



EV/EBITDA	4.21	P/E	5.21
RoA	10.0%	P/S	0.33
RoE	15.6%	P/B	0.81

### Цена на акцията на Неохим



- Българският производител на торове Неохим (ЗНВ) продължи с доброто си представяне и през третото тримесечие, въпреки че то е сезонно слабо за компанията. Само за летния период дружеството отчита печалба от 1.5 млн. лв. в сравнение с 5 млн. лв. загуба година по-рано. С натрупване от началото на 2011 г. финансовият резултат е 20.6 млн. лв.
- Приходите за деветмесечието се удвоиха и достигнаха 220.8 млн. лв. На тримесечна база продажбите отчитат сериозен ръст спрямо миналата година – 300% или 57 млн. лв.
- Продажбите на местния пазар се запазват на нивото си от второто тримесечие, докато износът намалява темпа си на растеж, но запазва дела си в приходите на компанията. На годишна база обаче през второто и третото тримесечие има огромно повишение. Приходите извън страната са основно от европейски държави – 65.3 млн. лв. Приносът на Азия и Африка е 27%, а на страните в Северна Америка – 11.4%. Неохим отложи сезонната профилактика на мощностите поради увеличените поръчки през тримесечието.
- Местният пазар е голяма изненада, след като приносът му за миналата година беше по-скромен. 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 полугодieto приходите от други дейности са на стойност 5 млн. лв., което вероятно се дължи на продажба на още 100 000 тона емисии на стойност 3.5 млн. лв. през първата половина на годината.
- Печалбата на акция е 6.70 лв. на база последните 12 месеца. Валутният риск остава значим фактор за нормата на печалба, тъй като спад на долара се отразява на износа. Разходите за природен газ нарастват значително на годишна база, но остават 75% от разходите за материали. Запасите се покачват с 34% на годишна база.
- Отчетът не повлия дълготрайно на акцията на Неохим. Позицията отстъпи назад през тримесечието и от началото на годината отчита 18.4% повишение.

## Оценка на коефициенти

Таблица 1  
Сравнение  
на коефици-  
енти

	2009	2010	12M
Последна цена	25.01	29.40	33.80
Брой акции	2 654 358	2 654 358	2 654 358
Капитализация	66 385 494	78 038 125	89 717 300
Нетна печалба	-19 789 000	-10 842 000	17 737 000
P/E - цена/печалба	-3.35	-7.20	5.06
Собствен капитал	102 647 000	92 867 000	113 499 000
P/B - цена/капитал	0.65	0.84	0.79
Продажби	104 084 000	159 618 000	279 537 000
P/S - цена/продажби	0.64	0.49	0.32
EV	92 137 494	86 637 125	123 722 300
ЕБИТДА	-7 962 000	906 000	29 276 000
EV/ЕБИТДА	-11.57	95.63	4.23
RoE	-19.28%	-11.67%	15.63%
RoA	-12.64%	-7.54%	10.04%

Източник: Неохим  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Използваме неконсолидираните резултати на Неохим за целите на оценката. Текущите данни показват подобрене на печалбата, а собственият капитал отразява доброто състояние на компанията. Продажбите продължават да се покачват като отчитат исторически най-добрия резултат за това време на годината от 2006 г. насам. Възвращаемостта на капитала остава положителна, благодарение на отчетената печалба. Големият ръст на продажбите 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	7.42	1.50	1.06	5.01
Капитализация	131 646 533	170 159 744	295 528 473	137 899 072
Цена	49.60	64.11	111.34	51.95
Тежест	25%	25%	20%	30%
Текуща цена		33.80		
Справедлива стойност		66.28		
Премия (отбив) от текущата цена		96.09%		

Източник: Блумбърг  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Справедливата стойност на акция на Неохим намалява спрямо предишния анализ, но това се дължи изцяло на промяната в капиталовите пазари по света. Разпродажбите на акции доведоха до значително намаление на коефициентите за оценка на големите световни компании. Разликата в стойността на Неохим при сравнението не е голяма и акцията остава подценена спрямо всичките четири показателя. Текущата ѝ цена е двойно по-ниска спрямо справедливата стойност.

## 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 възстановява.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Неохим	Terminal										
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	13 568	16 281	17 909	19 521	21 083	22 558	23 912	25 108	26 237	27 287	28 242
ЕБИТ(1-Т)	12 211	14 653	16 118	17 569	18 974	20 303	21 521	22 597	23 614	24 558	25 418
Плюс: Амортизации	13 568	16 281	17 909	19 521	21 083	22 558	23 912	25 108	26 237	27 287	28 242
Минус: Инвестиции	13 568	16 281	17 909	19 521	21 083	22 558	23 912	25 108	26 237	27 287	28 242
Минус: Промяна об. капитал	14 714	10 854	6 512	6 447	6 247	5 903	5 414	4 782	4 519	4 198	3 954
FCF	-2 503	3 799	9 606	11 122	12 728	14 399	16 107	17 814	19 094	20 360	21 464
PV FCF	-2 387	3 293	7 569	7 967	8 289	8 525	8 669	8 716	8 493	8 233	
Sum of PV FCF	67 366										
PV of Continuing Value	133 525										
Total PV Free Cash Flows	200 892										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	11 072				8.0%	89.93	102.91	111.56	122.37	154.81	
Плюс: Финансови активи	2 261				9.0%	74.45	82.94	88.34	94.83	112.66	
НС на капитала	192 081				10.0%	62.93	68.77	72.36	76.56	87.46	
Брой акции (хил.)	2 654				11.0%	54.05	58.22	60.72	63.58	70.72	
Цена на акция	72.36				12.0%	47.01	50.08	51.88	53.90	58.82	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Силното покачване на продажбите през второто и третото тримесечие на годината са причина да повишим отново прогнозата за приходите за цялата 2011 г. Очакваният растеж е 70%, като за следващата година задържахме показателя за увеличение на продажбите на 20%. Нормата на ЕБИТДА е намалена на 10% спрямо 12.5% в предишния анализ, за да се отчетат възможните рискове от забавянето на европейските икономики, както и от повишаването на разходите за производство. Получената справедлива стойност на акция е 72.36 лв., което е по-високо спрямо предишния анализ.

## Препоръка и ценова цел

Сравнението със сходни компании, както и модела на дисконтираните парични потоци показват атрактивна оценка на Неохим. Въпреки това, както споменахме по-нагоре, цената на акцията остава под влияние на волатилните финансови резултати. Не на последно място тя е повлияна от изключително негативната конюнктура на капиталовия пазар у нас.

Даваме препоръка **КУПУВАЙ** на акцията при ценова цел 66 лв., която отразява по-ниската от стойностите на двата модела за оценка. Разликата с пазарната цена в момента е значителна, като стагнацията на БФБ прави малко вероятно достигането дори на по-ниската ценова цел при акциите на Неохим.

Въпреки това, ако дружеството продължи да подобрява резултатите си в сравнение с 2010 г., акцията лесно ще догони целта при текущата ниска ликвидност.

**Финансови данни:**

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2009	2010	9М 2010	9М 2011
<b>Продажби</b>	104 084	159 618	100 386	220 770
Продуктови разходи	97 133	144 981	89 471	175 834
Разходи за персонала	17 133	16 196	11 678	16 217
Нетен приход от финансова дейност	280	1 403	953	(159)
Други приходи и разходи	0	0	0	0
<b>ЕВИТДА</b>	(9 902)	(156)	190	28 560
Амортизация	8 829	8 961	6 721	7 131
<b>ЕВИТ</b>	(18 731)	(9 117)	(6 531)	21 429
Разходи за лихви	1 058	1 725	1 467	847
<b>Печалба преди данъци</b>	(19 789)	(10 842)	(7 998)	20 582
Разходи за данъци	(1 940)	(1 062)	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	(17 849)	(9 780)	(7 998)	20 582
Миноритарен дял	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	(17 849)	(9 780)	(7 998)	20 582
<b>Печалба на акция</b>	(6.72)	(3.68)	(3.01)	7.75

Баланс (в хил. лв.)	2009	2010	9М 2010	9М 2011
<b>Общо активи</b>	156 549	143 699	138 526	176 687
Невнесен капитал	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	107 388	104 143	103 530	102 566
Дълготрайни материални активи	98 694	93 910	94 891	92 388
Инвестиции	4 159	4 159	4 154	4 154
<b>Текущи активи</b>	49 161	39 556	34 996	74 121
Запаси	33 817	23 398	22 116	31 455
Вземания	14 155	13 320	11 949	13 230
Финансови активи	0	0	0	0
Парични средства в брой	745	2 362	639	29 233
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	156 549	143 699	138 526	176 687
<b>Собствен капитал</b>	102 647	92 867	94 649	113 449
Основен капитал	2 586	2 586	2 586	2 586
Резерви	(3 242)	(3 242)	(3 242)	(3 242)
Печалба	103 303	93 523	103 303	93 523
<b>Задължения</b>	53 902	50 832	43 877	63 238
Нетекущи пасиви	14 569	8 476	14 891	9 064
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	6 221	2 472	6 627	3 060
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	20 276	8 489	0	4 947
Текущи пасиви	(6 024)	2 570	28 986	49 227
Други задължения	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	34 909	28 497	6 010	19 947

<b>Брой акции:</b>	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
<b>Цена в лв. - края на периода:</b>	25.01	29.40	25.00	32.75
<b>Паз. капитализация в края на периода (лв.)</b>	66 385 494	78 038 125	66 358 950	86 930 225

Показатели	2009	2010	9М 2010	9М 2011
<b>Коефициенти за оценка</b>				
Цена/Печалба (P/E)	-3.72	-7.98	-8.30	4.22
Счетоводна стойност (BV)	38.67	34.99	35.66	42.74
Цена/смет. стойност (P/B)	0.65	0.84	0.70	0.77
Приходи на акция	39.21	60.13	37.82	83.17
Цена/Приходи (P/S)	0.64	0.49	0.66	0.39
Цена/Паричен поток	-7.36	-95.28	-51.96	3.14
EV (в хил. лева)	92 137	86 637	72 347	65 704
EV/Приходи	0.89	0.54	0.72	0.30
EV/ЕБИТДА	-9.30	-555.37	380.77	2.30
EV/ЕБИТ	-4.92	-9.50	-11.08	3.07
<b>Ликвидност</b>				
Текуща ликвидност	3.45	3.58	1.21	1.37
Бърза ликвидност	1.08	1.46	0.44	0.79
<b>Дълг</b>				
Дълг към активи	0.34	0.35	0.32	0.36
Interest coverage	-17.70	-5.29	-4.45	25.30
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.20	0.12	0.23	0.11
Дълг/Собствен капитал	0.53	0.55	0.46	0.56
<b>Активи</b>				
Inventory turnover	3.08	6.82	4.54	7.02
Days sales outstanding	49	30	43	22
Fixed asset turnover	0.97	1.53	0.97	2.15
Total asset turnover	0.66	1.11	0.72	1.25
<b>Рентабилност</b>				
Норма на печалба	-17.1%	-6.1%	-8.0%	9.3%
ЕБИТДА норма	-9.5%	-0.1%	0.2%	12.9%
Basic earning power	-12.0%	-6.3%	-4.7%	12.1%
Възвращаемост на активите	-11.4%	-6.8%	-5.8%	11.6%
Възвращаемост на собствен капитал	-17.4%	-10.5%	-8.5%	18.1%
Възвращаемост на инвестициите	-14.5%	-9.4%	-6.9%	16.4%
<b>Информация за дивиденди</b>				
Доход от дивиденди	-	-	-	-
Дивидент на акция	-	-	-	-
<b>Брой акции:</b>				
	2 654 358	2 654 358	2 654 358	2 654 358
<b>Цена в лв. - края на периода:</b>				
	25.01	29.40	25.00	32.75
<b>Паз. капитализация в края на периода (лв.)</b>				
	66 385 494	78 038 125	66 358 950	86 930 225

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 обекта 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:

<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)