

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	10 май 2011	1.61

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 й.

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

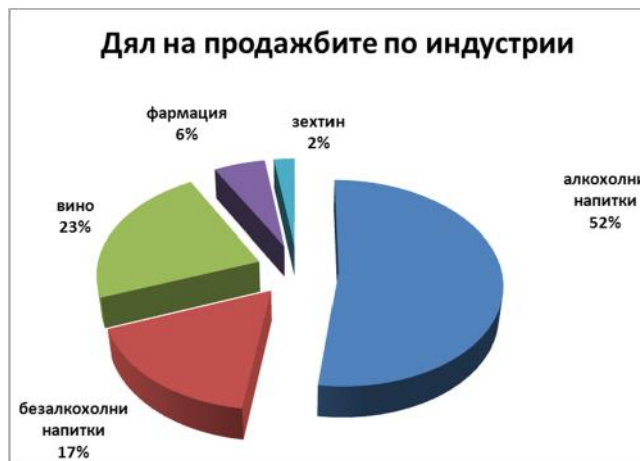
Enterprise Value	24 977 970
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2011)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.48
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.22
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.81
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	10.94

Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	7.4%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	23%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	-
Ръст на активите	-1.4%

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. През последните години винопроизводителите активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. 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.



Източник: Херти

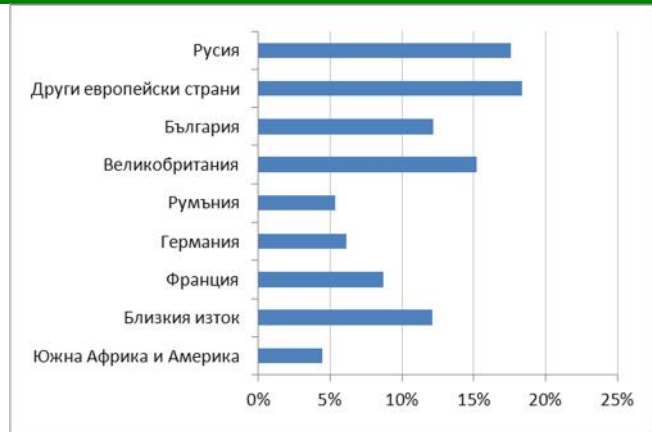
Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от съществуващи клиенти. Ръстът на световната икономика поддържа консумацията на напитки и очакваме, че Херти ще продължи да представя по-добри резултати по отношение на продажбите. Тенденцията в продажбите на Херти е положителна, като намалението на приходите през първото тримесечие показва известна сезонност през предходните години. През летните месеци на тази година се отчита известно намаление на приходите, но засега няма индикации за спад на поръчките.



Източник: Херти

Според проучване на компанията за маркетингови анализи **Freedonia Group** 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.

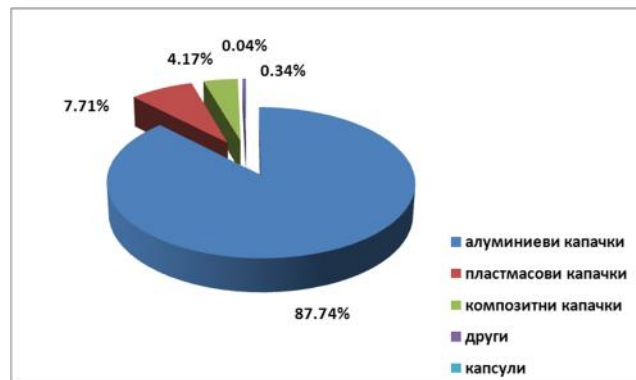
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Делът на Русия постепенно намалява за сметка на продукцията, насочена към Европейския съюз и по-специално към Германия, Великобритания и Франция. Нарастването на продажбите към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от 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

През 2011 г. има увеличение на приходите от региона на Близкия изток, благодарение на търсенето от фармацевтична компания в Ирак. 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. Херти мина успешен одит от Хенкел Германия, като през септември предстои и от Хенеси Франция.

Продажбите на алуминиеви капачки отбелязват силен растеж през изминалата година и вече представляват близо 90% от продажбите на Херти. Делът на останалите видове капачки продължава да намалява, като само композитните капачки отчитат нарастване на годишна база, поради новите продукти за алкохолни напитки в България.



Източник: Херти

Разходи

Цената на алуминия от върха си през април с цели 10% в началото на август. Това обаче е значително по-малко, отколкото отбелязаха останалите борсово търгувани суровини и е знак, че кризата е основно на фондовите пазари. Алуминият отразява все още доброто търсене от реалната икономика по света, но е напълно възможно цената му да отчете по-сериозен спад до края на годината, тъй като негативните събития на пазарите ще се отразят и на плановете на компаниите да инвестират и да трупат запа-си.



Източник: Блумбърг

Спадът на алуминия ще има положителен ефект върху нормата на печалба на компанията, тъй като представлява повече от 60% от общите разходи за материали. Общо разходите за материали се движат около 70% от равнището на приходите. Това показва стабилният бизнес модел на компанията през време на кризата, но освен това е и знак, че подобрението на нормата на печалба може да дойде само от намаление на дела на разходите за материали спрямо общите приходи.



Разходите за амортизации нараснаха като процент от общите след инвестициите през 2008 г. От тогава има постепенно намаление на дела на разходите за амортизация и труд. Потенциал за подобрене на нормата на възвръщаемост на компанията е в спад на разходите за труд. Политиката на фирмата е това да стане благодарение на нарастването на продажбите, а не със съкращения на разходите.



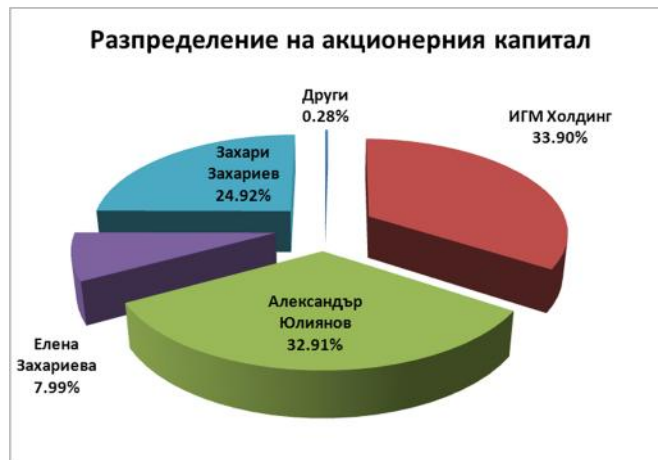
Сертификати за качество

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.

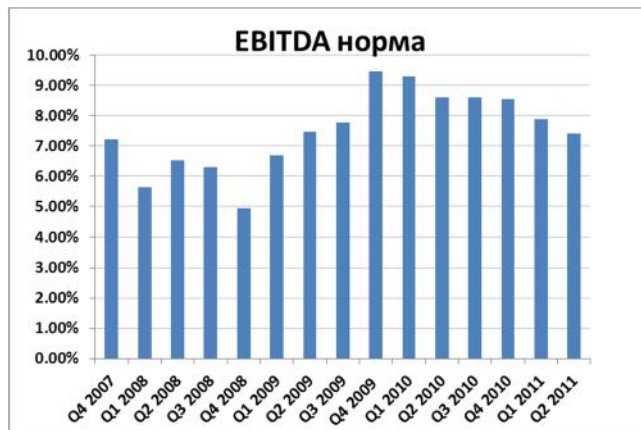


Към 30 юни 2011 г.
Източник: Херти

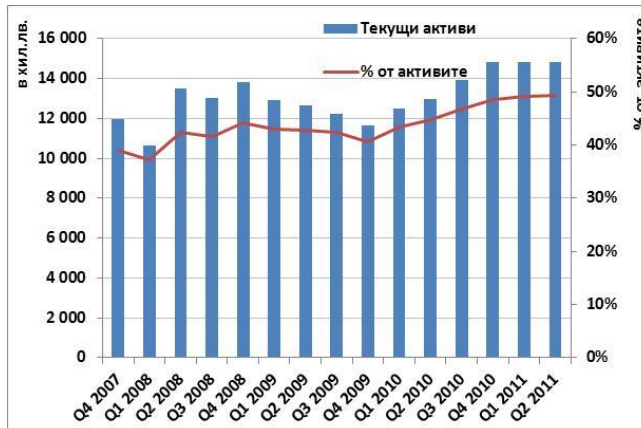
Финансов анализ

Глобалната икономика навлиза в период на забавено развитие. Растежът навсякъде по света ще бъде по-нисък. Втора криза е малко вероятна, освен ако финансовата система не загуби доверие в банките и отново няма големи фалити. 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.

Нормата на печалбата преди данъци, лихви и амортизации се понижава през последните две години. Данните обхващат последните 12 месеца към края на всеки период. На тримесечна база се наблюдава стабилизиране на показателя, а спадът на годишна все още се дължи на по-силната стойност през второто тримесечие на 2010 г. Все още няма потвърждение, че Херти ще подобри показателя, но повишаване на крайните цени ще има положителен ефект върху възвръщаемостта на компанията.

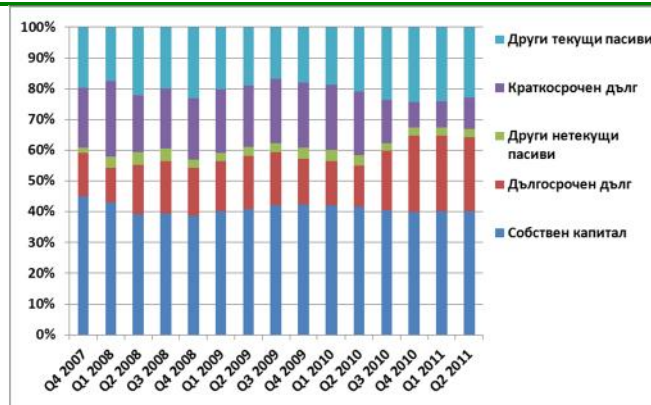


Икономическото възстановяване през 2010 г. доведе до нарастване на дела на текущите активи в общите. Вземанията поддържат стабилен темп на покачване, като достигат 34% от общите активи. Материалните запаси също растат, като в резултат на това оборотният капитал през последните три тримесечия се поддържа на равнището от 5 млн. лв.



Дългосрочният дълг се увеличава през последните 12 месеца, за сметка на намалението на краткосрочните задължения. Собственият капитал е на стабилното равнище от 40% от активите и не отчита промяна.

Коефициентите за текуща и бърза ликвидност се подобриха през последната година и вече са 1.49.



Прогноза

Възстановяването на приходите от продажби през 2010 г. беше силно и Херти почти достигна рекордните обеми от 2008 г. Тенденцията се запазва и през първата половина на 2011 г. Нарастването на продажбите е стабилно и компанията показва способността си да завоюва нови позиции на международните пазари. Нормата на печалба обаче изостава, което трябва да се отдаде на силния възход на цената на алуминия. Поради тази причина намаляваме прогнозите си за възвръщаемостта през тази и следващата година, в очакване на доказателства, че приходите на Херти няма да бъдат засегнати от икономическото забавяне по света и компанията ще успее да пренесе част от ръста на суровината върху крайната цена на продуктите си. Поради това се съмняваме, че нетната печалба на фирмата ще бъде достатъчна, за да гарантира нормален за българския пазар коефициент цена/печалба дори и през 2013 г.

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	2 520	3 126	3 734
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	7.20%	7.60%	8.00%
ЕБИТ	712	599	573	499	795	595	864	1 400
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	1.70%	2.10%	3.00%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	60	-155	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	-0.44%	-	-

Информация за акциите (БФБ Борсов код: НТВ)

Последна цена	Пазарна капитализация	Едногодишен реиндж	Среден обем (3м)
1.23	14 776 970	-	-
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	-	11.6%	21.5%

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. Разглеждаме компанията като потенциална цел за поглъщане, което я прави интересна с пазарните ѝ позиции и потенциала за развитие, а не с висока норма на възвръщаемост.

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 се увеличава слабо и 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 би била интересна за поглъщане.

Текущият коефициент цена/капитал (P/B) не се променя спрямо началото на годината. 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	2Q 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	-22 000
P/E - цена/печалба	-47.64	246.28	-671.68
Собствен капитал	12 134 000	12 212 000	12 076 000
P/B - цена/капитал	1.14	1.21	1.22
Продажби	22 529 000	28 002 000	30 868 000
P/S - цена/продажби	0.61	0.53	0.48
EV	23 905 867	24 851 970	24 977 970
EBITDA	2 005 000	2 394 000	2 284 000
EV/EBITDA	11.92	10.38	10.94
RoE	-2.39%	0.49%	-0.18%
RoA	-1.01%	0.20%	-0.07%

*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	73.93	1.14	0.76	9.48
Западна Европа	13.27	1.42	0.64	6.39
Коефициенти общо	35.44	1.29	0.70	7.57

Източник: Bloomberg

Средният коефициент цена/печалба в Източна Европа остава много висок, но се подобрява спрямо три месеца по-рано. Голямата част от дружествата в сектора на опаковките вече има положителни финансови резултати, но в Западна Европа компаниите на загуба са по-скоро изключения. От извадката са изключени компаниите с нереалистично високи коефициенти

цена/продажби и цена/собствен капитал, но техният брой е много малък. През последните месеци пазарната конюнктура в Европа е негативна, като коефициентите на оценка не са се променили значително, което да постави акциите като подценени. По-съществено намаление има само при средното ниво на цена/печалба.

EV/EBITDA също показва разлика между двата региона, която се дължи, както на по-слабите финансови резултати, 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

Постоянната загуба и отрицателно P/E на Херти са причината да не се използва коефициента при оценката. Липсата на ликвидна търговия също означава, че е по-вероятно към нея да има стратегически интерес, отколкото вторичен пазар. Поради това даваме голяма тежест на P/B и P/S. Средните показатели за Европа намаляват слабо през тримесечието, което и води до спад на оценката на акция от 1.30 лв. до 1.26 лв.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/B	1.29	1.30	35%
P/S	0.70	1.79	35%
EV/EBITDA	7.57	0.59	30%
Цена (лв.)			1.26

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Дисконтирани парични потоци

Силното покачване на приходите през четвъртото тримесечие на 2010 г. доведе до приключване на миналата година с 24% ръст. През първата половина на 2011 г. също се наблюдава силен ръст, който поддържа нивото на приходите малко по-високо от предишните ни очаквания. В същото време се усеща ефекта от повишаването на разходите за производство, което води до постоянната загуба на компанията. Нарастването на цените на крайните продукти през второто полугодие ще подобри нормата на възвръщаемост, но за всеки случай предпочитаме да заложим по-консервативни стойности за EBITDA нормата през тази и следващата година. Базата за нарастване на приходите става по-висока и компанията генерира по-големи годишни приходи. Това има положителен ефект върху справедливата стойност на акция.

Херти увеличи оборотния си капитал значително през 2010 г. Не очакваме да продължи нарастването му, като е възможно намалението 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 воалтилноост 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 1.23 лв. и 4.23 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.96 лв. Увеличението е спрямо 1.87 лв. в предходния анализ, като значителна причина за покачването е промяната в дисконтирането с отчитане на изминалата половина година.

Херти											Terminal
BGN'000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Year
ЕБИТ	595	864	1 400	1 540	2 218	2 351	2 469	2 889	2 990	3 094	3 203
ЕБИТ(1-Т)	536	777	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	3 152	2 838	2 272	2 343	2 541	2 471	2 633	2 427	2 533	2 622	2 708
PV FCF	3 006	2 460	1 790	1 679	1 655	1 463	1 417	1 187	1 127	1 060	
Sum of PV FCF	16 844										
PV of Continuing Value	16 846										
Total PV Free Cash Flows	33 691										
Минус: Лихвоносен дълг	10 246										
Плюс: Финансови активи	45										
НС на капитала	23 490										
Брой акции (хил.)	12 014										
Цена на акция	1.96										
			WACC								
				SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%		
				8.0%	2.50	2.84	3.08	3.36	4.23		
				9.0%	2.04	2.27	2.41	2.59	3.06		
				10.0%	1.71	1.86	1.96	2.07	2.35		
				11.0%	1.44	1.55	1.62	1.69	1.88		
				12.0%	1.23	1.31	1.36	1.41	1.54		

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Оценка

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.61 лв. в сравнение с 1.60 лв. от предишния тримесечен анализ. При дисконтирането на паричните потоци има нарастване на цената, докато сравнението със сектора доведе до по-ниска стойност. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.26	50%
DCF	1.96	50%
Цена (лв.)		1.61

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 **1.61** 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	2Q 2011
Продажби	27 876	28 370	22 529	28 002	15 296
Продуктови разходи	23 473	22 759	17 051	21 689	12 065
Разходи за персонала	2 519	3 779	3 419	3 832	2 089
Нетен приход от финансова дейност	(201)	(429)	(53)	(87)	(142)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	1 683	1 403	2 006	2 394	1 000
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	820
ЕБИТ	697	9	499	795	180
Разходи за лихви	489	830	789	735	336
Печалба преди данъци	208	(821)	(290)	60	(156)
Разходи за данъци	16	0	0	0	0
Печалба след данъци	192	(821)	(290)	60	(156)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
Нетна печалба	192	(821)	(290)	60	(156)
Печалба на акция	0.02	(0.07)	(0.02)	0.00	(0.01)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2Q 2011
Общо активи	30 266	31 223	28 621	30 531	30 029
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	18 008	17 409	16 544	15 687	15 226
Дълготрайни материални активи	17 729	17 114	16 206	15 402	14 941
Инвестиции	219	221	279	279	279
Текущи активи	12 258	13 814	12 077	14 844	14 803
Запаси	4 025	3 957	3 276	4 161	4 584
Вземания	7 343	9 333	8 542	10 638	10 174
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	522	524	259	45	45
Задължения + Собствен капитал	30 266	31 223	28 621	30 531	30 029
Собствен капитал	12 798	12 099	12 134	12 212	12 076
Основен капитал	12 000	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	385	33	354	358	434
Печалба	413	52	-234	-160	-372
Задължения	17 468	19 124	16 487	18 319	17 953
Нетекучи пасиви	1 039	819	1 038	799	822
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	3 190	4 864	4 284	7 568	7 206
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 245	6 228	6 065	2 552	3 040
Текущи пасиви	5 994	7 213	5 100	7 400	6 885
Други задължения	0	0	0	0	0
Оборотен капитал	(981)	373	912	4 892	4 878

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2Q 2011
Нетна печалба	192	(821)	(290)	60	(156)
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	820
Промени в оборотния капитал	(2 682)	1 354	539	2 182	(14)
Други постъпления от оперативна дейност	947	(1 440)	(365)	(2 226)	236
Нетен поток от оперативна дейност	(557)	487	1 391	1 615	886
Покупка на дълготрайни активи	(5 522)	(878)	(113)	(649)	(448)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(180)	0	42	0	0
Нетен поток от инвестиционна дейност	(5 702)	(878)	(71)	(649)	(448)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	43	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	5 990	1 493	(512)	(397)	39
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	231	(1 143)	(1 073)	(783)	(477)
Нетен паричен поток от финансова дейност	6 221	393	(1 585)	(1 180)	(438)
Изменения на паричните средства	(38)	2	(265)	(214)	0
Пар. средства в началото на периода	560	522	524	259	45
Пар. средства в края на периода	522	524	259	45	45
Пар. средства на акция:	0.04	0.04	0.02	0.00	0.00

Показатели	2007	2008	2009	2010	2Q 2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	-37.75	-47.64	246.28	-94.72
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	1.27
Цена/Приходи (P/S)	n/a	1.09	0.61	0.53	0.97
Цена/Паричен поток	n/a	54.09	11.35	8.91	22.25
EV (в хил. лева)	n/a	41 564	23 906	24 852	24 978
EV/Приходи	n/a	1.47	1.06	0.89	1.63
EV/ЕБИТДА	n/a	29.62	11.92	10.38	24.98
EV/ЕБИТ	n/a	4618.18	47.91	31.26	138.77
Ликвидност					
Текуща ликвидност	0.93	1.03	1.08	1.49	1.49
Бърза ликвидност	0.62	0.73	0.79	1.07	1.03
Дълг					
Дълг към активи	0.58	0.61	0.58	0.60	0.60
Interest coverage	1.43	0.01	0.63	1.08	0.54
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.33	0.47	0.44	0.69	0.66
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.58	1.36	1.50	1.49
Активи					
Inventory turnover	6.93	7.17	6.88	6.73	3.34
Days sales outstanding	95	118	136	137	239
Fixed asset turnover	1.55	1.63	1.36	1.79	1.00
Total asset turnover	0.92	0.91	0.79	0.92	0.51
Рентабилност					
Норма на печалба	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.2%	-1.0%
ЕБИТДА норма	6.0%	4.9%	8.9%	8.5%	6.5%
Basic earning power	2.3%	0.0%	1.7%	2.6%	0.6%
Възвращаемост на активите	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.2%	-0.5%
Възвращаемост на собствен капитал	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.5%	-1.3%
Възвращаемост на инвестициите	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.3%	-0.8%
Информация за дивиденди					
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
Брой акции:					
	12 000 000	12 013 797	12 013 797	12 013 797	12 013 797
Цена в лв- края на периода:					
	n/a	2.58	1.15	1.23	1.23
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	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
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
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 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 конфликтни 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 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.