

<u>Препоръка</u>	<u>Предходна</u>	<u>От дата</u>	<u>Ценова цел</u>
Неутрална	Неутрална	10 ноември 2011	1.33

## 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 и 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

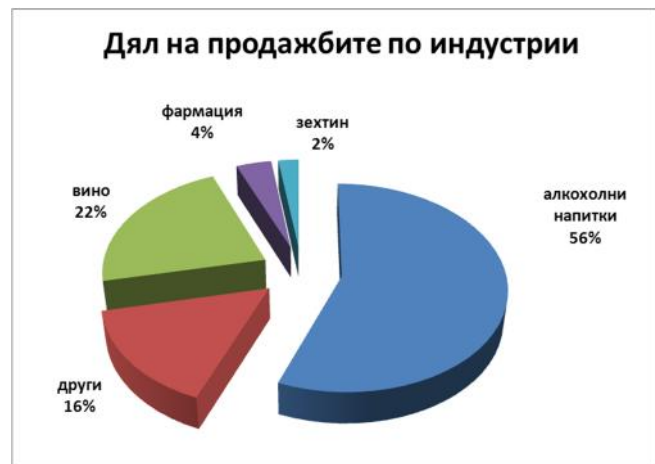
Enterprise Value	24 966 000
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	-
Прогнозиран P/E (2011)	-
PEG Ratio (1yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.48
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.23
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.82
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	11.73

### Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	-
Възвръщаемост на собст. капитал	-
Възвръщаемост на активите	-
EBITDA Margin	7.0%
Норма на Нетна печалба	-
Ръст на приходите	8.98%
Ръст на печалбата на акция	-
Ръст на капитала	-1.2%
Ръст на активите	-1.8%

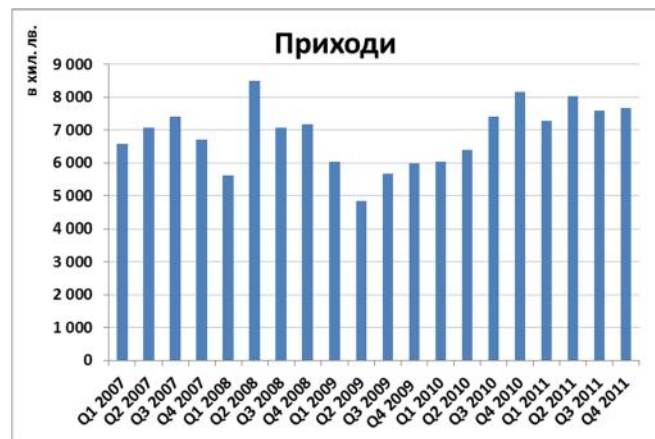
## Продажби

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. През последните години винопроизводителите активно преминават към използване на винтови капачки за сметка на по-скъпия корк. Изменението в структурата на продажбите на Херти през 2011 г. е слабо. Наблюдава се увеличение на дела на капачките за алкохолни напитки за сметка на останалите продукти на компанията. Спадът в опаковките за фармацевтични продукти се дължи на еднократния характер на износа на конкретни опаковки за сектора.



Източник: Херти

Повишаването на продажбите на Херти на годишна база спря през четвъртото тримесечие за първи път от две години. Растежът на тримесечна база е слаб, като приходите остават на стабилни равнища, въпреки кризата в Европа и намалението на потреблението. Възстановяването на приходите на Херти се дължи на търсенето от настоящите клиенти. Засега няма индикации за свиване на търсенето, но ревизираме надолу прогнозите си за растеж през 2012 г. Позитивна новина е фактът, че отражението на кризата в Европа е слабо.

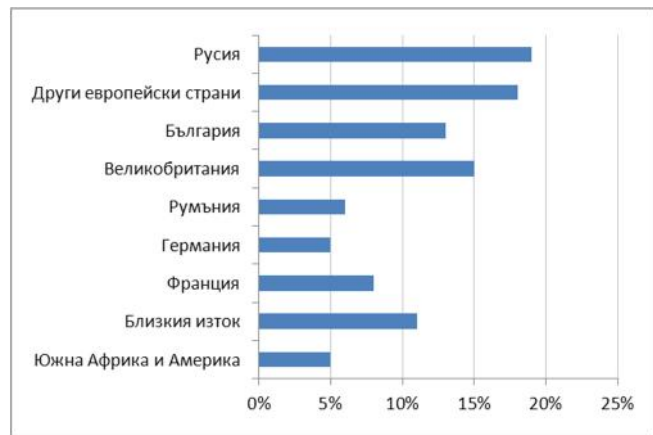


Източник: Херти

Според проучване на компанията за маркетингови анализи **Freedonia Group** пластмасовите капачки ще продължат да растат най-бързо спрямо останалите материали. В Източна Европа, където Херти има значителен пазар дял, алуминиевите капачки ще имат предимство в темповете на нарастване. В световен мащаб растежът 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 през следващите години.

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.

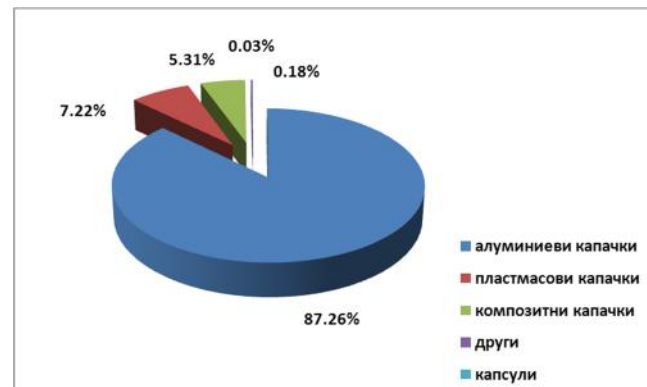
Продукцията на Херти е предназначена основно за износ към широк кръг пазари. Българският пазар представлява 13% от общите продажби на компанията, като се запазва стабилен през последните години. Делът на Русия се повишава слабо през 2011 г., като намалението през предходната година се дължеше на бързия растеж на продажбите за Европейския съюз. Износът към Южна Африка и Америка се дължи на търсенето от винарската индустрия. Херти започна производството на нова композитна капачка за полския пазар през третото тримесечие.



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 започна да изнася и за нови клиенти във Франция и Полша. Търсенето от настоящите пазари се запазва стабилно, като компанията има добри позиции на други пазари в Европа – тя изнася алуминиеви капачки за винопроизводители в 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 и от Хенеси Франция.

Темповете на растеж на продажбите на алуминиеви капачки намаляха до 5% през 2011 г. Те запазват дела си от 87% от всички приходи. Композитните капачки отчитат значителен ръст в продажбите, поради търсенето от страна на производителите на алкохолни напитки. Останалите видове капачки намаляват в абсолютно изражение.



Източник: Херти

**Разходи**

Цената на алуминия през декември слезе до най-ниското си равнище за последните 18 месеца. Това доведе до подобряване на съотношението на разходите за материали на Херти. Спадът се дължи на намалялото търсене на метали от Китай, където икономиката забавя темповете си на растеж. За срив на търсенето не може да се говори. От началото на годината се наблюдава рязък скок, благодарение на повишения апетит към рискови активи от инвеститорите.

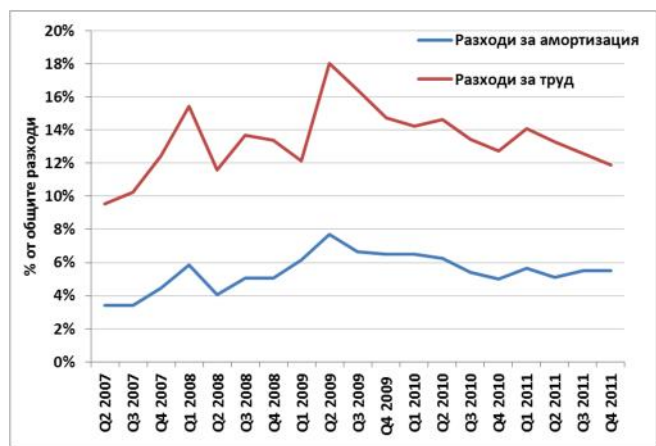


Източник: Блумбърг

Разходите за материали отчитат намаление в края на годината спрямо предходните няколко тримесечия. Те намаляха от стабилното равнище от 70% от приходите до 60%. Това се дължи на спада в цената на суровината. В същото време се наблюдава по-високо равнище на материалите, като процент от текущите активи, а делът на продукцията намалява. Херти може да намали запасите си от материали с течение на времето и така да подобри баланса си.



Разходите за работна заплата също спадат в номинално и процентно изражение спрямо общите приходи на компанията. Промяната в края на четвъртото тримесечие не е рязка, а е част от плавен процес, който се наблюдава през последните три години. Намалението на темповете на покачване на приходите ще доведе до задържане на разходите за труд на текущия процент. Не се очаква и промяна в разходите за амортизации, които остават близо до 6% от приходите на дружеството.



### 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 предлагаша 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.

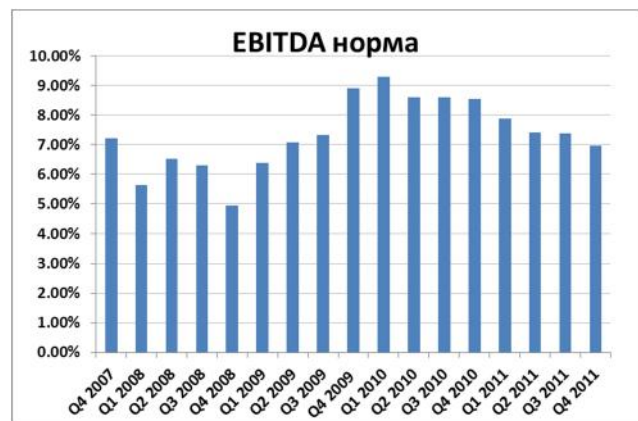


Към 31 декември 2011 г.  
Източник: Херти

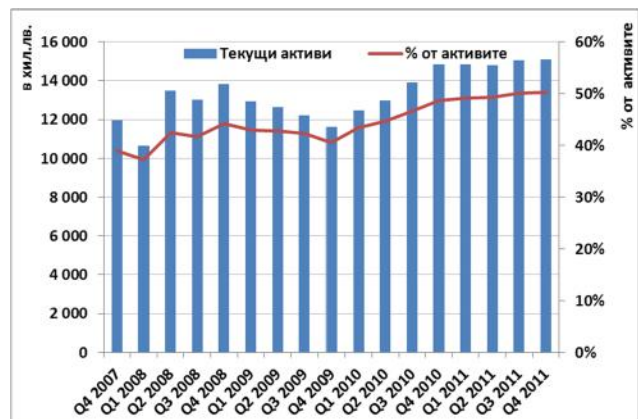
## Финансов анализ

Икономическото забавяне през втората половина на годината беше най-осезаемо в Европа, където кризата с държавните дългове има негативно отражение върху банковата система и вече се пренася върху потреблението и инвестициите. Забавяне на растежа има и в останалите водещи икономики, но втора криза е малко вероятна. Инвестициите в модернизация и разширяване на производството на Херти 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.

Нормата на печалбата преди данъци, лихви и амортизации се понижава през последните две години, в следствие на поскъпването на материалите. Данните обхващат последните 12 месеца към края на всеки период. На тримесечна база се наблюдава стабилизиране на показателя през цялата година. Това може да е потвърждение, че Херти подобрява финансовите си показатели поради повишаване на крайните цени и икономии от мащаба на производството.

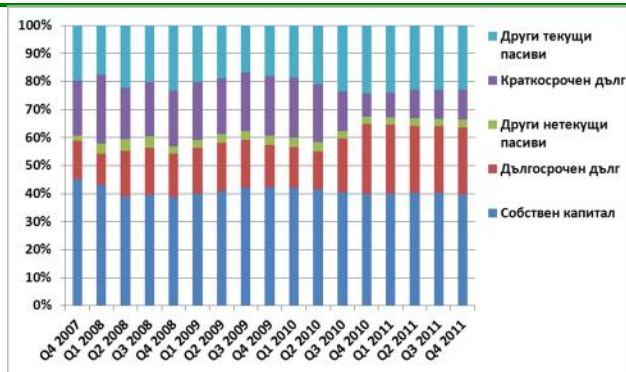


Икономическото възстановяване през 2010 г. и нарастването на продажбите доведе до повишение на дела на текущите активи в общите. Вземанията вече се стабилизираха и остават под равнището от 34% от общите активи. Този индикатор не показва бъдещи проблеми със събираемостта на вземанията, защото няма ръст поради кризата. Оборотният капитал през последната една година се поддържа на равнището от 5 млн. лв.



Дългосрочният дълг се увеличи преди една година за сметка на намалението на краткосрочните задължения. От тогава обаче почти няма промени в структурата на пасивите. 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 1.5.



### Прогноза

Възстановяването на приходите от продажби през 2010 г. беше силно и Херти почти достигна рекордните обеми от 2008 г. Растежът се оказа малко по-слаб от първоначалните ни очаквания за годината, но въпреки това компанията се представи добре. За тази година залагаме нови 10% повишение на приходите, тъй като се оказва, че ефектите от кризата в Европа са незначителни върху пазара на опаковки. Промяна в очакванията има и за 2013 г., като прогнозираме слабо ускорение на растежа до 13.5%, благодарение на подобрието на икономиката в ЕС.

Компанията успява да завоюва нови позиции на международните пазари, където конкуренцията е много силна по отношение на мащабите на производството и ценовите предимства за отделните продукти. Нормата на печалба обаче изостава, когато се разглеждат последните 12 месеца, което трябва да се отдаде на силния възход на цената на алуминия. Подобрието е само за третото тримесечие на 2011 г., което още не може да се определи като устойчива тенденция за повишение на възвръщаемостта. Съмняваме се, 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	2011	2012E	2013E
Продажби	23 638	27 783	30 965	22 529	28 002	30 569	33 626	38 165
<i>Ръст</i>		17.54%	11.45%	-27.24%	24.29%	9.17%	10.00%	13.50%
ЕБИТДА	1 564	1 613	2 030	2 006	2 394	2 129	2 522	2 901
<i>ЕБИТДА margin</i>	6.62%	5.81%	6.56%	8.90%	8.55%	6.96%	7.50%	7.60%
ЕБИТ	712	599	573	499	795	469	673	801
<i>ЕБИТ margin</i>	3.01%	2.16%	1.85%	2.21%	2.84%	1.53%	2.00%	2.10%
Нетна печалба	359	-339	-651	-290	60	-281	-	-
<i>Net Profit margin</i>	1.52%	-1.22%	-2.10%	-1.29%	0.21%	-0.92%	-	-

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

Последна цена	Пазарна капитализация	Едногодишен рейндж	Среден обем (3м)
1.23	14 776 970	-	-
Beta	Промяна за 1 г.	Промяна на SOFIX	Промяна на BG40
-	-	-29%	-20%

## 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 фирми от производството на опаковки в глобален мащаб. 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 води до отрицателен коефициент цена/печалба (P/E). Все още той не е достатъчно стабилен фактор за оценка на компанията, която се намира в етап на бърз растеж.

Текущият коефициент цена/капитал (P/B) не се променя спрямо предходната година. 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. Той е единственият показател с подобрене през всяка от трите години. EV/EBITDA остава по-висок спрямо водещите български акции, като в момента също е под негативното влияние на растящите разходи за материали.

	2009	2010	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	80 000	-216 000
P/E - цена/печалба	-47.64	184.71	-68.41
Собствен капитал	12 134 000	12 232 000	12 016 000
P/B - цена/капитал	1.14	1.21	1.23
Продажби	22 529 000	28 002 000	30 569 000
P/S - цена/продажби	0.61	0.53	0.48
EV	23 905 867	24 851 970	24 965 970
EBITDA	2 005 000	2 394 000	2 129 000
EV/EBITDA	11.92	10.38	11.73
RoE	-2.39%	0.65%	-1.80%
RoA	-1.01%	0.26%	-0.72%

\*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### Сравнение с отрасъла

Производството на капачки е част от значително по-широката гама опаковъчни продукти, в които работят голям брой компании. Много малко от тях са специализирани в продуктите, които произвежда Херти, но широкият обхват на включените компании позволява по-добра сравнителна оценка.

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA
Средна	12.92	1.26	1.00	8.17
Капитализация	-2 791 263	15 106 159	30 614 695	7 197 559
Цена	-0.23	1.26	2.55	0.60
Тежест	20%	20%	30%	30%
Текуща цена		1.23		
Справедлива стойност		1.15		
Премия (отбив) от текущата цена		-6.57%		

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Направихме промени в извадката от компании от сектора, като вече се включват фирми от целия свят. Значението на азиатските пазари е голямо, като тези компании се търгуват на по-ниски коефициенти за оценка в сравнение с Европа и САЩ. Промените на световните пазари през последното тримесечие на миналата година и в началото на 2012 г. се отразяват в намаление на средните коефициенти за оценка. Това има негативно влияние и върху сравнителната цена на акциите на Херти. Отражение оказва и увеличаването на загубата в края на годината.

Компаниите от сектора работят с по-ниска възвръщаемост от средното. От извадката са изключени компаниите с нереалистично високи коефициенти цена/продажби и цена/собствен капитал, но техният брой е много малък. Справедливата стойност на акция според сравнението с компании от отрасъла е 1.15 лв., което е много близо до последната цена на търговия. Най-голям принос за оценката има показателят цена/продажби, който компенсира негативния резултат от сравнението по нетна печалба.

---

### **Дисконтирани парични потоци**

Забавянето на темповете на растеж на приходите през годината се дължи на по-високата им база след възстановяването през 2010 г. Ръстът на продажбите беше повлиян и от икономическата криза в Европа, която се отрази и на потреблението на напитки. През третото тримесечие се наблюдаваше временно повишение на продажбите, което показва потенциала на Херти да отчете растеж и през тази година, въпреки че забавянето на европейската икономика е осезателно. Поради тези причини залагаме 10% повишение на приходите през 2012 г. В последствие очакваме ускоряване на растежа до 15% през 2013 г., което да е следствие от възстановяването на продажбите в Европа. Тези очаквания са консервативни, като в началото на годината компанията не отчита признаци на влошаване на дейността си.

Разходите за производство също растат със стабилни темпове, което притиска надолу нормата на печалба на компанията. Поради тази причина предпочитаме да задържим по-ниска нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация. Високите норми на възвръщаемост през 2009 и 2010 г. от над 8% се предполага в модела, че ще бъдат достигнати едва през 2014 г. В този случай има възможност за положителни изненади, но необходимото условие за това е засилване на ръста на продажбите при слаб инфлационен натиск.

Забавянето в ръста на суровините ще продължи, така че Херти ще успее да се възползва от плавно покачване на цените на крайните си продукти през следващите две години, за да компенсира доскоро бързото поскъпване на алуминия. Поради това залагаме и постепенно подобрене на нормата на печалба.

Оборотният капитал на Херти се стабилизира на равнище от 5 млн. лв. Не очакваме да продължи нарастването му, като е възможно намалението по подобие на 2007 г. Залагаме равнището му на 10% от продажбите. Засега компанията не отчита повишение на вземанията, което показва добрите търговски взаимоотношения с клиентите в чужбина. 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 воалтилност 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 0.87 лв. и 3.48 лв. Цената варира значително, като справедливата стойност при избраните показатели е 1.50 лв. Намалението е спрямо 1.72 лв. в предходния анализ, като значителна причина за покачването е промяната на темповете на растеж на приходите и предпочитанията ни към по-консервативен ръст в модела.

---

Херти											Terminal
BGN'000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year
ЕБИТ	673	812	1 317	1 448	2 086	2 211	2 321	2 716	2 811	2 909	3 011
ЕБИТ(1-Т)	605	731	1 185	1 304	1 877	1 990	2 089	2 444	2 530	2 618	2 710
Плюс: Амортизации	1 849	2 127	2 195	2 414	2 086	2 211	2 321	2 112	2 186	2 263	2 342
Минус: Инвестиции	841	967	1 097	1 207	1 304	1 658	1 741	2 112	2 186	2 263	2 342
Минус: Промяна об. капитал	-1 529	504	522	439	386	313	276	232	211	219	234
FCF	3 143	1 387	1 760	2 072	2 273	2 230	2 393	2 212	2 319	2 400	2 476
PV FCF	2 858	1 146	1 323	1 415	1 411	1 259	1 228	1 032	983	925	
Sum of PV FCF	13 580										
PV of Continuing Value	14 686										
Total PV Free Cash Flows	28 265										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	10 256				8.0%	2.02	2.31	2.50	2.75	3.48	
Плюс: Финансови активи	30				9.0%	1.60	1.79	1.91	2.06	2.45	
НС на капитала	18 039				10.0%	1.30	1.42	1.50	1.59	1.83	
Брой акции (хил.)	12 014				11.0%	1.06	1.15	1.20	1.26	1.41	
Цена на акция	1.50				12.0%	0.87	0.93	0.97	1.01	1.11	

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

## Оценка

Двата метода на оценка дават претеглена цена на акция от 1.33 лв. в сравнение с 1.51 лв. от предишния тримесечен анализ. И при двата метода за оценка има намаление на справедливата стойност на акциите. Изменението в оценката не е съществено в сравнение с ликвидността на позицията.

Метод	Цена	Тежест
Сравнение - сектор	1.15	50%
DCF	1.50	50%
<b>Цена (лв.)</b>		<b>1.33</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

## 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 1.33 лв.

Промяната в оценката е съществена, като се дължи основно на измененията в глобалната пазарна конюнктура. Влошаването на финансовите резултати на Херти не е толкова значимо, въпреки че и това се отразява върху оценката при сравнение с показателите на дружествата от сектора. Ревизията на прогнозите оказва влияние върху справедливата цена, като предпочитаме по-консервативен подход за оценка. Рисковете пред европейската икономика са значителни, но не очакваме да се засили кризата и да се повторят събитията от 2008-2009 г.

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	2011
<b>Продажби</b>	27 876	28 370	22 529	28 050	30 569
Продуктови разходи	23 473	22 759	17 051	21 682	24 405
Разходи за персонала	2 519	3 779	3 419	3 846	3 955
Нетен приход от финансова дейност	(201)	(429)	(53)	(85)	(80)
Други приходи и разходи	0	0	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	1 683	1 403	2 006	2 437	2 129
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 660
<b>ЕБИТ</b>	697	9	499	838	469
Разходи за лихви	489	830	789	745	685
<b>Печалба преди данъци</b>	208	(821)	(290)	93	(216)
Разходи за данъци	16	0	0	13	0
<b>Печалба след данъци</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
Миноритарен дял	0	0	0	0	0
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
<b>Печалба на акция</b>	0.02	(0.07)	(0.02)	0.01	(0.02)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Общо активи</b>	30 266	31 223	28 621	30 474	30 103
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
<b>Нетекущи активи</b>	18 008	17 409	16 544	15 681	14 987
Дълготрайни материални активи	17 729	17 114	16 206	15 396	14 702
Инвестиции	219	221	279	279	279
<b>Текущи активи</b>	12 258	13 814	12 077	14 793	15 116
Запаси	4 025	3 957	3 276	4 251	4 716
Вземания	7 343	9 333	8 542	10 497	10 243
Финансови активи	0	0	0	0	0
Парични средства в брой	522	524	259	45	157
<b>Задължения + Собствен капитал</b>	30 266	31 223	28 621	30 474	30 103
<b>Собствен капитал</b>	12 798	12 099	12 134	12 232	12 016
Основен капитал	12 000	12 014	12 014	12 014	12 014
Резерви	385	33	354	358	358
Печалба	413	52	-234	-140	-356
<b>Задължения</b>	17 468	19 124	16 487	18 242	18 087
Нетекущи пасиви	1 039	819	1 038	842	826
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	3 190	4 864	4 284	7 568	7 150
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 245	6 228	6 065	2 552	3 196
Текущи пасиви	5 994	7 213	5 100	7 280	6 915
Други задължения	0	0	0	0	0
<b>Оборотен капитал</b>	(981)	373	912	4 961	5 005

Отчет за паричните потоци (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Нетна печалба</b>	192	(821)	(290)	80	(216)
Амортизация	986	1 394	1 507	1 599	1 660
Промени в оборотния капитал	(2 682)	1 354	539	2 251	44
Други постъпления от оперативна дейност	947	(1 440)	(365)	(2 315)	608
<b>Нетен поток от оперативна дейност</b>	(557)	487	1 391	1 615	2 096
Покупка на дълготрайни активи	(5 522)	(878)	(113)	(649)	(945)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(180)	0	42	0	0
<b>Нетен поток от инвестиционна дейност</b>	(5 702)	(878)	(71)	(649)	(945)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	0	43	0	0	0
Постъпления/Плащания от заеми	5 990	1 493	(512)	(397)	(91)
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	231	(1 143)	(1 073)	(783)	(948)
<b>Нетен паричен поток от финансова дейност</b>	6 221	393	(1 585)	(1 180)	(1 039)
<b>Изменения на паричните средства</b>	(38)	2	(265)	(214)	112
Пар. средства в началото на периода	560	522	524	259	45
<b>Пар. средства в края на периода</b>	522	524	259	45	157
<b>Пар. средства на акция:</b>	0.04	0.04	0.02	0.00	0.01

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Коефициенти за оценка</b>					
Цена/Печалба (P/E)	n/a	-37.75	-47.64	184.71	-68.41
Счетоводна стойност (BV)	n/a	1.01	1.01	1.02	1.00
Цена/смет. стойност (P/B)	n/a	2.56	1.14	1.21	1.23
Приходи на акция	n/a	2.36	1.88	2.33	2.54
Цена/Приходи (P/S)	n/a	1.09	0.61	0.53	0.48
Цена/Паричен поток	n/a	54.09	11.35	8.80	10.23
EV (в хил. лева)	n/a	41 564	23 906	24 852	24 966
EV/Приходи	n/a	1.47	1.06	0.89	0.82
EV/ЕБИТДА	n/a	29.62	11.92	10.20	11.73
EV/ЕБИТ	n/a	4618.18	47.91	29.66	53.23
<b>Ликвидност</b>					
Текуща ликвидност	0.93	1.03	1.08	1.50	1.50
Бърза ликвидност	0.62	0.73	0.79	1.07	1.03
<b>Дълг</b>					
Дълг към активи	0.58	0.61	0.58	0.60	0.60
Interest coverage	1.43	0.01	0.63	1.12	0.68
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.33	0.47	0.44	0.69	0.66
Дълг/Собствен капитал	1.36	1.58	1.36	1.49	1.51
<b>Активи</b>					
Inventory turnover	6.93	7.17	6.88	6.60	6.48
Days sales outstanding	95	118	136	135	121
Fixed asset turnover	1.55	1.63	1.36	1.79	2.04
Total asset turnover	0.92	0.91	0.79	0.92	1.02
<b>Рентабилност</b>					
Норма на печалба	0.7%	-2.9%	-1.3%	0.3%	-0.7%
ЕБИТДА норма	6.0%	4.9%	8.9%	8.7%	7.0%
Basic earning power	2.3%	0.0%	1.7%	2.7%	1.6%
Възвращаемост на активите	0.6%	-2.6%	-1.0%	0.3%	-0.7%
Възвращаемост на собствен капитал	1.5%	-6.8%	-2.4%	0.7%	-1.8%
Възвращаемост на инвестициите	1.1%	-4.6%	-1.7%	0.4%	-1.1%
<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 Трејдинг 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 Трејдинг може да търгува или притежава акции на анализиранияте компании. ЕЛАНА Трејдинг 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 подсури 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 Трејдинг, 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 Трејдинг 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 Трејдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трејдинг предприема необходими 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:** 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 Трејдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трејдинг 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.