



EV/EBITDA	5.01	P/E	45.67
RoA	1.5%	P/S	0.58
RoE	2.1%	P/B	0.94

Цена на акцията на Неохим



- Българският производител на торове Неохим (ЗНВ) изненада с печалба за второто тримесечие на 2011 г., след като компанията отчиташе нетна загуба за същия период на последните две години. Резултатът не последва силната печалба за 1 тримесечие, но сезонният фактор оказва голямо значение, тъй като повечето приходи на компанията се генерират през пролетта.

- Приходите скочиха на годишна база до 163.7 млн. лв. На тримесечна база, продажбите отбелязаха сериозен ръст до 74.7 млн. лв. в сравнение с 16.6 млн. лв. за 2 тримесечие на 2010 г.

- Продажбите на местния пазар намаляха през второто тримесечие, докато износът се покачи до 47.8 млн. лв. Приходите извън страната са основно от европейски държави – 46 млн. лв. спрямо 17 млн. лв. за същия период на миналата година. Продажбите в Азия и Африка добавят 37% към общата сума. Изпълнителният директор на компанията обяви, че ще отложат сезонната профилактика на мощностите за по-късен етап поради много поръчки през тримесечието.

- Местният пазар е голяма изненада, след като приносят му за миналата година беше скромнен. Цената на селскостопанската продукция удари дъното си и търсенето на торове беше ограничено и от свиването на кредитирането. Резултатите на Неохим доказват, че бизнес климатът в земеделието се подобрява значително.

- Неохим генерира над 2 млн. лв. от продажба на въглеродни емисии през първото тримесечие, което подобри доходността. В отчета за полугодие приходите от други дейности са на стойност 4.8 млн. лв., което може да е поради продажба на още 100 000 тона емисии на стойност 3.5 млн. лв.

- Печалбата на акция е 4.06 лв. на ttm-база, поради слабите резултати за миналата година. Валутният риск остава значим фактор за нормата на печалба, след като спад на долара може да намали износа. Към момента, силното евро подкрепя цените на природния газ за местните компании. Разходите за природен газ нарастват с 95% на годишна база, но остават 75% от разходите за материали. Запасите се покачват с 21% на годишна база.

- Отчетът не повлия на акцията на Неохим. Позицията добави 35% от началото на годината.

Оценка на коефициенти

Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2009	2010	1H 2011
Последна цена	25.01	29.40	39.80
Брой акции	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Капитализация	66 385 494	78 038 125	105 643 448
Нетна печалба	-19 789 000	-10 842 000	10 784 000
P/E - цена/печалба	-3.35	-7.20	9.80
Собствен капитал	102 647 000	92 867 000	111 939 000
P/B - цена/капитал	0.65	0.84	0.94
Продажби	104 084 000	159 618 000	236 531 000
P/S - цена/продажби	0.64	0.49	0.45
EV	92 137 494	86 637 125	122 060 448
ЕБИТДА	-7 962 000	906 000	24 370 000
EV/ЕБИТДА	-11.57	95.63	5.01
RoE	-19.28%	-11.67%	9.63%
RoA	-12.64%	-7.54%	7.07%

Източник: Неохим
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Използваме неконсолидираните резултати на Неохим за целите на оценката. Текущите данни показват подобрене на печалбата, а собственият капитал скача значително поради позитивното представяне на компанията. Продажбите продължават да се покачват като отчитат втория си най-добър резултат за това време на годината от 2006 г. Възвращаемостта на капитала мина на позитивна територия, благодарение на отчетената печалба. Големият ръст на продажбите и обявеното нарастване на поръчките ще доведе до много по-стабилни резултати в бъдеще, а оттам и до по-висока доходност.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Неохим с други производители на торове. Разликата между медианата и средното за коефициентите им е значителна. Поради това, използваме по-консервативния подход и взимаме предвид медианата.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	9.89	1.92	1.19	7.39
Капитализация	106 674 153	214 563 668	281 909 591	171 209 142
Цена	40.19	80.83	106.21	64.50
Тежест	25%	25%	20%	30%
Текуща цена		39.80		
Справедлива стойност		70.85		
Премия (отбив) от текущата цена		78.01%		

Източник: Неохим
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Неохим е подценен по отношение на съотношенията P/E и P/B. Сменихме теглата на двата показателя в сравнение с предходния анализ, поради волатилния характер на приходите. Най-голяма тежест все още има EV/ЕБИТДА. Пазарът е във фаза на изчакване и позицията не успя да получи подкрепа след отчета за полугодieto. Акцията се търгува с отбив спрямо получената справедлива цена и има потенциал за растеж.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва бъдещите възможности за растеж. Нашият анализ се базира на умерен ръст и норма на печалба, близка до средното за последните 5 години с уточнението, че кризата в селскостопанския сектор беше изключително силна и пазарът на торове се стабилизира.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Неохим	Terminal										
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	17 957	14 366	15 802	17 224	18 602	19 904	21 099	22 154	23 151	24 077	24 919
ЕБИТ(1-Т)	16 161	12 929	14 222	15 502	16 742	17 914	18 989	19 938	20 836	21 669	22 427
Плюс: Амортизации	11 971	14 366	15 802	17 224	18 602	19 904	21 099	22 154	23 151	24 077	24 919
Минус: Инвестиции	11 971	14 366	15 802	17 224	18 602	19 904	21 099	22 154	23 151	24 077	24 919
Минус: Промяна об. капитал	8 329	9 577	5 746	5 689	5 512	5 209	4 777	4 220	3 988	3 704	3 489
FCF	7 832	3 352	8 476	9 813	11 230	12 705	14 212	15 719	16 848	17 965	18 939
PV FCF	7 467	2 905	6 679	7 030	7 313	7 522	7 649	7 691	7 494	7 264	
Sum of PV FCF	69 014										
PV of Continuing Value	117 816										
Total PV Free Cash Flows	186 831										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	11 072				8.0%	82.60	94.05	101.68	111.22	139.84	
Плюс: Финансови активи	2 261				9.0%	68.92	76.42	81.18	86.90	102.64	
НС на капитала	178 020				10.0%	58.74	63.90	67.07	70.77	80.38	
Брой акции (хил.)	2 654				11.0%	50.89	54.57	56.78	59.30	65.60	
Цена на акция	67.07				12.0%	44.67	47.37	48.96	50.75	55.09	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Подобрихме нормата на ЕБИТДА до 12.5% поради позитивните финансови резултати за първото тримесечие на годината. Също така използвахме по-висока норма на растеж за продажбите - 50% за 2011 г. и 20% за 2012 г., поради повишените поръчки на компанията и сериозния ръст на приходите. Въпреки това, разходите за производство се увеличават в глобален мащаб, както и цената на хранителните продукти, която има отношение към доходността. Изчислената справедлива цена е 67.07 лв. за акция, което е 69% над текущата пазарна.

Препоръка и ценова цел

Сравнението със сходни компании, както и модела на дисконтираните парични потоци показват атрактивна оценка за Неохим. Въпреки това, както споменахме по-нагоре, цената на акцията остава под влияние на волатилните финансови резултати и липсата на доверие в постоянно възстановяване на продажбите и доходността. Промяна в цената е възможна след стабилните печалби в началото на годината, но очакваме оборотът да остане нисък.

Даваме препоръка **КУПУВАЙ** на акцията при ценова цел 67 лв. Въпреки това, ако дружеството продължи да подобрява резултатите си в сравнение с 2010 г., акцията лесно ще надмине целта при текущата ниска ликвидност.

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2009	2010	1H 2010	1H 2011
Продажби	104 084	159 618	86 350	163 728
Продуктови разходи	97 133	144 981	75 578	128 025
Разходи за персонала	17 133	16 196	8 407	10 991
Нетен приход от финансова дейност	280	1 403	574	(342)
Други приходи и разходи	0	0	0	0
ЕВИТДА	(9 902)	(156)	2 939	24 370
Амортизация	8 829	8 961	4 488	4 757
ЕВИТ	(18 731)	(9 117)	(1 549)	19 613
Разходи за лихви	1 058	1 725	1 006	541
Печалба преди данъци	(19 789)	(10 842)	(2 555)	19 072
Разходи за данъци	(1 940)	(1 062)	0	0
Печалба след данъци	(17 849)	(9 780)	(2 555)	19 072
Миноритарен дял	0	0	0	0
Нетна печалба	(17 849)	(9 780)	(2 555)	19 072
Печалба на акция	(6.72)	(3.68)	(0.96)	7.19

Баланс (в хил. лв.)	2009	2010	1H 2010	1H 2011
Общо активи	156 549	143 699	151 036	152 425
Невнесен капитал	0	0	0	0
Нетекущи активи	107 388	104 143	103 778	102 558
Дълготрайни материални активи	98 694	93 910	95 117	92 359
Инвестиции	4 159	4 159	4 159	4 159
Текущи активи	49 161	39 556	47 258	49 876
Запаси	33 817	23 398	32 323	28 283
Вземания	14 155	13 320	13 750	18 653
Финансови активи	0	0	0	0
Парични средства в брой	745	2 362	852	2 625
Задължения + Собствен капитал	156 549	143 699	151 036	152 425
Собствен капитал	102 647	92 867	100 092	111 939
Основен капитал	2 586	2 586	2 586	2 586
Резерви	(3 242)	(3 242)	(3 242)	15 830
Печалба	103 303	93 523	100 748	93 523
Задължения	53 902	50 832	50 944	40 486
Нетекущи пасиви	14 569	8 476	14 458	8 462
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	6 221	2 472	6 221	2 458
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	20 276	8 489	15 798	10 580
Текущи пасиви	(6 024)	2 570	20 661	21 444
Други задължения	0	0	0	0
Оборотен капитал	34 909	28 497	10 799	17 852

Брой акции:	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Цена в лв. - края на периода:	25.01	29.40	25.00	30.90
Паз. капитализация в края на периода (лв.)	66 385 494	78 038 125	66 358 950	82 019 662

Показатели	2009	2010	1H 2010	1H 2011
Коефициенти за оценка				
Цена/Печалба (P/E)	-3.72	-7.98	-25.97	4.30
Счетоводна стойност (BV)	38.67	34.99	37.71	42.17
Цена/смет. стойност (P/B)	0.65	0.84	0.66	0.73
Приходи на акция	39.21	60.13	32.53	61.68
Цена/Приходи (P/S)	0.64	0.49	0.77	0.50
Цена/Паричен поток	-7.36	-95.28	34.33	3.44
EV (в хил. лева)	92 137	86 637	87 526	92 433
EV/Приходи	0.89	0.54	1.01	0.56
EV/ЕБИТДА	-9.30	-555.37	29.78	3.79
EV/ЕБИТ	-4.92	-9.50	-56.50	4.71
Ликвидност				
Текуща ликвидност	3.45	3.58	1.30	1.56
Бърза ликвидност	1.08	1.46	0.41	0.67
Дълг				
Дълг към активи	0.34	0.35	0.34	0.27
Interest coverage	-17.70	-5.29	-1.54	36.25
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.20	0.12	0.21	0.10
Дълг/Собствен капитал	0.53	0.55	0.51	0.36
Активи				
Inventory turnover	3.08	6.82	2.67	5.79
Days sales outstanding	49	30	57	41
Fixed asset turnover	0.97	1.53	0.83	1.60
Total asset turnover	0.66	1.11	0.57	1.07
Рентабилност				
Норма на печалба	-17.1%	-6.1%	-3.0%	11.6%
ЕБИТДА норма	-9.5%	-0.1%	3.4%	14.9%
Basic earning power	-12.0%	-6.3%	-1.0%	12.9%
Възвращаемост на активите	-11.4%	-6.8%	-1.7%	12.5%
Възвращаемост на собствен капитал	-17.4%	-10.5%	-2.6%	17.0%
Възвращаемост на инвестициите	-14.5%	-9.4%	-2.1%	15.5%
Информация за дивиденди				
Доход от дивиденди	-	-	-	-
Дивидент на акция	-	-	-	-
Брой акции:				
	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Цена в лв. - края на периода:				
	25.01	29.40	25.00	30.90
Паз. капитализация в края на периода (лв.)				
	66 385 494	78 038 125	66 358 950	82 019 662

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 публикуваната 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 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
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net