

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	4 февруари 2011	1.60

## Херти

### Бизнес описание

Основният предмет на дейност на Херти е производство и продажба на опаковки. Производството е фокусирано към потребители от различни сегменти на хранително-вкусовата промишленост, но част от продукцията е насочена и към фармацевтичния сектор. Компанията изнася средно над 85%, като основните приходи от продажби са от Европейския съюз, Русия. Херти покрива целия процес от производството до крайната реализация на продукцията си. Дружеството разполага с потенциал и възможности самостоятелно да извършва проучвания и анализи на конюнктурата на пазарите, които представляват интерес за дейността ѝ.

В структурата на компанията са включени четири дъщерни дружества:

- Тихерт ЕАД – 100% от капитала;
- Херти Англия – 100% от капитала;
- Херти Франция – 100% от капитала;
- Херти Груп Интернешънъл – 49.00%.

Компанията има и 5.6% участие в Екопак България, което осигурява изпълнението на задължението по събиране и оползотворяване на опаковките, пуснати на пазара в съответствие със Закон за управление на отпадъците и Наредба за опаковките и отпадъците. Херти притежава ресурси за технологични разработки, изследвания, въвеждане на системи за управление и контрол. В края на миналата година компанията получи сертификат по изискванията и стандарт на качеството ISO 9001:2008.

### Пазарна активност

Акцията на Херти е сред слабо търгуваните книжа на фондовата борса. Публичното предлагане в началото на 2008 г. среща значителни трудности по отношение на търсенето. Амбициозните планове за набиране на капитал и дори продажбата на съществуващи акции съвпаднаха с първия по-значим спад на фондовите борси по света. Търсенето тогава се насочи към компаниите с познат бизнес и борсова история. При старта на търговията с акциите на БФБ цената им беше изостанала значително от процеса на преоценка на рисковете от глобалните капиталови пазари. Поради тази причина и акцията на Херти започна да поевтинява още от първите сделки.

Търговията с акциите на Херти намаля значително след края на първото тримесечие на 2010 г., в съответствие със спада на оборотите и на цените на БФБ. Поскъпването на акцията до 2 лв. е следствие именно на ниската ликвидност. Тя не беше засегната от разпродажбите на БФБ, тъй като няма търговия по позицията.

### Показатели за оценка

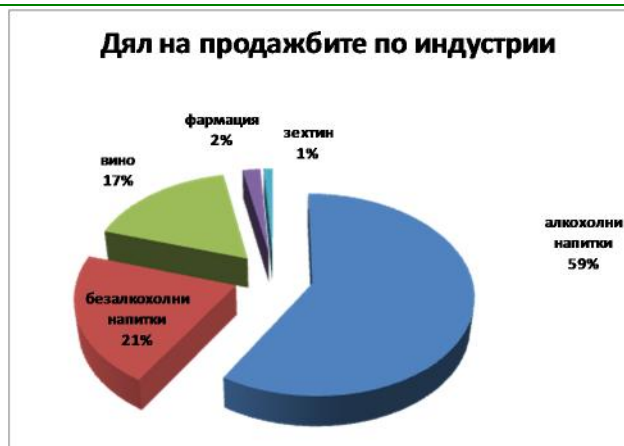
Enterprise Value	24 633 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2011)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.51
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.22
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.84
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	10.69

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	7.9%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	21%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	-
Ръст на активите	-0.8%

## Продажби

По-голяма част от приходите на Херти се формират от продажби на капачки за производителите на алкохолни напитки. Основният сегмент на Херти, който стои зад растежа на приходите, са алуминиевите капачки за вино. Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от съществуващи клиенти, като 20% от увеличението на продажбите е за нови клиенти. Ръстът на световната икономика поддържа консумацията на напитки и очакваме, че Херти ще продължи да представя по-добри резултати по отношение на продажбите.

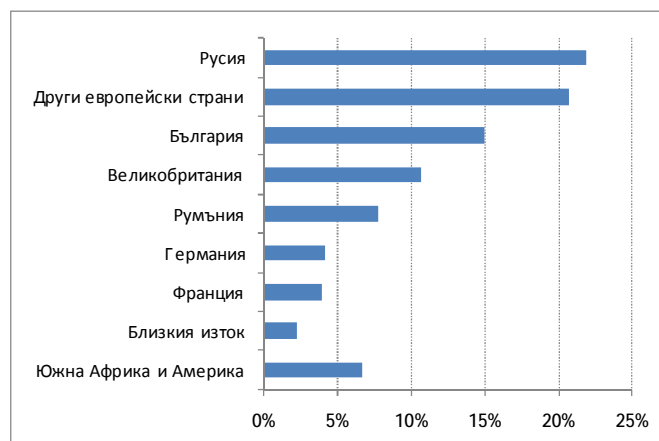


Източник: Херти

През последните години винопроизводителите активно преминаваха към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Тази тенденция се запазва и в началото на 2011 г. според проучване на компанията за маркетингови анализи Freedonia Group. В анализа на компанията за производството на капачки през следващите пет години се посочва още, че възстановяването на търсенето на вино в страните, които не произвеждат напитката, създава предпоставки за покачване на пазарния дял на корка в опаковките. Прогнозите за растежа на пазара на капачки в Западна Европа през следващите години са за по-слаб темп спрямо средното за света – 2.6% в стойностно изражение през 2011 г. В Източна Европа се очаква по-силен растеж от 4.1%, като стойността на пазара е значително по-малка. Страните от Източна Европа, включително и Русия, отчитат най-силен растеж на иновативните капачки за нови видове опаковки.

Пластмасовите капачки ще продължат да растат най-бързо спрямо останалите материали, но в Източна Европа, където Херти има значителен пазар дял, алуминиевите капачки ще имат предимство в темповете на нарастване. В световен мащаб растежа на пазара ще се поддържа от преминаването към продукти с висока добавена стойност, които увеличават сигурността на опаковката и удобството за потребителя. Напитките ще имат 65% пазарен дял в производството на капачки, като основната част от тях ще бъдат за бутилирана вода. Нетрадиционните сегменти, като спортните напитки и ароматизираните млека, ще продължат да се представят силно.

Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Делът на Русия постепенно намалява за сметка на продукцията, насочена към Европейския съюз и по-специално към Германия, Великобритания и Франция. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия. Този сегмент е водещ при растежа на продажбите във Великобритания, докато във Франция се увеличават и продажбите на капачки за алкохолната индустрия.

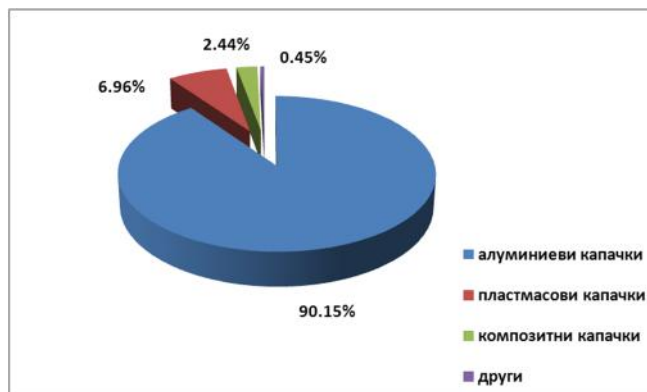


Източник: Херти

Резултатите потвърждават прогнозите, че дъщерните дружества във Франция и Великобритания ще допринесат за навлизане на двата пазара. През дъщерните дружества минават над 22% от продажбите в момента. Херти също така продава все по-активно и на други пазари в Европа – компанията изнася алуминиеви капачки за вино за Германия и Австрия. Участието на браншови изложения в Германия подпомага затвърждаване на

позициите на компанията на този пазар.

Продажбите на алуминиеви капачки отбелязват силен растеж през изминалата година и вече представляват 90% от продажбите на Херти. Делът на останалите видове капачки продължава да намалява, като само композитните капачки отчитат нарастване на годишна база. Херти покрива над 90% от видовете алуминиеви капачки, които се търсят от пазара. Те се търсят от винарската индустрия като успешен заместител на корка.



Източник: Херти

### Разходи

Цената на алуминия отбеляза нов ръст от началото на годината при липса на съществени колебания. Стабилното поскъпване на суровината имаше негативно влияние върху нормата на печалба на Херти, тъй като алуминия вече представлява повече от 60% от общите разходи за материали. Значителната разлика между цената на алуминия през второто тримесечие на 2010 и на 2011 г. е предпоставка за задържане на по-ниска норма на печалба, но компанията продължава да повишава цените на продуктите си и разликата няма да бъде толкова голяма по отношение на финансовия резултат.



Източник: Блумбърг

### Сертификати за качество

Херти приключи процедура за сертифициране на компанията по Глобалния стандарт за опаковане и опаковъчни материали BRC/IOP. Стандартът е създаден основно за защита на потребителите, като помага и на търговците да отговорят на нормативните изисквания на Европейския съюз и изискванията за добри практики. Сертификатът дава възможност за свободна търговия с всички фирми в схемата BRC - Tesco, Sainsbury, Marks&Spencer, Asda, Boots, Safeway, Co-op и др. Стандартът се прилага от доставчици в Европа, Африка, Средния Изток, Азия, Далечния Изток, Австралия, Северна и Южна Америка. Сертификацията спрямо BRC е възможност за Херти да разшири своите пазари, гарантирайки на партньорите си качество и надеждност.

Херти АД стана член на SEDEX- неправителствена организация базирана в Лондон, обединяваща фирми, ангажирани с постоянното подобрене на етичното представяне на техните вериги от доставки. Чрез системата си за обмен на данни SEDEX дава възможност на своите членове да постигат прозрачност и да прилагат най-добрите практики в сферата на работните стандарти, здравословни и безопасни условия на труд, опазване на околната среда и почтеност в бизнеса.

## Собственост

Акционерният капитал на дружеството е разпределен основно между физически лица. Йозеф Майер е първият дългосрочен инвеститор в дружеството и акционер от 1997 г. Ръководената от него компания „ИГМ Холдинг“ е регистрирана в Австрия и се занимава с търговска дейност. На първичното публично предлагане през 2008 г. се предлагаха допълнително и акции именно от дела на „ИГМ Холдинг“. Големите акционери продължиха да продават малък брой акции през първото тримесечие на 2010 г. и фрий-флоутът нарасна до 0.28%. Въпреки това, той остана твърде нисък, за да има ликвидна търговия и за българските стандарти.



Към 31 март 2011 г.  
Източник: Херти

## Финансов анализ

Икономическият растеж стимулира в момента не само търсенето на опаковки и капачки, но и повишаването на цените на суровините. Очакванията за развитието на глобалната икономика в момента са значително по-позитивни спрямо средата на 2010 г. Херти оперира в тясно-специализирана ниша, която също беше засегната значително от кризата. Инвестициите в модернизация и разширяване на производството са финансирани със заемни средства, което има своето отражение върху финансовите показатели на компанията. Дружеството не успя да набере капитал чрез фондовата борса, което се дължеше на влошаването на пазарната конюнктура. Увеличението на капитала щеше да компенсира значителна част от влошената задлъжнялост на Херти.

Ликвидност	2006	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
Текуща ликвидност	1.19	0.93	1.03	1.08	1.49	1.50
Бърза ликвидност	0.77	0.62	0.73	0.79	1.07	1.04

Показателите за ликвидност останаха без промяна през първото тримесечие. Изменението спрямо година назад обаче е съществено, тъй като текущите активи в края на 2010 г. нараснаха значително. Ръст отчитат вземанията на дружеството, като нарастването им следва повишаването на приходите от продажби. Херти успяваше да поддържа достатъчно добра ликвидност, за да осигури оперативната си дейност по време на кризисните години. Подобряването в края на 2010 г. е следствие на възстановяването на пазарите, на които оперира. Значителната разлика през 2007 г. спрямо 2006 г. се дължи на голямата инвестиционна дейност на дружеството и на покачването на задлъжнялостта. От 2007 г. се наблюдава подобряване на показателите за бърза и текуща ликвидност, въпреки лекото нарастване на задълженията на компанията от тогава.

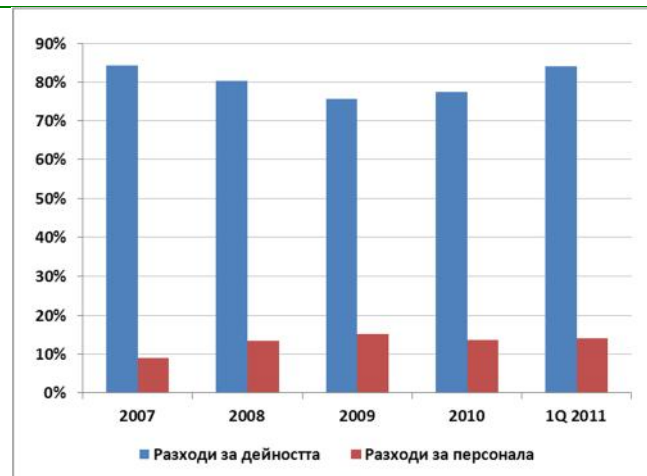
Дълг	2006	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
Задължения / Активи	60.9%	57.7%	60.2%	56.5%	60.0%	60.3%
Дългосрочен дълг / (Дълг + Капитал)	5.3%	13.7%	21.0%	19.1%	33.9%	33.5%
Дългосрочен дълг / Капитал	7.9%	24.9%	40.2%	35.3%	62.0%	61.1%
Паричен поток от дейността / Дълг	24.2%	-5.3%	4.4%	13.4%	16.0%	6.5%
Interest Coverage Ratio	1.79	1.43	0.01	0.63	1.08	0.39

През второто полугодие на 2010 г. има промяна в структурата на задълженията, която се запазва и през първото тримесечие на 2011 г. Дългосрочният дълг нараства за сметка на краткосрочния, което е политиката по управление на задълженията на Херти. Това води до промяна на коефициентите на задлъжнялост, въпреки че като цяло има слабо намаление на банковите заеми на компанията. Дългосрочният дълг към собствения капитал е 61% в последния неконсолидиран отчет. Задлъжнялостта на Херти нараства през 2007 и 2008 г., заради осъществената инвестиционна програма.

Нивото на задълженията е сериозно препятствие за компании с ниски печалби и с планове за инвестиции по време на кредитната криза. Херти подобрява възможността си да обслужва задълженията си през 2010 г. Печалбата преди лихви и данъци нахвърля лихвените разходи, което също показва постепенното подобрене във финансовите показатели на дружеството.

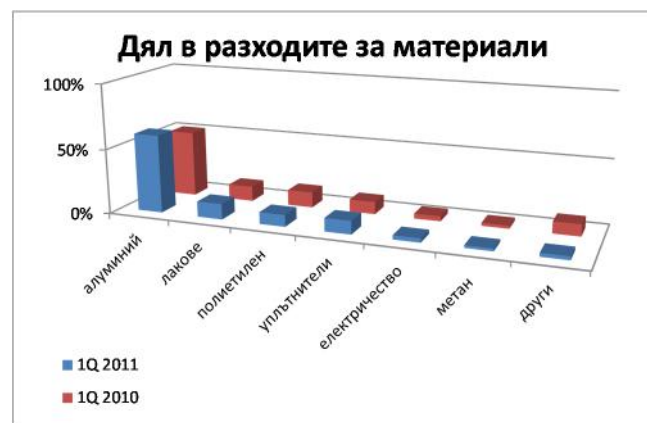
## Финансов анализ

Разходите за производство като процент от приходите на Херти вече нарастват с много бързи темпове. Основна причина за това е скокът на цената на алуминия. Производствените разходи вече представляват 84% от общите приходи, като това отговаря на равнищата, които са отчетени през 2006 и 2007 г. по време на бума в цените на суровините. Разходите за персонала са 14% от общите приходи през първото тримесечие, като това е близо до средното за последните три години.



Източник: Херти

Алуминият запазва основен дял в разходите за материали на Херти. Съотношението му в общите разходи се покачи през първото тримесечие и суровината заема 60% от разходите за материали. Промените в останалите категории разходи също зависят от изменението в продуктовата структура на Херти, но те не са съществения фактор при определяне на дългосрочния тренд на нормата на печалба на компанията.



Източник: Херти

През 2009 г. се наблюдава значително покачване на разходите за работна заплата и осигуровки спрямо приходите на дружеството. Основната причина е намалението на продажбите с над 27% спрямо 2008 г. През 2010 г. тази тенденция се промени, благодарение на възстановяването на приходите от продажби. Наблюдаваното увеличение на приходите на Херти през 2011 г. задържа дела на работна заплата в структурата на разходите на средното равнище за последните три години. Политиката на Херти към персонала е да се избягват съкращения на служители, като намалението на броя им се дължи на доброволно напусналите или пенсионирани работници. По този начин компанията запази специализирания си персонал, с което бързо възстанови пазарните си позиции без да увеличава брака на готова продукция.

## Прогноза

Възстановяването на приходите от продажби през 2010 г. беше силно и Херти почти достигна рекордните обеми от 2008 г. Първото тримесечие на годината продължава тази тенденция, като компанията с всеки изминал период доказва способностите си да се разраства. Поради тази причина увеличаваме във възходяща посока очакванията си за приходите от продажби. Херти отчита темпове на растеж на компанията, които надхвърлят значително средното за пазарите в Европа. Високите цени на алуминия и възстановяването на глобалната икономика ще спомогнат и за постепенния ръст на крайните цени на капачките, което ще задържи нормата на печалба на компанията. Ефектът от скъпите материали обаче продължава да бъде негативен и възвръщаемостта на Херти беше под очакванията ни през последната една година. Цената на алуминия остава висока и това е причината да ревизираме в низходяща посока очакванията си за нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизации. Тези очаквания са по-консервативни и включват в себе си продължаване на ръста на алуминия и забавяне в пренасянето на инфлацията в крайните цени на продуктите на компанията.

хил. лв.	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Продажби	23 638	27 783	30 965	22 529	28 002	35 003	41 128	46 680
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-27.24%	24.29%	25.00%	17.50%	13.50%
ЕБИТДА	1 564	1 613	2 030	2 006	2 394	2 625	3 208	3 734
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	7.50%	7.80%	8.00%
ЕБИТ	712	599	573	499	795	700	946	1 400
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	2.00%	2.30%	3.00%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	60	-50	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	-0.14%	-	-

## Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

<b>Последна цена</b>	<b>Пазарна капитализация</b>	<b>Едногодишен рейндж</b>	<b>Среден обем (3м)</b>
1.23	14 776 970	BGN 1.00 – BGN 3.10	-
<b>Beta</b>	<b>Промяна за 1 г.</b>	<b>Промяна на SOFIX</b>	<b>Промяна на BG40</b>
-	10.8%	8.1%	14.0%

## Оценка

Акциите на Херти се търгуват слабо, което се дължи на неуспешното публично предлагане на книгата в началото на 2008 г., когато бяха пласирани едва 14 хил. акции. Оценката на компанията е базирана върху сравнение с основните коефициенти на компании от сектора и на пазарите в Източна Европа. Използваме и метод на дисконтираните парични потоци за определяне на справедлива цена на акция, тъй като компанията вече има достатъчно дълга история като публично дружество, а продажбите ѝ показват стабилност и бързи темпове на развитие.

### Анализ на коефициентите за оценка

Негативният резултат за последните 12 месеца отново прави коефициента цена/печалба (P/E) отрицателен. Все още той не е достатъчно стабилен фактор за оценка на компанията, която се намира в етап на бърз растеж и все още лихвите по задълженията ѝ имат голяма тежест при формиране на EBIT.

Текущият коефициент цена/капитал (P/B) отчита слабо покачване спрямо година по-рано. Цена/продажби (P/S) е под влияние на увеличението на приходите на компанията и е на най-ниското си ниво, откакто Херти е публично дружество. Коефициентът EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции, като в момента също е под негативното влияние на растящите разходи за материали.

	2009	2010	1Q 2011
Последна цена	1.15	1.23	1.23
Брой акции	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Капитализация	13 815 867	14 776 970	14 776 970
Нетна печалба	-290 000	60 000	-6 000
P/E - цена/печалба	-47.64	246.28	-2462.83
Собствен капитал	12 134 000	12 212 000	12 133 000
P/B - цена/капитал	1.14	1.21	1.22
Продажби	22 529 000	28 002 000	29 247 000
P/S - цена/продажби	0.61	0.53	0.51
EV	23 905 867	24 851 970	24 632 970
EBITDA	2 005 000	2 394 000	2 304 000
EV/EBITDA	11.92	10.38	10.69
RoE	-2.39%	0.49%	-0.05%
RoA	-1.01%	0.20%	-0.02%

\*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### Сравнение с отрасъла

Производството на капачки е част от значително по-широката гама опаковъчни продукти, в които работят голям брой компании в Европа. Много малко от тях са специализирани в продуктите, които произвежда Херти, но широкият обхват на включените компании позволява по-добра сравнителна оценка. Таблицата представя основните показатели за оценка на компаниите в производството на опаковки в Източна и Западна Европа:

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Източна Европа	186.40	1.12	0.83	11.04
Западна Европа	17.22	1.48	0.64	6.44
Коефициенти общо	76.75	1.32	0.72	8.14

Източник: Bloomberg

Средният коефициент цена/печалба в Източна Европа остава много висок. Близо половината от дружествата в сектора работят на загуба. В Западна Европа показателят е близо до средното равнище за водещите индекси в региона. От извадката са изключени компаниите с нереалистично високи коефициенти цена/продажби и цена/собствен капитал, но техният брой е много малък. Акциите в Европа отбелязаха значителен ръст през втората половина

на 2010 г. Това води до нарастване на P/S за двата региона, а при P/B има увеличение само при компаниите в Западна Европа, което най-вероятно се дължи на промяната в справката за Източна Европа, а не на ръст на печалбите и на капитала в региона.

EV/EBITDA също отчита разлика между двата региона, която се дължи, както на влошаването на финансовия резултат, така и на високата задлъжнялост на фирмите от Източна Европа. Показателят е по-добър индикатор за възвръщаемостта и цената на компаниите, като той се влияе от слабите печалби и нарастващи задължения на компаниите.

### **Сравнителна оценка – компании от сектора**

Отрицателната стойност на P/E на Херти и на средното за Източна Европа прави използването на коефициента с незначителен принос за оценката. Средната стойност на трите коефициента се покачва слабо през тримесечието. Резултатите на Херти за изминалите 12 месеца показват слабо влошаване по отношение на финансовия резултат, което води и до намаление на оценката на акция от 1.32 лв. до 1.30 лв.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/B	1.32	1.33	35%
P/S	0.72	1.75	35%
EV/EBITDA	8.14	0.74	30%
<b>Цена (лв.)</b>			<b>1.30</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### **Дисконтирани парични потоци**

Силното покачване на приходите през четвъртото тримесечие на 2010 г. доведе до приключване на годината с 24% ръст. Това има отражение върху модела за оценка чрез дисконтиране на паричните потоци, защото базата за нарастване на приходите става по-висока и компанията генерира по-големи годишни приходи. Тенденцията към растеж се потвърди през първото тримесечие на 2011 г., което е причина да ревизираме очакванията си за повишаване на приходите. Това има положителен ефект върху справедливата стойност на акция, въпреки че в същото време ревизираме надолу и нормата на печалба през тази и следващата година. Поскъпването на суровините ще доведе до допълнително нарастване на крайните цени на Херти в близките години, но предпочитаме по-консервативен подход при определяне на прогнозите ни.

Херти увеличи оборотния си капитал значително през 2010 г. Не очакваме да продължи нарастването на оборотния капитал, като е възможно намалението му по подобие на 2007 г. Залагаме равнището му на 10% от продажбите през тази година, а в модела за следващите години оставяме ниво от 7%. Запазване на темповете на растеж на приходите, включително и поради повишаване на цените на продукцията на Херти, ще има допълнителен позитивен ефект върху паричния поток през следващите години. Известна воалтиленост на тримесечна база е възможна, но причините ще са по-скоро сезонни, отколкото икономически. Още повече, че ръстът на Херти е базиран и на очаквания за развитието на новите пазари.

Залагаме много консервативни проценти на растеж през втората половина на модела, тоест след изтичането на следващите пет години на развитие. Прогнозираният дългосрочен растеж е 3.5% - повишаваме стойността му поради зависимостта от суровини и силния растеж на потреблението. Средно-претеглената цена на капитала 10%. Представен е анализ на чувствителността към дългосрочния растеж и цената на капитала. Цената на акция е между 1.16 лв. и 4.02 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.87 лв. Увеличението е спрямо 1.62 лв. в предходния анализ.

Херти											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	700	946	1 400	1 540	2 218	2 351	2 469	2 889	2 990	3 094	3 203
ЕБИТ(1-Т)	630	851	1 260	1 386	1 996	2 116	2 222	2 600	2 691	2 785	2 882
Плюс: Амортизации	1 925	2 262	2 334	2 567	2 218	2 351	2 469	2 247	2 325	2 407	2 491
Минус: Инвестиции	700	823	934	1 284	1 386	1 764	1 852	2 247	2 325	2 407	2 491
Минус: Промяна об. капитал	-1 392	-621	389	327	288	233	206	173	157	163	174
FCF	3 247	2 912	2 272	2 343	2 541	2 471	2 633	2 427	2 533	2 622	2 708
PV FCF	2 952	2 407	1 707	1 601	1 578	1 395	1 351	1 132	1 074	1 011	
Sum of PV FCF	16 207										
PV of Continuing Value	16 063										
Total PV Free Cash Flows	32 270										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	10 023				8.0%	2.41	2.75	2.97	3.25	4.08	
Плюс: Финансови активи	167				9.0%	1.96	2.18	2.32	2.48	2.93	
НС на капитала	22 414				10.0%	1.63	1.78	1.87	1.97	2.24	
Брой акции (хил.)	12 014				11.0%	1.37	1.47	1.53	1.60	1.78	
Цена на акция	1.87				12.0%	1.16	1.23	1.28	1.33	1.45	

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Оценка

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.60 лв. в сравнение с 1.47 лв. от предишния тримесечен анализ. Увеличението идва от дисконтирането на паричните потоци. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.32	50%
DCF	1.87	50%
<b>Цена (лв.)</b>		<b>1.60</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Препоръка и ценова цел

Даваме **Неутрална** препоръка за акциите на Херти поради ниската ликвидност и риска на по-малките компании. Справедливата цена на акция се базира на двата модела за оценка или 1.60 лв. Трябва да се отчете обаче, че компанията отчита подобрене на всички показатели през последната една година и запазването на темповете на растеж и нормата на печалба ще създаде предпоставки за нормализиране и на показателя цена/печалба.

При текущия интерес към акциите на компании с малка пазарна капитализация едва ли може да се говори за съществено подобрене на търговията и ново покачване на акциите на Херти в близките тримесечия. Ликвидността на българските акции има голямо значение за представянето им, като все още не може да се очаква интерес на пазара към дружествата с малък фрий-флоут, включително и при значителна премия в цената.

## Финансови данни (неконсолидиран отчет)

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
<b>Продажби</b>	27 876	28 370	22 529	28 002	7 271
Продуктови разходи	23 473	22 759	17 051	21 689	5 697
Разходи за персонала	2 519	3 779	3 419	3 832	1 024
Нетен приход от финансова дейност	(201)	(429)	(53)	(87)	(77)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 683	1 403	2 006	2 394	473
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	410
<b>ЕБИТ</b>	697	9	499	795	63
Разходи за лихви	489	830	789	735	162
<b>Печалба преди данъци</b>	208	(821)	(290)	60	(99)
Разходи за данъци	16	0	0	0	0
<b>Печалба след данъци</b>	192	(821)	(290)	60	(99)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	60	(99)
<b>Печалба на акция</b>	0.02	(0.07)	(0.02)	0.00	(0.01)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
<b>Общо активи</b>	30 266	31 223	28 621	30 531	30 229
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	18 008	17 409	16 544	15 687	15 393
Дълготрайни материални активи	17 729	17 114	16 206	15 402	15 108
Инвестиции	219	221	279	279	279
<b>Текущи активи</b>	12 258	13 814	12 077	14 844	14 836
Запаси	4 025	3 957	3 276	4 161	4 530
Вземания	7 343	9 333	8 542	10 638	10 139
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	522	524	259	45	167
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	30 266	31 223	28 621	30 531	30 229
<b>Собствен капитал</b>	12 798	12 099	12 134	12 212	12 133
Основен капитал	12 000	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	385	33	354	358	358
Печалба	413	52	-234	-160	-239
<b>Задължения</b>	17 468	19 124	16 487	18 319	18 220
Нетекущи пасиви	1 039	819	1 038	799	802
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	3 190	4 864	4 284	7 568	7 418
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 245	6 228	6 065	2 552	2 605
Текущи пасиви	5 994	7 213	5 100	7 400	7 271
Други задължения	0	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	(981)	373	912	4 892	4 960

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	60	(99)
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	410
Промени в оборотния капитал	(2 682)	1 354	539	2 182	68
Други постъпления от оперативна дейност	947	(1 440)	(365)	(2 226)	273
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	(557)	487	1 391	1 615	652
Покупка на дълготрайни активи	(5 522)	(878)	(113)	(649)	(163)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(180)	0	42	0	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(5 702)	(878)	(71)	(649)	(163)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	43	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	5 990	1 493	(512)	(397)	(152)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	231	(1 143)	(1 073)	(783)	(215)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	6 221	393	(1 585)	(1 180)	(367)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(38)	2	(265)	(214)	122
Пар. средства в началото на периода	560	522	524	259	0
<b>Пар. средства в края на периода</b>	522	524	259	45	122
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.04	0.04	0.02	0.00	0.01

Показатели	2007	2008	2009	2010	1Q 2011
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	-37.75	-47.64	246.28	-149.26
Счетоводна стойност (BV)	n/a	1.01	1.01	1.02	1.01
Цена/счет. стойност (P/B)	n/a	2.56	1.14	1.21	1.22
Приходи на акция	n/a	2.36	1.88	2.33	0.61
Цена/Приходи (P/S)	n/a	1.09	0.61	0.53	2.03
Цена/Паричен поток	n/a	54.09	11.35	8.91	47.51
EV (в хил. лева)	n/a	41 564	23 906	24 852	24 633
EV/Приходи	n/a	1.47	1.06	0.89	3.39
EV/ЕБИТДА	n/a	29.62	11.92	10.38	52.08
EV/ЕБИТ	n/a	4618.18	47.91	31.26	391.00
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	0.93	1.03	1.08	1.49	1.50
Бърза ликвидност	0.62	0.73	0.79	1.07	1.04
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.58	0.61	0.58	0.60	0.60
Interest coverage	1.43	0.01	0.63	1.08	0.39
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.33	0.47	0.44	0.69	0.68
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.58	1.36	1.50	1.50
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.93	7.17	6.88	6.73	1.61
Days sales outstanding	95	118	136	137	502
Fixed asset turnover	1.55	1.63	1.36	1.79	0.47
Total asset turnover	0.92	0.91	0.79	0.92	0.24
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.2%	-1.4%
ЕБИТДА норма	6.0%	4.9%	8.9%	8.5%	6.5%
Basic earning power	2.3%	0.0%	1.7%	2.6%	0.2%
Възвращаемост на активите	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.2%	-0.3%
Възвращаемост на собствен капитал	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.5%	-0.8%
Възвращаемост на инвестициите	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.3%	-0.5%
<b>Информация за дивиденди</b>					
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Брой акции:</b>					
	12 000 000	12 013 797	12 013 797	12 013 797	12 013 797
<b>Цена в лв- края на периода:</b>					
	n/a	2.58	1.15	1.23	1.23
<b>Паз. Капитализация в края на периода (лв.)</b>					
	n/a	30 995 596	13 815 867	14 776 970	14 776 970

**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)

Пояснения

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) ЕЛАНА Трейдинг е страна по споразумение с емитента за изготвяне на настоящия анализ; (2) Независимо от т. 1, анализът е изготвен напълно независимо и обективно.

**Финансов интерес:** ЕЛАНА Трейдинг може да търгува или притежава акции на анализиранията 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 конфликтна 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:

<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 публикуването на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.