабилен и печеливш бизнес в дългосрочен план. Препоръчителната цена е BGN 6.30. Акциите търгувани на тези нива миналата година лесно биха могли да ги достигнат отново.

КУПУВАЙ

Ценова цел: 6.30 лв.

Нагоре: 50%

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	1Q 2012
Продажби	163 981	114 994	160 994	182 078	45 967
Продуктови разходи	117 093	80 959	124 818	134 173	35 102
Разходи за персонала	12 765	10 720	11 971	14 656	3 225
Нетен приход от финансова дейност	437	(275)	(99)	(116)	(188)
Други приходи и разходи	0	0	0	8	121
ЕВИТДА	34 560	23 040	24 106	33 141	7 573
Амортизация	4 108	4 796	6 111	8 718	2 527
ЕВИТ	30 452	18 244	17 995	24 423	5 046
Разходи за лихви	1 545	1 559	2 279	2 841	702
Печалба преди данъци	28 907	16 685	15 716	21 582	4 344
Разходи за данъци	3 157	1 921	2 544	2 529	451
Печалба след данъци	25 750	14 764	13 172	19 053	3 893
Миноритарен дял	86	96	(152)	(103)	0
Нетна печалба	25 664	14 668	13 324	19 156	3 893
Печалба на акция	0.66	0.39	0.36	0.52	0.11

Баланс (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	1Q 2012
Общо активи	154 721	184 815	199 717	213 441	207 898
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	89 491	99 333	114 187	125 569	124 697
Дълготрайни материални активи	88 923	98 596	110 739	121 918	120 904
Инвестиции	6	8	8	8	8
Текущи активи	65 230	85 482	85 530	87 872	83 201
Запаси	35 035	40 894	42 624	40 836	39 648
Вземания	25 176	38 367	40 972	42 735	40 825
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	4 634	5 840	1 634	4 108	2 425
Задължения + Собствен капитал	154 721	184 815	199 717	213 441	207 898
Собствен капитал	105 516	117 460	126 426	135 063	137 427
Основен капитал	38 533	37 950	37 326	36 858	36 665
Резерви	41 632	65 307	78 196	83 187	81 935
Печалба	25 351	14 203	10 904	15 018	18 827
Задължения	48 889	67 039	72 975	78 062	70 471
Нетекучи пасиви	5 106	4 358	4 747	18 181	21 107
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	21 447	22 195	17 647	13 461	12 451
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	8 848	18 104	28 104	40 286	32 587
Текущи пасиви	14 384	21 684	19 869	16 504	13 678
Други задължения	0	0	0	670	700
Оборотен капитал	41 998	45 694	37 557	31 082	36 936

Отчет на паричните потоци (в хил. лв.)	2008	2009	2010	2011	1Q 2012
Нетна печалба	25 664	14 668	13 324	19 156	3 893
Амортизация	4 108	4 796	6 111	8 718	2 527
Промени в оборотния капитал	(16 285)	3 696	(8 137)	(6 475)	5 854
Други постъпления от оперативна дейност	18 735	(9 502)	2 120	3 721	(3 584)
Нетен поток от оперативна дейност	32 222	13 658	13 418	25 120	8 690
Покупка на дълготрайни активи	(25 899)	(11 687)	(15 877)	(19 518)	(1 674)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(1 207)	(5 442)	(2 318)	(3 042)	(2 249)
Нетен поток от инвестиционна дейност	(27 106)	(17 129)	(18 195)	(22 560)	(3 923)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	(3 671)	(2 724)	(1 830)	(3 039)	(1 032)
Постъпления/Плащания от заеми	4 362	9 914	5 458	8 637	(8 707)
Изплатени дивиденди	(3 252)	(50)	(130)	(1 821)	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(3 855)	(2 463)	(2 927)	(3 863)	3 289
Нетен паричен поток от финансова дейност	(6 416)	4 677	571	(86)	(6 450)
Изменения на паричните средства	(1 300)	1 206	(4 206)	2 474	(1 683)
Пар. средства в началото на периода	5 934	4 634	5 840	1 634	4 108
Пар. средства в края на периода	4 634	5 840	1 634	4 108	2 425
Пар. средства на акция:	0.12	0.15	0.04	0.11	0.07

Брой акции:	39 000 000	37 949 857	37 325 585	37 095 139	36 573 785
Цена в лв- края на периода:	4.75	6.50	6.30	5.25	4.15
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	185 250 000	246 674 071	235 151 186	194 749 480	151 781 208

Показатели	2008	2009	2010	2011	1Q 2012
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	7.22	16.82	17.65	10.17	
Счетоводна стойност (BV)	2.71	3.10	3.39	3.64	
Цена/счет. стойност (P/B)	1.76	2.10	1.86	1.44	
Приходи на акция	4.20	3.03	4.31	4.91	
Цена/Приходи (P/S)	1.13	2.15	1.46	1.07	
Цена/Паричен поток	6.22	12.67	12.10	6.99	
EV (в лева)	210 911	281 133	279 268	244 388	
EV/Приходи	1.29	2.44	1.73	1.34	
EV/ЕБИТДА	6.10	12.20	11.59	7.37	
EV/ЕБИТ	6.93	15.41	15.52	10.01	
Ликвидност					
Текуща ликвидност	2.81	2.15	1.78	1.55	1.80
Бърза ликвидност	1.30	1.12	0.89	0.83	0.94
Дълг					
Дълг към активи	0.32	0.36	0.37	0.37	0.34
Interest coverage	19.71	11.70	7.90	8.60	7.19
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.25	0.23	0.18	0.23	0.24
Дълг/Собствен капитал	0.46	0.57	0.58	0.58	0.51
Активи					
Inventory turnover	4.68	2.81	3.78	4.46	
Days sales outstanding	55	120	92	84	
Fixed asset turnover	1.83	1.16	1.41	1.45	
Total asset turnover	1.06	0.62	0.81	0.85	
Рентабилност					
Profit margin on sales	15.7%	12.8%	8.3%	10.5%	8.5%
ЕБИТДА норма	21.1%	20.0%	15.0%	18.2%	16.5%
Basic earning power	19.7%	9.9%	9.0%	11.4%	2.4%
Възвращаемост на активите	16.6%	7.9%	6.7%	9.0%	1.9%
Възвращаемост на Собствен капитал	24.3%	12.5%	10.5%	14.2%	2.8%
Възвращаемост на инвестициите	19.4%	10.2%	9.0%	11.5%	2.3%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	3.75%	2.74%	2.78%	-	-
Дивидент на акция	0.18	0.18	0.18	-	-
Брой акции:					
	39 000 000	37 949 857	37 325 585	37 095 139	36 573 785
Цена в лв- края на периода:					
	4.75	6.50	6.30	5.25	4.15
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	185 250 000	246 674 071	235 151 186	194 749 480	151 781 208

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 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 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 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 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 Чачев
Тамара Бечева
Bloomberg код: ELAN

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