



EV/EBITDA	12.43	P/E	661.40
RoA	0.08%	P/S	0.45
RoE	0.12%	P/B	0.79

#### Цена на акцията на Орграхим



- Четвъртото тримесечие беше негативна изненада за производителя на бои Орграхим (**5ORG**), въпреки че представянето се дължеше и на сезонно слабите зимни месеци. Приходите паднаха с 27.7% в сравнение с последното тримесечие на 2009 г. и са на стойност 18.1 млн. лв. Това е и най-лошото представяне за последните 5 години за отчетения период. Нетната загуба беше с 20% по-висока на годишна база или 2.2 млн. лв., което изтри предходната печалба. Годишната приключи със скромна печалба от 65 000 лв.

- Общите приходи за 2010 г. паднаха с 10% до 95.7 млн. лв. Това е значително по-малко от 18.7%-тния спад през предходната година. Още повече, приходите през 2009 г. включват над 6 млн. лв. от други продажби – по-вероятно активи, след като компанията отчете разходи от обезценка на стойност 4 млн. лв. Еднократните ефекти са допринесли за по-малко от 1% към общите приходи за 2010 г.

- Износът расте 4.8% през 2010 г. и разликата с продажбите в страната продължи да се увеличава. Продажбите зад граница формират 60% от приходите за 2010 г. и вероятно компанията ще продължи да изнася, тъй като пазарът на недвижими имоти в България все още е в стагнация. Приходите от местния пазар през тримесечието са незначителни – 1.2 млн. лв.

- Орграхим успя да подобри доходността си въпреки спада на приходите. Промените в мениджмънта дадоха резултат, след като компанията предприе мерки по съкращаване на разходите, включително за труд с 21%. Амортизацията също значително намалю, но компанията не обяви причина за тези 3 млн. лв. пониски плащания. Нормата на EBITDA беше 11.04% през 2010 г.

- Банковите заеми са относително без промяна и Орграхим продължи да поддържа основно краткосрочни задължения към банки. Компанията обяви, че ефективната лихва нараства през последната година.

- Запасите и вземанията се повишиха през последната година с 14% въпреки по-ниските приходи. Те останаха значително под нивата си от 2007 г. и 2008 г., което е една от основните причини за намаляване на задълженията.

- Цената на акция се промени незначително по време на ръста на пазара от началото на годината. Местните инвеститори са в страни от позицията, поради липсата на възстановяване на приходите и основно поради търговото предложение от мажоритарния собственик, отправено миналата година.

**Оценка чрез коефициенти**

**Таблица 1**  
Сравнение на  
коефициенти

	2008	2009	2010
Последна цена	83.49	85.85	85.50
Брой акции	502 815	502 815	502 815
Капитализация	41 980 024	43 166 668	42 990 683
Нетна печалба	-3 531 000	-888 000	65 000
P/E - цена/печалба	-11.89	-48.61	661.40
Собствен капитал	65 600 000	54 733 000	54 754 000
P/B - цена/капитал	0.64	0.79	0.79
Продажби	130 801 000	106 334 000	95 718 000
P/S - цена/продажби	0.32	0.41	0.45
EV	62 931 000	59 321 000	58 994 000
EBITDA	3 456 000	6 255 000	4 748 000
EV/EBITDA	18.21	9.48	12.43
RoE	-5.38%	-1.62%	0.12%
RoA	-3.32%	-1.08%	0.08%

Източник: Орграхим  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Орграхим постепенно подобрява коефициентите си, но нетната печалба е под нивата, с които може да се свърже нормално съотношение цена/печалба. Въпреки това, EV/EBITDA от 12 не е необичайно за късна фаза на бичи пазар, но в момента е доста над средното за българските индустриални компании. Подобряване на съотношението е вероятно, но ще изисква допълнителен ръст на приходите включително от местния пазар. Подобрата печалба през изминалата година дойде от по-ниските разходи за труд и амортизация, което вероятно ще се запази. Това може да се види и във влошената EBITDA в сравнение с 2009 г.

P/S все още е ниско, докато цена към счетоводна стойност под 1 показва фокуса на пазара към доходността на компанията, а не към подценени активи. Само изненадващо повишаване на приходите може да отклони вниманието на инвеститорите към слабата доходност.

**Сравнение със сектора**

Сравняваме Орграхим с компании, които имат най-малко 50% дял на боите в приходите от продажби. Изключваме няколко дружества с екстремни коефициенти. P/S и EV/EBITDA имат най-голямо тегло в изчисленията, след като най-добре представят пазарната позиция и резултатите на компанията.

**Таблица 2**  
Сравнение  
със сходни ком-  
пании

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Средна	22.01	2.03	1.29	9.14
Капитализация	1 430 827	111 261 254	123 647 578	27 388 627
Цена	2.85	221.28	245.91	54.47
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		85.50		
Справедлива стойност		134.94		
Премия (отбив) от текущата цена		57.82%		

Източник: Блумбърг  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



**Финансови данни**

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010
<b>Продажби</b>	124 683	130 801	106 334	95 718
Продуктови разходи	101 421	114 622	90 541	83 620
Разходи за персонала	9 566	12 231	9 224	7 262
Нетен приход от финансова дейност	2 306	(588)	(484)	(114)
Други приходи и разходи	0	96	170	26
<b>ЕБИТДА</b>	16 002	3 456	6 255	4 748
Амортизация	4 310	5 984	6 433	3 412
<b>ЕБИТ</b>	11 692	(2 528)	(178)	1 336
Разходи за лихви	(1 592)	(1 319)	(1 057)	(1 041)
<b>Печалба преди данъци</b>	10 100	(3 847)	(1 235)	295
Разходи за данъци	3 838	(316)	(347)	230
<b>Печалба след данъци</b>	6 262	(3 531)	(888)	65
Миноритарен дял	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	6 262	(3 531)	(888)	65
<b>Печалба на акция</b>	12.45	(7.02)	(1.77)	0.13

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010
<b>Общо активи</b>	107 903	106 413	82 157	84 004
Невнесен капитал	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	76 026	77 196	61 436	60 576
Дълготрайни материални активи	75 373	76 358	61 116	60 152
Инвестиции	0	0	0	0
<b>Текущи активи</b>	31 877	29 217	20 721	23 428
Запаси	19 933	21 655	10 669	12 307
Вземания	11 322	5 882	8 143	9 306
Финансови активи	1	5	0	0
Парични средства в брой	460	1 544	1 824	1 724
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	107 903	106 413	82 157	84 004
<b>Собствен капитал</b>	69 131	65 600	54 733	54 754
Основен капитал	503	503	503	503
Резерви	62 568	69 332	54 883	52 948
Печалба	6 060	(4 235)	(653)	1 303
<b>Задължения</b>	38 772	40 813	27 424	29 250
Нетекущи пасиви	4 068	3 903	3 994	4 115
Дългосрочни задължения по получени банк. заем	18 964	16 267	10 743	3 128
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	5 298	6 228	7 236	14 600
Текущи пасиви	10 442	14 415	5 451	7 407
Други задължения	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	16 137	8 574	8 034	1 421

<b>Брой акции:</b>	502 815	502 815	502 815	502 815
<b>Цена в лв. - края на периода:</b>	644.08	83.49	85.85	85.50
<b>Паз. капитализация в края на периода (лв.)</b>	323 853 085	41 980 024	43 166 668	42 990 683

Отчет за паричните потоци (в хил. лв)	2007	2008	2009	2010
<b>Нетна печалба</b>	6 262	(3 531)	(888)	65
Амортизация	4 310	5 984	6 433	3 412
Промени в оборотния капитал	8 606	(7 563)	(540)	(6 613)
Други постъпления от оперативна дейност	(11 886)	10 978	(4 089)	4 214
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	7 292	5 868	916	1 078
Покупка на дълготрайни активи	(7 809)	(3 912)	3 880	(1 027)
Други постъпления от инвестиционна дейност	301	896	0	100
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(7 508)	(3 016)	3 880	(927)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	(4 667)	(1 768)	(4 516)	(251)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	0	0	0
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	(4 667)	(1 768)	(4 516)	(251)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(4 883)	1 084	280	(100)
Пар. средства в началото на периода	5 343	460	1 544	1 824
<b>Пар. средства в края на периода</b>	460	1 544	1 824	1 724
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.91	3.07	3.63	3.43

Financial and Performance Indicators	2007	2008	2009	2010
<b>Valuation Ratios</b>				
Price/Earnings (P/E)	51.72	-11.89	-48.61	661.40
Book Value (BV)	137.49	130.47	108.85	108.89
Price/Book (P/B)	4.68	0.64	0.79	0.79
Sales Per Share	247.97	260.14	211.48	190.36
Price/Sales (P/S)	2.60	0.32	0.41	0.45
Price/Cash per share	30.63	17.11	7.78	12.36
EV (in BGN)	347 655	62 931	59 322	58 995
EV/Sales	2.79	0.48	0.56	0.62
EV/EBITDA	21.73	18.21	9.48	12.43
EV/EBIT	29.73	-24.89	-333.27	44.16
<b>Liquidity</b>				
Current ratio	2.03	1.42	1.63	1.06
Quick ratio	0.76	0.37	0.79	0.51
<b>Debt Management</b>				
Debt to total assets	0.36	0.38	0.33	0.35
Interest coverage	-7.34	1.92	0.17	-1.28
LT Debt/Equity	0.33	0.31	0.27	0.13
Total Debt/Equity	0.56	0.62	0.50	0.53
<b>Asset Management</b>				
Inventory turnover	6.26	6.04	9.97	7.78
Days sales outstanding	33	16	28	35
Fixed asset turnover	1.64	1.69	1.73	1.58
Total asset turnover	1.16	1.23	1.29	1.14
<b>Profitability</b>				
Profit margin on sales	5.0%	-2.7%	-0.8%	0.1%
EBITDA margin	12.8%	2.6%	5.9%	5.0%
Basic earning power	10.8%	-2.4%	-0.2%	1.6%
Return on assets	5.8%	-3.3%	-1.1%	0.1%
Return on equity	9.1%	-5.4%	-1.6%	0.1%
Return on investments	6.8%	-4.1%	-1.3%	0.1%
<b>Dividend Information</b>				
Dividend Yield	0.00%	0.00%	0.00%	-
Dividend per share	0.00	0.00	0.00	-

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 анализирания компаниите. 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 компаниите, 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 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. Оценка, 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 публикуваната препоръката за български акции е следното:

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
<b>Негативна</b>	Повече от 5% по-слабо представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

**Честота на препоръките:** Няма предварително разписания за публикуваната препоръка. 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](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

**Интернет:**  
[www.elana.net](http://www.elana.net)  
[www.elana.net](http://www.elana.net)