



### Цена на акцията на М+С Хидравлик



- Учудващо добрите две последни тримесечия за българският производител на хидравлични елементи М+С Хидравлик (5МН) доведоха до приходи, надвишаващи тези от предкризисния период. Въпреки че текущият икономически спад в Европа и САЩ може да има отрицателен ефект върху приходите в краткосрочен период, ръстът в момента е причина за ревизиране на очакванията в положителна посока. Компанията отчете увеличение на поръчките, но стабилно равнище на търсенето през следващите 12 месеца е рано да се прогнозира.

- Печалбите също се покачиха през тази година, благодарение на икономии от мащаба на производството. Разходите за амортизация намаляха от 10% на 6.5% от приходите. През последното тримесечие има повишение на разходите за труд и за външни услуги като процент от приходите, но те се компенсират частично от намалението на разходите за материали до 44% от продажбите. В резултат на това печалбата се понижава на тримесечна база, но деветте месеца остават най-силния исторически период за компанията.

- М+С Хидравлик инвестира в нови машини и оборудване и част от инвестиционната програма е субсидирана от Европейски фондове. Компанията е одобрена за получаване 2.46 млн. лв. за инвестиционната си програма през първата половина на 2011 г.

- Текущите активи се увеличават през тази година, поради ръста в стойностите на вземанията. Това е следствие от нарастващите приходи и не е знак за проблем в бизнес отношенията с клиенти, защото показателят достигна средните стойности за периода 2007-2008 г. Освен това паричните средства също нарастват, което увеличава значително работния капитал, но на практика компанията не се нуждае от по-високи негови стойности за текущите си операции.

- Акционерният капитал остава основен източник на финансиране, като стойността му е над 70% от общите активи. Със заеми в размер на 5% от активите, М+С Хидравлик е сред най-малко задължените компании на БФБ.

- Акциите бяха подкрепяни постоянно посредством поръчки от индивидуални инвеститори през 2011 г. Последният скок беше следствие на добрите резултати от отчетите за второто тримесечие, но цената не задържа високите си стойности поради негативната пазарна среда от август досега.

- М+С Хидравлик се търгува при коефициент цена/печалба от 6.6, което е сред най-добрите стойности за българските индустриални компании. Корекцията до момента е по-малка в сравнение с целия пазар, тъй като участието на чуждестранни институционални инвеститори е незначително.

**Коефициенти на оценка**

 Таблица 1  
 Сравнение на  
 коефициенти

	2009	2010	12М
Последна цена	5.36	7.10	6.75
Брой акции	13 018 400	13 018 400	13 018 400
Капитализация	69 765 606	92 430 640	87 874 200
Нетна печалба	38 000	7 456 000	13 358 000
P/E - цена/печалба	1835.94	12.40	6.58
Собствен капитал	37 653 000	43 862 000	51 982 000
P/B - цена/капитал	1.85	2.11	1.69
Продажби	38 093 000	62 819 000	85 104 000
P/S - цена/продажби	1.83	1.47	1.03
EV	70 713 606	90 962 640	79 838 200
EBITDA	7 033 000	15 292 000	21 581 000
EV/EBITDA	10.05	5.96	3.70
RoE	0.10%	17.00%	25.70%
RoA	0.08%	13.12%	19.91%

 Източник: М+С Хидравлик  
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Първите две тримесечия на 2011 г. бяха изключително добри и компанията успя да подобри коефициентите си в сравнение с 2010 г. Тази тенденция се запази и през третото тримесечие, като нетната печалба също се покачи на годишна база. Цената на акция обаче отчете спад и това доведе до много ниските коефициенти за оценка. EV/EBITDA е също с исторически ниска стойност, заради високите разходи за амортизация и малката задлъжнялост на компанията.

**Сравнение със сходни компании**

Сравнихме М+С Хидравлик с подобни компании в сектора. Използвахме за сравнение най-големите по пазарна капитализация източноевропейски компании, като тези с екстремни стойности бяха изключени от анализа. Коефициентите цена/продажби и EV/EBITDA имат най-големи тегла при изчисленията, тъй като са по-показателни за пазарните позиции и постигнатите резултати. Използваме медианата на показателите.

 Таблица 2  
 Сравнение  
 със сходни  
 компании

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Медиана	10.75	0.85	0.50	6.29
Капитализация	143 578 730	44 094 147	42 380 771	143 764 596
Цена	11.03	3.39	3.26	11.04
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		6.75		
Справедлива стойност		7.17		
Премия (отбив) от текущата цена		6.26%		

 Източник: Bloomberg  
 Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

М+С Хидравлик е подценена по отношение на показателите цена/печалба и EV/EBITDA. Българските инвеститори може да се фокусират върху добрата доходност на компанията, тъй като счетоводната стойност е обикновено по-ниска от стойността на заместване на сградите и оборудването. Според анализът, базиран на коефициенти, акциите на компанията са справедливо оценени. Разликата в справедливата стойност спрямо анализа от пре-

дишния отчет е съществена и се дължи на голямото поевтиняване на акциите по света, което доведе до осезаемо намаление на средните коефициенти за оценка в региона.

### Дисконтирани парични потоци

Този оценъчен метод е по-показателен, тъй като включва бъдещите възможности за растеж. Нашият модел се основава на умерен ръст и маржове, които съответстват на средните стойности за последните четири години. Ревизираме нагоре очакванията за продажбите през тази година, но запазваме много консервативните ръстове през следващите години.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

М+С Хидравлик											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	14 770	14 927	14 155	15 287	16 357	17 339	18 206	19 025	19 786	20 479	21 195
ЕБИТ(1-Т)	13 293	13 434	12 739	13 759	14 722	15 605	16 385	17 123	17 807	18 431	19 076
Плюс: Амортизации	6 714	7 721	8 493	9 172	9 814	10 403	10 923	11 415	11 872	12 287	12 717
Минус: Инвестиции	5 371	7 721	8 493	9 172	9 814	10 403	10 923	11 415	11 872	12 287	12 717
Минус: Промяна об. капитал	-486	2 014	1 544	1 359	1 284	1 178	1 040	983	913	831	890
FCF	15 122	11 420	11 195	12 400	13 438	14 427	15 345	16 139	16 894	17 600	18 186
PV FCF	14 419	9 899	8 822	8 883	8 751	8 541	8 259	7 897	7 515	7 117	
Sum of PV FCF	90 100										
PV of Continuing Value	113 131										
Total PV Free Cash Flows	203 232										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	2 831				8.0%	19.35	21.59	23.09	24.96	30.56	
Плюс: Финансови активи	10 867				9.0%	16.63	18.10	19.03	20.15	23.23	
НС на капитала	211 268				10.0%	14.60	15.61	16.23	16.95	18.84	
Брой акции (хил.)	13 018				11.0%	13.02	13.74	14.18	14.67	15.90	
Цена на акция	16.23				12.0%	11.77	12.30	12.61	12.96	13.81	

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Направихме няколко значителни промени в модела, за да се отчетат нарастващите приходи и по-добрата доходност на компанията. Очакванията за приходите през 2011 г. са повлияни от силното представяне до момента. Също така предполагаме, че нивото на ЕБИТДА маржа ще е 24%, което е под равнището за последните няколко тримесечия, като по този начин има подсигуряване за евентуални разочарования по отношение на приходите и разходите до края на годината. Прогнозата за ЕБИТ маржа в дългосрочен план е 12.5%, което е по-висока стойност от предишните ни очаквания, но и по-ниска спрямо последните тримесечия.

Изчислената стойност на акция е 14.69 лв. или 140% над текущата пазарна цена. Разликата между резултатите от двата метода за оценка е значителна, като обяснение за това може да се търси във високите стойности на коефициентите цена/счетоводна стойност и цена/продажби на М+С Хидравлик и отличната доходност до момента. Компания с над 25% възвръщаемост на капитала е рядкост в световен мащаб и не е учудващо, че моделът води до толкова висока стойност на акцията.

Считаме, че М+С Хидравлик е на атрактивни нива, независимо от вероятността за по-слаби финансови резултати в близко бъдеще. Инвеститорите трябва да имат предвид цикличния характер на компанията и рисковете от рязко влошаване на приходите и резултатите при глобална рецесия. Засега обаче това не е по-вероятния сценарий.

**Финансови данни**

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2008	2009	2010	9М 2011
<b>Продажби</b>	82 178	38 093	62 819	68 475
Продуктови разходи	51 010	21 623	32 167	35 897
Разходи за персонала	17 003	9 314	15 405	15 302
Нетен приход от финансова дейност	(204)	(123)	25	85
Други приходи и разходи	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	13 961	7 033	15 272	17 361
Амортизация	5 796	6 572	6 690	4 860
<b>ЕБИТ</b>	8 165	461	8 582	12 501
Разходи за лихви	688	419	297	107
<b>Печалба преди данъци</b>	7 477	42	8 285	12 394
Разходи за данъци	850	4	829	1 239
<b>Печалба след данъци</b>	6 627	38	7 456	11 155
Миноритарен дял	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	6 627	38	7 456	11 155
<b>Печалба на акция</b>	0.51	0.00	0.57	0.86

Баланс (в хил. лв.)	2008	2009	2010	9М 2011
<b>Общо активи</b>	55 633	49 991	56 848	67 093
Невнесен капитал	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	31 248	32 334	33 895	30 284
Дълготрайни материални активи	30 422	31 942	33 684	30 169
Инвестиции	16	16	16	16
<b>Текущи активи</b>	24 385	17 657	22 953	36 809
Запаси	11 575	7 896	9 094	10 663
Вземания	11 575	5 192	7 883	15 232
Финансови активи	0	0	0	0
Парични средства в брой	1 471	4 537	5 915	10 867
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	55 633	49 991	56 848	67 093
<b>Собствен капитал</b>	38 486	37 653	43 862	51 982
Основен капитал	13 018	13 018	13 018	13 018
Резерви	15 321	14 158	14 114	14 100
Печалба	10 147	10 477	16 730	24 864
<b>Задължения</b>	17 147	12 338	12 986	15 111
Нетекущи пасиви	6 088	4 972	3 947	901
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	4 685	3 625	2 566	2 566
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	2 741	1 860	1 881	265
Текущи пасиви	8 318	5 524	7 158	11 379
Други задължения	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	13 326	10 273	13 914	25 165

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2008	2009	2010	9М 2011
<b>Нетна печалба</b>	6 627	38	7 456	11 155
Амортизация	5 796	6 572	6 690	4 860
Промени в оборотния капитал	2 652	(3 053)	3 641	3 319
Други постъпления от оперативна дейност	(3 813)	8 065	(7 009)	(7 705)
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	11 262	11 622	10 778	11 629
Покупка на дълготрайни активи	(9 655)	(5 311)	(6 341)	(3 791)
Други постъпления от инвестиционна дейност	0	497	352	1 345
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(9 655)	(4 814)	(5 989)	(2 446)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	(254)	(1 978)	(1 073)	(1 646)
Изплатени дивиденди	(1 125)	(953)	(1 492)	(2 485)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(898)	(811)	(846)	(100)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	(2 277)	(3 742)	(3 411)	(4 231)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(670)	3 066	1 378	4 952
Пар. средства в началото на периода	2 141	1 471	4 537	5 915
<b>Пар. средства в края на периода</b>	1 471	4 537	5 915	10 867
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.11	0.35	0.45	0.83

Показатели	2008	2009	2010	9М 2011
<b>Коефициенти за оценка</b>				
Цена/Печалба (P/E)	8.24	1 835.94	11.48	7.88
Счетоводна стойност (BV)	2.96	2.89	3.37	3.99
Цена/счет. стойност (P/B)	1.42	1.85	1.95	1.69
Приходи на акция	6.32	2.93	4.83	5.26
Цена/Приходи (P/S)	0.66	1.83	1.36	1.28
Цена/Паричен поток	4.40	10.55	6.05	5.49
EV (в хил. лева)	60 575	70 714	84 115	79 838
EV/Приходи	0.74	1.86	1.34	1.17
EV/ЕБИТДА	4.34	10.05	5.51	4.60
EV/ЕБИТ	7.42	153.39	9.80	6.39
<b>Ликвидност</b>				
Текуща ликвидност	2.20	2.39	2.54	3.16
Бърза ликвидност	1.16	1.32	1.53	2.25
<b>Дълг</b>				
Дълг към активи	0.31	0.25	0.23	0.23
Interest coverage	11.87	1.10	28.90	116.83
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.28	0.23	0.15	0.07
Дълг/Собствен капитал	0.45	0.33	0.30	0.29
<b>Активи</b>				
Inventory turnover	7.10	4.82	6.91	6.42
Days sales outstanding	51	49	45	80
Fixed asset turnover	2.63	1.18	1.85	2.26
Total asset turnover	1.48	0.76	1.11	1.02
<b>Рентабилност</b>				
Норма на печалба	8.1%	0.1%	11.9%	16.3%
ЕБИТДА норма	17.0%	18.5%	24.3%	25.4%
Basic earning power	14.7%	0.9%	15.1%	18.6%
Възвращаемост на активите	11.9%	0.1%	13.1%	16.6%
Възвращаемост на собствен капитал	17.2%	0.1%	17.0%	21.5%
Възвращаемост на инвестициите	13.5%	0.1%	14.8%	20.1%
<b>Информация за дивиденди</b>				
Доход от дивиденди	1.50%	1.77%	3.04%	-
Дивидент на акция	0.06	0.09	0.20	-

\*Изчисленията за 2011 г. включват само последния отчетен период

<b>Брой акции:</b>	<b>13 004 800</b>	<b>13 018 400</b>	<b>13 018 400</b>	<b>13 018 400</b>
<b>Цена в лв. - края на периода:</b>	<b>4.20</b>	<b>5.36</b>	<b>6.57</b>	<b>6.75</b>
<b>Паз. капитализация в края на периода (лв.)</b>	<b>54 620 160</b>	<b>69 765 606</b>	<b>85 582 962</b>	<b>87 874 200</b>

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:** 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. 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 публикуването на 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 публикуването на препоръки. 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)