



### Цена на акцията на Каолин



- Каолин (6K1) отчете най-високи тримесечни приходи от второто тримесечие на 2007 г. насам. Показателят цена/печалба, изчислен на база акциите в обращение, намаля до 13, но остава над средните за пазара стойности. Въпреки отделянето на едно дъщерно дружество, има подобряване през първата половина на 2011 г. и това е знак за продължаващо развитие на основната дейност. Приходите за последните 12 месеца са в размер на 9.128 млн. лв.

- По време на второто тримесечие EBITDA нормата имаше по-високи стойности в сравнение със същия период за предходната година. Разходите за материали, заплати и амортизация намаляха като процент от продажбите, докато разходите за външни услуги, предимно транспортиране, са по-високи от предишната година. Показателят отчете слабо покачване за период от 12 месеца до 17.1%, но това е близо най-ниското му равнище за последните няколко години.

- Приходите бяха по-високи в сравнение със същия период за предходната година, въпреки че разликата до момента се дължи предимно на силното първо тримесечие. Продажбите на продукцията се покачват по-бързо, докато приходите от други дейности са по-ниски от преди. Каолин не обяви допълнителна информация относно структурата на продажбите, реализирани от отделните дъщерни дружества и по страни, но консолидацията добавя по-малко приходи в сравнение с неконсолидирания отчет за първото полугодие. Продажбите за последните 12 месеца са на стойност 166.257 млн. лв., което кореспондира със съотношение цена към продажби от 0.71.

- Каолин е сред най-задлъжнелите публични дружества в България. Структурата на пасивите не претърпя значителни промени през последния отчетен период. Собственият капитал е 40% от активите. Банковите заеми надхвърлят 75.5 млн. лв.

- Вземанията са 25% от активите или 51.3 млн. лв., което е малко над средното за последните четири години. Незавършеното производство остава непроменено (30 млн. лв.) и като процент от активите намалява за второ поредно тримесечие. Отделянето на Соларпро Холдинг намали значително дела на вземанията от свързани предприятия. Положителният ефект беше двойното намаляване на оборотния капитал. Показателите за ликвидност останаха непроменени. Коефициентът на текуща ликвидност се задържа на 1.41.

- Цената на акцията реагира на разпродажбите на пазара и падна до равнищата от април-май тази година. Обемите се увеличиха по време на негативните сесии в началото на август, но не надвишиха нивата от пиковите сесии през юни и юли.

## Оценка чрез коефициенти

Таблица 1  
Коефициенти

	2009	2010	1H 2011
Последна цена	2.88	2.45	2.51
Брой акции	50 000 000	50 000 000	47 339 996
Капитализация	143 750 000	122 500 000	118 823 390
Нетна печалба	5 013 000	7 545 000	9 128 000
P/E - цена/печалба	28.68	16.24	13.02
Собствен капитал	106 798 000	79 650 000	80 320 000
P/B - цена/капитал	1.35	1.54	1.48
Продажби	126 423 000	141 344 000	166 257 000
P/S - цена/продажби	1.14	0.87	0.71
EV	233 282 000	192 256 000	187 267 390
EBITDA	24 575 000	27 542 000	28 491 000
EV/EBITDA	9.49	6.98	6.57
RoE	4.69%	9.47%	11.36%
RoA	1.88%	3.88%	4.54%

Източник: Каолин  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Показателите са по-високи от средните стойности за българските сини чипове. Покачването беше предимно в последните шест месеца, най-вече показателят цена/печалба. Каолин има предимство при сравнението по EV/EBITDA поради високата амортизация. Намалената стойност на собствения капитал се дължи на отделянето на Соларпро Холдинг преди края на 2010 г., но това има малък ефект върху оценките. Показателите възвръщаемост на собствения капитал и цена/печалба ще продължат да се покачват, тъй като очакваме отчитане на по-добра доходност през втората половина на 2011 г.

### Сравнение със сходни компании

Сравнихме Каолин с други компании от същата индустрия. Наблюдават се значителни разлики между стойностите на осреднените показатели и тяхната медиана. Поради тази причина е за предпочитане да се използва по-консервативен подход и да се направи сравнение посредством медианите.

Таблица 2  
Сравнение  
със сходни  
компании

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Медиана	12.97	1.52	0.99	8.24
Капитализация	118 380 119	121 749 658	164 009 704	166 270 969
Цена	2.50	2.57	3.46	3.51
Тежест	25%	25%	25%	25%
Текуща цена		2.51		
Справедлива стойност		3.01		
Премия (отбив) от текущата цена		20.01%		

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ELANA Trading

Каолин е подценен по отношение на показателите P/S и EV/EBITDA. Компанията има високи разходи за амортизация, което влияе на EBITDA, докато цена/печалба е по-близо до медианата за отрасъла. Справедливата стойност, изчислена посредством медианата на цена/печалба е малко по-ниска, но се доближава до наблюдаваното в рамките на индустрията след значителния спад в цените на акциите по света. Средната цена от всички



## Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
<b>Продажби</b>	117 729	143 036	135 610	154 072	81 795
Продуктови разходи	78 238	101 150	95 459	109 777	58 153
Разходи за персонала	14 671	18 548	16 438	17 190	8 332
Нетен приход от финансова дейност	4 124	1 244	712	356	(1 035)
Други приходи и разходи	2 004	150	150	81	16
<b>ЕВИ TDA</b>	30 948	24 732	24 575	27 542	14 291
Амортизация	8 375	10 419	14 526	14 377	5 899
<b>ЕВИ T</b>	22 573	14 313	10 049	13 165	8 392
Разходи за лихви	1 559	2 482	3 337	4 245	1 998
<b>Печалба преди данъци</b>	21 014	11 831	6 712	8 920	6 394
Разходи за данъци	2 362	1 491	1 430	1 203	0
<b>Печалба след данъци</b>	18 652	10 340	5 282	7 717	6 394
Миноритарен дял	540	649	269	172	502
<b>Нетна печалба</b>	18 112	9 691	5 013	7 545	5 892
<b>Печалба на акция</b>	0.72	0.39	0.20	0.32	0.12

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
<b>Общо активи</b>	154 125	224 307	266 846	194 280	201 229
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	64 764	126 353	146 539	106 167	106 283
Дълготрайни материални активи	55 962	110 041	127 758	89 967	92 164
Инвестиции	69	12	12	10	15
<b>Текущи активи</b>	89 361	97 954	120 307	88 113	94 946
Запаси	19 185	27 308	34 149	31 335	30 232
Вземания	32 212	48 341	58 228	45 301	51 377
Финансови активи	0	6	7	3 055	3 143
Парични средства в брой	33 394	19 790	25 494	5 652	7 071
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	154 125	224 307	266 846	194 280	201 229
<b>Собствен капитал</b>	115 231	113 765	106 798	79 650	80 320
Основен капитал	25 000	25 000	25 000	23 670	47 340
Резерви	63 548	78 878	75 753	49 679	28 760
Печалба	26 683	9 887	6 045	6 301	4 220
<b>Задължения</b>	38 894	110 542	160 048	114 630	120 909
Нетекущи пасиви	3 981	5 401	5 483	4 486	5 881
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	39	52 516	74 274	38 988	38 917
Краткоср. задълж. по получени банков заеми	10 294	20 203	40 752	36 420	36 598
Текущи пасиви	21 630	26 314	24 350	25 715	29 576
Други задължения	294	279	275	958	993
<b>Оборотен капитал</b>	57 437	51 437	55 205	25 978	28 772

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2007	2008	2009	2010	1H 2011
<b>Нетна печалба</b>	18 112	9 691	5 013	7 545	5 892
Амортизация	8 375	10 419	14 526	14 377	5 899
Промени в оборотния капитал	61 619	(6 000)	3 768	(29 227)	2 794
Други постъпления от оперативна дейност	(78 116)	(2 489)	(9 889)	14 006	(2 765)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	9 990	11 621	13 418	6 701	11 820
Покупка на дълготрайни активи	(24 365)	(58 952)	(33 358)	(8 822)	(6 072)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(2 299)	(12 710)	(847)	(10 022)	(712)
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(26 664)	(71 662)	(34 205)	(18 844)	(6 784)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	62 438	2 892	3 653	4 642	0
Постъпления/Плащания от заеми	(15 427)	52 559	29 185	(3 692)	(2 333)
Изплатени дивиденди	(5)	(7 396)	(3 705)	(3 877)	(80)
Други постъпления от инвестиционна дейност	270	(1 618)	(2 642)	(4 772)	(1 204)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	47 276	46 437	26 491	(7 699)	(3 617)
<b>Изменения на паричните средства</b>	30 602	(13 604)	5 704	(19 842)	1 419
Пар. средства в началото на периода	2 792	33 394	19 790	25 494	5 652
<b>Пар. средства в края на периода</b>	33 394	19 790	25 494	5 652	7 071
<b>Пар. средства на акция:</b>	1.34	0.79	1.02	0.24	0.15

Показатели	2007	2008	2009	2010	1H 2011
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	23.16	8.90	28.68	15.37	23.82
Счетоводна стойност (BV)	4.61	4.55	4.27	3.37	1.70
Цена/смет. стойност (P/B)	3.64	0.76	1.35	1.46	1.75
Приходи на акция	4.71	5.72	5.42	6.51	1.73
Цена/Приходи (P/S)	3.56	0.60	1.06	0.75	1.72
Цена/Паричен поток	15.84	4.29	7.36	5.29	11.90
EV (в лева)	396 439	139 179	233 282	185 739	208 807
EV/Приходи	3.37	0.97	1.72	1.21	2.55
EV/ЕБИТДА	12.81	5.63	9.49	6.74	14.61
EV/ЕБИТ	17.56	9.72	23.21	14.11	24.88
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	2.80	2.11	1.85	1.42	1.43
Бърза ликвидност	2.20	1.52	1.32	0.91	0.98
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.07	0.32	0.43	0.39	0.38
Interest coverage	14.48	5.77	3.01	3.10	4.20
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.46	0.70	0.49	0.48
Дълг/Собствен капитал	0.09	0.64	1.08	0.95	0.94
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.14	5.24	3.97	4.92	2.71
Days sales outstanding	99	122	155	106	226
Fixed asset turnover	1.82	1.13	0.93	1.45	0.77
Total asset turnover	0.76	0.64	0.51	0.79	0.41
<b>Рентабилност</b>					
Profit margin on sales	15.4%	6.8%	3.7%	4.9%	7.2%
ЕБИТДА норма	26.3%	17.3%	18.1%	17.9%	17.5%
Basic earning power	14.6%	6.4%	3.8%	6.8%	4.2%
Възвращаемост на активите	11.8%	4.3%	1.9%	3.9%	2.9%
Възвращаемост на Собствен капитал	15.7%	8.5%	4.7%	9.5%	7.3%
Възвращаемост на инвестициите	15.2%	5.6%	2.7%	6.1%	4.7%
<b>Информация за дивиденди</b>					
Доход от дивиденди	1.70%	4.35%	2.61%	3.06%	-
Дивидент на акция	0.29	0.15	0.15	0.15	-
<b>Брой акции:</b>					
	25 000 000	25 000 000	25 000 000	23 669 998	47 339 996
<b>Цена в лв- края на периода:</b>					
	16.78	3.45	5.75	4.90	2.97
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	419 500 000	86 250 000	143 750 000	115 982 990	140 363 088

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 подsigури 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:** Оценка 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. 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 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:

<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)