



Цена на акцията на Монбат



- Консолидираните приходи на Монбат (5MB) се повишиха с 22.8% през второто тримесечие на годишна база. Производителят на акумулатори обяви спад на продажбите спрямо сезонно силните зимни месеци. Ръстът за първата половина от годината беше 17.4%. Износът се покачи по-бързо от местните продажби и в момента Монбат продава в чужбина 90.6% от продукцията си.

- Компанията отчете повишени разходи за труд и амортизация като процент от приходите, въпреки че нивото на общите издръжки намалява. Разходите за материали са 63.6% от приходите, което е под средното за последните две години. Новите рециклиращи заводи в Сърбия и Румъния отвориха в началото на 2011 г. и нормата на печалба ще се покачва с времето. Въпреки това, променения режим на използване на скрап в България имаше негативен ефект върху рециклирането на стари акумулатори през юли. Очакваме временно отражение върху нормата на печалба на компанията.

- Нормата на EBITDA през второто тримесечие беше по-висока спрямо година назад. Още повече, че Монбат повиши нормата до 20% през тримесечието, което е най-доброто представяне от 2009 г. насам. Производството на компанията е по-високо през студените месеци и липсата на рециклиращ капацитет в миналото се отрази в по-ниска норма. Монбат в момента работи със 100% рециклирано олово и оловни сплави. Консолидираната нетна печалба за второто тримесечие беше 4.2 млн. лв. или 39% по-висока от преди година. За последните 12 месеца възвращаемостта на капитала започна да се покачва и в момента е 11.5%, което е значително под 25% през 2008 г.

- Запасите бяха 20% от общите активи и техният дял остава почти без промяна за последните две години. Монбат застрахова приходите си от чужбина и не носи риск от неплащане от страна на клиентите.

- Съотношението дълг към собствен капитал на Монбат се повишава до 0.39. Повече от две трети от всички банкови заеми са с падеж по-малък от 12 месеца, но компанията няма проблем с високи лихвени плащания или с предоговарянето на кредитите. Българските компании успяват да договорят добри нива на лихвите по заемите си. В момента Монбат плаща 5.5% лихва средно за последните 12 месеца.

- Цената на акцията е под умерен натиск през август и пада с 5.7%. Обемите не са високи, което е знак за липсата на желание за продажба от институционалните инвеститори.

Оценка чрез коефициенти
**Таблица 1
Коефициенти**

	2009	2010	1H 2011
Последна цена	6.50	6.30	6.41
Брой акции	37 949 857	37 325 585	37 095 139
Капитализация	246 674 071	235 151 186	237 779 841
Нетна печалба	15 450 000	13 324 000	14 718 000
P/E - цена/печалба	15.97	17.65	16.16
Собствен капитал	118 242 000	126 426 000	128 591 000
P/B - цена/капитал	2.09	1.86	1.85
Продажби	114 994 000	160 994 000	173 328 000
P/S - цена/продажби	2.15	1.46	1.37
EV	281 133 071	279 268 186	285 782 841
ЕБИТДА	23 910 000	24 106 000	26 962 000
EV/ЕБИТДА	11.76	11.59	10.60
RoE	13.07%	10.54%	11.45%
RoA	8.33%	6.67%	7.14%

Източник: Монбат
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Коефициентите са по-високи от средното за българските сини чипове. P/E и EV/ЕБИТДА се повишават през първата половина на 2011 г., но компанията трябва да покаже по-добри финансови резултати, за да има атрактивни съотношения. Търгува се на високо P/B поради стабилния ръст на приходите и добро корпоративно управление. Процедурата по обратно изкупуване също допринася за покачването на коефициентите, след като Монбат намали броя на акциите си с 5%.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Монбат с компании, които произвеждат различни видове акумулатори, включително стартерни, стационарни и тягови. Въпреки това, разликата между средната и медианата е значителна и предпочитаме да използваме по-консервативен подход за оценка на компанията. Повечето акции са в развитите държави и имат ниски коефициенти.

**Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани**

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕБИТДА
Медиана	13.29	1.95	0.87	8.31
Капитализация	195 646 889	250 947 523	150 988 967	176 064 917
Цена	5.27	6.76	4.07	4.75
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		6.41		
Справедлива стойност		5.21		
Премия (отбив) от текущата цена		-18.66%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Единственият коефициент, който е под медианата на сектора е P/B. Останалите са по-ниски и допринасят за ниската цена на акция. Средната цена от всички показатели е 5.21 лв. или 20% под текущата.

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на парични потоци е метод, който включва възможностите за бъдещ растеж. Считаме, че е много по-подходящ за оценка на Монбат поради ограничения брой от компании в сектора, както и поради добрите перспективи за развитие на дружеството.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Монбат	Terminal										
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	23 747	30 586	39 150	43 848	48 232	52 091	55 737	59 082	62 036	64 517	66 775
ЕБИТ(1-Т)	21 372	27 527	35 235	39 463	43 409	46 882	50 164	53 173	55 832	58 065	60 098
Плюс: Амортизации	7 599	8 739	9 787	10 962	12 058	13 023	13 934	14 770	15 509	16 129	16 694
Минус: Инвестиции	7 599	8 739	9 787	10 962	12 058	13 023	13 934	14 770	15 509	16 129	16 694
Минус: Промяна об. капитал	9 936	7 124	6 554	7 341	6 851	6 029	5 697	5 225	4 616	3 877	3 652
FCF	11 436	20 403	28 681	32 122	36 558	40 853	44 466	47 948	51 216	54 188	56 446
PV FCF	10 904	17 685	22 600	23 011	23 808	24 186	23 932	23 460	22 781	21 912	
Sum of PV FCF	214 277										
PV of Continuing Value	351 146										
Total PV Free Cash Flows	565 423										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	50 820				8.0%	17.29	19.73	21.36	23.40	29.50	
Плюс: Финансови активи	2 817				9.0%	14.36	15.96	16.97	18.19	21.55	
НС на капитала	517 420				10.0%	12.17	13.27	13.95	14.74	16.79	
Брой акции (хил.)	37 095				11.0%	10.49	11.27	11.74	12.28	13.62	
Цена на акция	13.95				12.0%	9.14	9.72	10.06	10.44	11.37	
					WACC						

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Нашият анализ се базира на ръста на приходите, който ще намалява плавно от текущите нива. Очакваната норма е по-висока, но оставаме консервативни с 16.5% норма на ЕБИТДА и подобрение до 20% през 2013 г. Оставаме си възможност за позитивни изненади в бъдеще, тъй като Монбат има много по-висока норма когато използва рециклирано олово. Също предвиждаме оборотният капитал да остане на текущите нива от 25% спрямо годишните приходи.

Изчислената цена на акция е 13.95 лв. или 117% над текущата пазарна цена. Основният риск за акциите според модела е, че ще се изисква по-голяма норма на дисконтиране. Използваме 10% норма на дисконтиране, която е приспособена към средата на годината и 3.5% дългосрочен растеж.

Препоръки и ценова цел

Разликата между двата метода е голяма. Дисконтираните потоци показват добра оценка на Монбат в случай на умерен ръст на продажбите и подобрение на нормата на печалба до нивата от 2008 г. и 2009 г. Високите коефициенти ще ограничат ръста на акцията през следващите тримесечия, но повишената норма на печалба ще окаже подкрепа.

Даваме препоръка за ПОКУПКА с цел около 7.30 лв. за акция, което е най-високата стойност за тази година. Въпреки това, ако компанията продължава с добрите си резултати в сравнение с 2010 г., акцията може лесно да скоочи над целта поради умереното предлагане и много по-високата цена според дисконтираните парични потоци.

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
Продажби	141 226	163 981	114 994	160 994	83 413
Продуктови разходи	106 424	117 093	80 959	124 818	60 158
Разходи за персонала	9 953	12 765	10 720	11 971	6 875
Нетен приход от финансова дейност	(604)	437	(275)	(99)	149
Други приходи и разходи	4	0	0	0	0
ЕВИТДА	24 249	34 560	23 040	24 106	16 529
Амортизация	4 553	4 108	4 796	6 111	4 030
ЕВИТ	19 696	30 452	18 244	17 995	12 499
Разходи за лихви	753	1 545	1 559	2 279	1 336
Печалба преди данъци	18 943	28 907	16 685	15 716	11 163
Разходи за данъци	2 042	3 157	1 921	2 544	1 325
Печалба след данъци	16 901	25 750	14 764	13 172	9 838
Миноритарен дял	16	86	96	(152)	(62)
Нетна печалба	16 885	25 664	14 668	13 324	9 900
Печалба на акция	0.87	0.66	0.39	0.36	0.27

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
Общо активи	124 179	154 721	184 815	199 717	206 156
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	50 276	89 491	99 333	114 187	122 443
Дълготрайни материални активи	49 764	88 923	98 596	110 739	118 867
Инвестиции	8	6	8	8	8
Текущи активи	73 903	65 230	85 482	85 530	83 713
Запаси	41 631	35 035	40 894	42 624	42 507
Вземания	26 281	25 176	38 367	40 972	37 873
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	5 934	4 634	5 840	1 634	2 817
Задължения + Собствен капитал	124 179	154 721	184 815	199 717	206 156
Собствен капитал	86 760	105 516	117 460	126 426	128 591
Основен капитал	19 500	38 533	37 950	37 326	37 146
Резерви	46 969	41 632	65 307	78 196	85 247
Печалба	20 291	25 351	14 203	10 904	6 198
Задължения	37 103	48 889	67 039	72 975	77 249
Нетекучи пасиви	2 586	5 106	4 358	4 747	4 538
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	18 897	21 447	22 195	17 647	15 241
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	5 623	8 848	18 104	28 104	35 579
Текущи пасиви	9 997	14 384	21 684	19 869	19 345
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	58 283	41 998	45 694	37 557	28 789

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
Нетна печалба	16 885	25 664	14 668	13 324	9 900
Амортизация	4 553	4 108	4 796	6 111	4 030
Промени в оборотния капитал	13 606	(16 285)	3 696	(8 137)	(8 768)
Други постъпления от оперативна дейност	(41 203)	18 735	(9 502)	2 120	6 607
Нетен поток от оперативна дейност	(6 159)	32 222	13 658	13 418	11 769
Покупка на дълготрайни активи	(15 857)	(25 899)	(11 687)	(15 877)	(10 833)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(7 273)	(1 207)	(5 442)	(2 318)	(1 732)
Нетен поток от инвестиционна дейност	(23 130)	(27 106)	(17 129)	(18 195)	(12 565)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	(3 671)	(2 724)	(1 830)	(1 253)
Постъпления/Плащания от заеми	29 483	4 362	9 914	5 458	5 185
Изплатени дивиденди	0	(3 252)	(50)	(130)	(30)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(1 442)	(3 855)	(2 463)	(2 927)	(1 923)
Нетен паричен поток от финансова дейност	28 041	(6 416)	4 677	571	1 979
Изменения на паричните средства	(1 248)	(1 300)	1 206	(4 206)	1 183
Пар. средства в началото на периода	7 182	5 934	4 634	5 840	1 634
Пар. средства в края на периода	5 934	4 634	5 840	1 634	2 817
Пар. средства на акция:	0.30	0.12	0.15	0.04	0.08

Показатели	2007	2008	2009	2010	1H 2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	35.29	7.22	16.82	17.65	25.10
Счетоводна стойност (BV)	4.45	2.71	3.10	3.39	3.47
Цена/смет. стойност (P/B)	6.87	1.76	2.10	1.86	1.93
Приходи на акция	7.24	4.20	3.03	4.31	2.25
Цена/Приходи (P/S)	4.22	1.13	2.15	1.46	2.98
Цена/Паричен поток	27.80	6.22	12.67	12.10	17.84
EV (в лева)	614 506	210 911	281 133	279 268	296 540
EV/Приходи	4.35	1.29	2.44	1.73	3.56
EV/ЕБИТДА	25.34	6.10	12.20	11.59	17.94
EV/ЕБИТ	31.20	6.93	15.41	15.52	23.73
Ликвидност					
Текуща ликвидност	4.73	2.81	2.15	1.78	1.52
Бърза ликвидност	2.07	1.30	1.12	0.89	0.75
Дълг					
Дълг към активи	0.30	0.32	0.36	0.37	0.37
Interest coverage	26.16	19.71	11.70	7.90	9.36
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.25	0.25	0.23	0.18	0.15
Дълг/Собствен капитал	0.43	0.46	0.57	0.58	0.60
Активи					
Inventory turnover	3.39	4.68	2.81	3.78	1.96
Days sales outstanding	67	55	120	92	163
Fixed asset turnover	2.81	1.83	1.16	1.41	0.68
Total asset turnover	1.14	1.06	0.62	0.81	0.40
Рентабилност					
Profit margin on sales	12.0%	15.7%	12.8%	8.3%	11.9%
ЕБИТДА норма	17.2%	21.1%	20.0%	15.0%	19.8%
Basic earning power	15.9%	19.7%	9.9%	9.0%	6.1%
Възвращаемост на активите	13.6%	16.6%	7.9%	6.7%	4.8%
Възвращаемост на Собствен капитал	19.5%	24.3%	12.5%	10.5%	7.7%
Възвращаемост на инвестициите	15.6%	19.4%	10.2%	9.0%	6.7%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	0.58%	3.75%	2.74%	2.78%	-
Дивидент на акция	0.18	0.18	0.18	0.18	-

Брой акции:	19 500 000	39 000 000	37 949 857	37 325 585	37 095 139
Цена в лв- края на периода:	30.56	4.75	6.50	6.30	6.70
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	595 920 000	185 250 000	246 674 071	235 151 186	248 537 431

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 съвременно 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