



Централна
Кооперативна
Банка



ЗЪРНЕНИ ХРАНИ
България

СЪДЪРЖАНИЕ

I. Обобщение.....	3
I.A. Инвестиционна възможност	3
II. Оценка на Зърнени храни България АД.....	4
II.A. Цена на капитала (CoE)	4
II.B. DCF модел	5
II.C. DDM модел	6
II.D. Пазарни аналози – публично търгувани	6
II.E. Пазарни аналози – скорошни IPOта	7
III. Финансови прогнози	8
IV. Исторически и прогнозни финансови данни.....	11
V. Профил на Зърнени храни България АД	13
V.A. История	13
V.B. Бизнес модел	14
VI. Бизнес план на Зърнени храни България за 2008-2012: представянеи анализ.....	16
VI.A. Реалистичност на бизнес плана.....	17
VI.A.1. Компания с установено присъствие	18
VI.A.2. Отлична инфраструктура	18
VI.A.3. Доказана технология в биодизела	19
VI.A.4. Синергия с другите компании от холдинга	20
VII. Глобални тенденции в агробизнеса	21
VII.A. Правна рамка, закони, акцизи на биогорива в ЕС и България	22
VIII. Удостоверение на анализаторите	24

I. ОБОБЩЕНИЕ

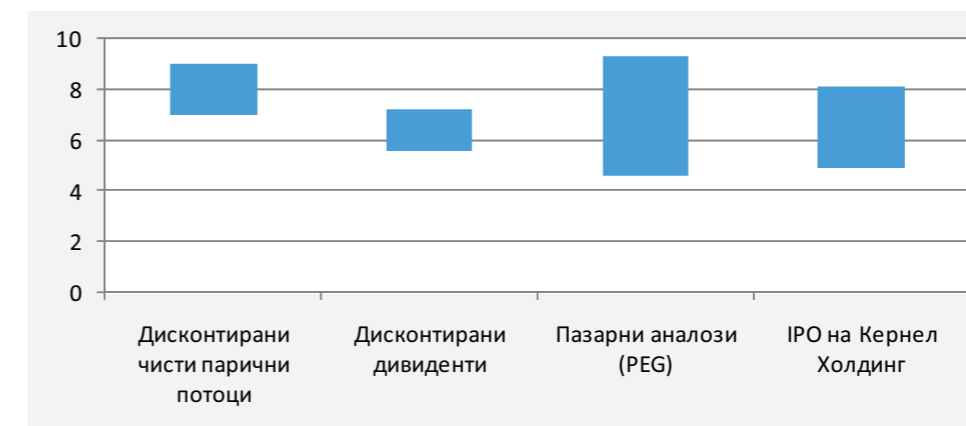
I.A. Инвестиционна възможност

Зърнени храни България АД предлага на инвеститорите възможност за участие в лидера в агробизнеса в България. Компанията има следните предимства:

- Собствена отлично позиционирана инфраструктура (зърнобази, възлизащи на 35% от лицензирания и 17% от общия капацитет за съхранение в страната), с логистични връзки към всички основни транс-европейски транспортни коридори;
- Стабилни връзки по цялата верига от производителя до потребителя (без търговия на дребно);
- Пренасочване на фокуса на бизнеса към продукти с висока добавена стойност и маржове (биодизел и рафинирани масла);
- Налични възможности за вътрешна и регионална експанзия;
- Липса на сериозна конкуренция от страна на големите международни компании (Каргил, Луи Драйфус, Тьопфер и Гленкор имат минимални структури, Бунге прекрати производствената си дейност в България през 2007г.);
- Ниска задлъжнялост (собствен капитал над 50% от активите).

Настоящият доклад предлага диапазон на справедливата цена на акция на компанията, базирайки се на обявеният от дружеството бизнес план 2008-2012г. и на утвърдени методи на оценка (дисконтирани парични потоци, дисконтирани дивиденди, сравнение с публични компании аналози и сравнение със скорошни първични публични предлагания на компании аналози). Полученият диапазон е от 4.94 до 9.00лв на акция (виж също Таблица 1 на стр.4).

Фиг. 1: Диапазон на справедлива цена на акция (лв)



Източник: оценки на ЦКБ

II. ОЦЕНКА НА ЗЪРНЕНИ ХРАНИ БЪЛГАРИЯ АД

Настоящата глава представя диапазон на оценка на компанията Зърнени храни България АД, който е построен на базата на финансовите прогнози за развитието ѝ и прилагането на общоприети методи за оценка. За да получим диапазон за справедливата цена на Зърнени храни България АД, сме използвали три основни метода за оценка – дисконтирани парични потоци към акционерите (Free Cash Flow to Equity), дисконтирани дивиденди (DDM) и сравнение с пазарни аналози (търгувани компании). В допълнение сме представили сравнение с резултатите от скоршното първичното публично предлагане на украинския Кернел Холдинг. При интерпретиране на представените по-долу ценови граници следва да се има предвид следното:

- Финансовите прогнози, които са в основата на моделите за оценка, са базирани на публикувания от дружеството бизнес план и допускането, че той ще бъде изпълнен в съществената си част. Нашата оценка на базата на представената от дружеството информация е, че финансовите прогнози са реалистични и постижими, но в моделите ни не е включена вероятност бизнес плана да не се изпълни или да се преизпълни.
- Представените оценки на справедливата стойност на акциите на Зърнени храни България не включват никаква отстъпка. Считаме, че отстъпката по същество е субективната оценка на инвеститора за способността на мениджмънта на дружеството да изпълни заявения бизнес план.

Оценките, получени при четирите метода, варират от 5.61 до 10.93 лв. за акция. Полученият при Кернел Холдинг диапазон е 4.94 до 8.53 лв на акция), но липсата на прогнозна информация не позволява използването на методи, сравними с първите три.

Таблица 1: Диапазон на справедливата цена на акция на Зърнени храни България

II.A. Цена на капитала (CoE)	ниска	висока
Дисконтирани чисти парични потоци	7.05	9.00
Дисконтирани дивиденди	5.62	7.21
Пазарни аналози (PEG)	4.61	9.29
IPO на Кернел Холдинг	4.94	8.15

Източник: оценки на ЦКБ

Цената на капитала е един от основните параметри на моделите с дисконтиране на чистите парични потоци и дивиденди. Ние използваме два варианта при изчислението на цената на капитала. И при двата варианта използваме CAPM модела като основа. Безрисковата лихва за България е приета 4.5%, съответно премията за страната е 6.5%. Двата варианта се получават при използването на различни допускания за стойността на beta коефициента. В единия случай сме използвали beta коефициента на двете най-големи световни компании в агробизнеса (Archer Daniels Midland и Bunge), които по данни на Reuters са съответно 0.75 и 0.71, изчислени на база месечна възвращаемост за пет-годишен период. Ние сме възприели по-високата стойност. При втория вариант, за да се отчете значително по-малкия мащаб на операциите на Зърнени храни България, сме използвали beta от 0.90.

Получаваме цена на капитала 10.35% (beta = 0.90) и 9.38% (beta = 0.75), като на тази база са получени съответно долната и горната оценка на цената на акция при двата метода с дисконтиране.

II.B. DCF модел

Използваме модел на дисконтираните чисти парични потоци към акционерите. В съкратен вид, генерираната през годината печалба се коригира с нетните инвестиции (инвестиции минус амортизация), необходимата промяна в оборотния капитал и нетния новоемитиран дълг. Използваната финансова прогноза е подробно описана на стр.8 (Финансови прогнози). Използваната прогнозна финансова информация е съобразена и с предполагаемия профил на изплащане на дивиденди, разгледан подробно при описанието на метода на дисконтираните дивиденди, т.е. и двата метода са стъпили върху идентични финансови прогнози.

Моделът на база дисконтирани чисти парични потоци към акционерите включва три периода:

- Периода 2008-2012, за който са разработени пълни финансови прогнози;
- Преходен пет годишен период. Темпът на нарастване на печалбата на компанията се доближава линейно до допускането за терминалния период. Нетните инвестиции са нулеви, т.е. инвестициите са равни на амортизацията. Допускаме, че компанията ще емитира нетен дълг, като поддържа постоянно съотношение дълг/собствен капитал от 50% (при 45.6% за 2007Е и 52.9% за 2012Е). Промяната в оборотния капитал е изчислена на базата на промяната в приходите от продажби и допускане за намаляване на нормата на оперативна печалба до 7% в края на периода (9.9% за 2007Е).
- Терминален период, или период на устойчиво развитие. Нетната печалба нараства с 5% годишно. Останалите компоненти на паричния поток са изчислени както и за пет годишния преходен период.

Диапазонът на оценките по този метод е от 7.05лв до 9.00лв, като са изчислени на базата на описаните по-горе различни допускания за цената на капитала.

II.C. DDM модел

Моделът на дисконтираните дивиденди също се базира на изготвената финансова прогноза. Допускането е че след приключването на основната част от инвестиционната програма през 2011г., дружеството ще започне да изплаща част от печалбата си като дивидент на акционерите. В дългосрочен план дружеството може да изплаща до 80% от печалбата си като дивидент без това да е свързано с ерозиране на капиталовата база (при допускане на 5% годишен растеж на печалбата и 25% възвращаемост на капитала).

Диапазонът на оценките по този метод е от 5.62лв до 7.21лв, като са изчислени на базата на описаните по-горе различни допускания за цената на капитала.

II.D. Пазарни анализи – публично търгувани

При този метод също използваме показателите на двете основни световни публични компании в зърнобизнеса – ADM и Bunge. Като обем на операциите и пазарна капитализация те се значително по-големи от Зърнени храни България АД (от порядъка на 44 и 26 млрд. долара приходи съответно), но в същото време предлагат сравнително близък като философия интегриран операционен модел, включващ изкупуване, съхранение и търговия със зърнени и маслодайни култури и производство на биогорива.

Сравнението ни се базира на консенсусни прогнозни данни за Bunge и ADM (от Reuters) за очакваната печалба и растеж на печалбата до 2009г. Използването на максимално отдалечени от настоящия момент прогнози дава възможност за оценка на стойността на Зърнени храни България при положение, че вече успешно е осъществила инвестиционната си програма към 2009г. съществена част от планираните инвестиции няма да са отразени в печалбата на дружеството, но прогнози за сравнимите компании за 2010 и 2011 не са налични.

Нашето сравнение е на база прогнозирано съотношение на цена на акция към доход на акция (P/E) на база EPS 2007E, след отчитане на растежа на дохода на акция до 2009E. Отчитането на очаквания растеж е от особено значение за оценката, тъй като е налице съществена разлика – АДМ и Бунге се очаква да растат съответно с 12.4% и 9.1% до 2009E, докато при Зърнени храни очакваният темп на нарастване на дохода на акция е 59.6%.

Така полученото съотношение (PEG) се приема за измерител на това доколко дадена компания е подценена (PEG<1), справедливо оценена (PEG=1) или надценена (PEG>1). Стойностите за ADM и Bunge са съответно 1.08 и 2.17, т.е. може да се смята че и двете компании са надценени към настоящия момент. Предвид доброто представяне и на двете компании спрямо основните американски индекси (Фиг. 1), това едва ли е учудващо.

Фиг. 2: Bunge и ADM vs. S&P500, DJI и NASDAQ



Източник: Yahoo! Finance

При използване на очакваната печалба на акция на Зърнени храни България за 2007E от 0.1719лв, получаваме цени съответно 4.61лв и 9.29лв на акция.

II.E. Пазарни анализи – скорошни IPO-та

През последните няколко месеца в нашия регион имаше поне три публични предлагания на акции от компании от зърнения бизнес – две украински компании (Кернел и Ландком) и сръбската Соя Протеин. За съжаление и в трите случая липсва публично достъпна информация за прогнозираното им развитие, което възпрепятства прилагането на метод за сравнение като използвания в предишните секции.

От трите компании Кернел Холдинг е най-близо до Зърнени храни България като структура на бизнеса. Кернел е сред водещите зърнени компании в Украйна, като основно се занимава с отглеждането, търговия и съхранение на слънчоглед и производството на растителни масла. При публичното предлагане на Варшавската борса бе постигнато P/E съотношение 32.9x (на база IPO цена и печалба на акция от последната финансова година). При директно сравнение с печалбата на акция на Зърнени храни България за последните 12 месеца се получава цена от 4.94лв. Близка стойност се получава и при сравнение с настоящата стойност на очакваната печалба на акция за 2009г. – 5.00лв. При използване на (дисконтираната) очаквана печалба на акция за 2012г. т.е. при презумпция за пълно осъществяване на потенциала на Зърнени храни България, цената става 8.53лв.

III. ФИНАНСОВИ ПРОГНОЗИ

Финансовите прогнози, използвани в настоящия анализ **се базират на обявения от Зърнени храни България бизнес план** (версия от 27 ноември 2007г.). В следващата глава сме представили накратко самия бизнес план и някои съображения по повод способността на компанията да го реализира.

На база на този бизнес план ние сме конструирали останалите елементи от счетоводните отчети, необходими за извършването на оценка на Дружеството. По-долу са изброени основните моменти при изготвянето на финансовата прогноза.

При изготвянето на анализа на дружеството са използвани и исторически финансови данни, но следва да се има предвид че наличните одитирани финансови отчети по същество представляват математическа и счетоводна фикция като опит за представяне дейността на осем самостоятелни дружества все едно че са представлявали едно цяло. Независимо от факта, че от осемте дружества две са били водещи и са управлявали реално голяма част от активите на осемте (като част от активите са били наети), трябва да се отчете факта, че про-форма консолидираните отчети не са в състояние напълно да отчетат и представят оперативните трудности свързани с управлението на едни и същи активи организирани като осем самостоятелни юридически лица и като една компания. Би следвало по чисто практически съображения да се очаква подобрене в дейността на обединеното дружество дори само от спестяването на част от задължителните юридически операции.

Бизнес планът, представен от дружеството, представлява съкратен вариант на прогнозен отчет за доходите до 2012г. и предвижданата инвестиционна програма. Генерираната от дружеството печалба се предвижда да нараства със значителни темпове (в частност поради въвеждането на нови производствени мощности), като средногодишния темп на нарастване за 207Е-2012Е е 43,5% за приходите и 41.6% при печалбата след данъци. Дружеството предвижда да работи при брутен марж между 8.7% и 11.1% за периода 2008Е-2012Е, което е по-ниско от постигнатото 2006 и 2007г. поради промяна в конюнктурата (по-високи цени поради лошата реколта).

При анализа на дружеството следва да се има предвид ясно изразената сезонност в дейността му в областта на изкупуването и търговията със земеделски продукти, като е необходимо по-внимателно анализиране на счетоводните данни (към края на календарната година):

- Значителна част от приходите се генерират последното тримесечие на годината (съответно 65.9% за 2006г. и очаквани 58.1% за 2007Е по оценки на компанията).
- Достигането на пик в продажбите в края на календарната година е съпроводено със съответен пик в нуждата от краткосрочно финансиране. Наблюдаваният ефект тук е привидно надценяване на нивото на задлъжнялост на дружеството, тъй като счетоводните данни отчитат сойността на дълга близо до пиковата му стойност. В действителност реалната средногодишна стойност на задлъжнялостта на компанията е по-ниска, като съответно разходите по този дълг са по-ниски.

- Същата сезонност се наблюдава и при запасите и краткосрочните задължения и вземания на дружеството.

Със стартирането и увеличаването на производството на биодизел и рафинирани масла се очаква **сезонността на приходите да намалее** – делът им в приходите от продажби се очаква да надхвърли 50% от 2010г., като съответно ще намалее и ефекта от счетоводно изкривяване.

Административното и юридическо обединяване на осемте компании в една се очаква да окаже ефект и върху необходимостта дружеството да поддържа **наличности в пари и еквиваленти**. Разбира се, не очакваме необходимостта от налични средства да спадне осем пъти (поради предишната необходимост всяко отделно дружество да поддържа парична наличност), но очакваме значително намаляване на наличностите в края на годината. Съчетано с по-големите възможности за оптимално финансово управление, присъщи на една по-голяма компания, очакваме че и за в бъдеще Зърнени храни България няма да поддържа повече от 0.5% от активите си в пари и еквиваленти (спрямо около 1% средно за 2004-2006г.)

С юридическото обединение на осемте компании очакваме и още две значими промени в структурата на баланса в частта за активите. Към края на септември 2007г. дружеството показва значителни по размер **инвестиционни имоти** (67.2 млн.лв. спрямо 81.0 млн. стойност на имоти, машини, съоръжения и оборудване). Дружеството не е представило списък на инвестиционните имоти, но като се има предвид факта, че до момента две от сливащите се дружества са оперирали с активите на всичките осем, нашата оценка е че инвестиционните имоти представляват в основната си част активи пряко свързани с дейността на обединеното дружество и при съставянето на встъпителния баланс към датата на сливане значителна част от тях ще бъдат класифицирани като имоти, машини, съоръжения и оборудване.

Дружеството е обявило **амбициозна инвестиционна програма**, включваща довършването на изграждания в момента завод за биодизел, построяването на още един такъв, модернизация на всички зърнобази и изграждане на маслodobивен цех. Пикът на инвестиционната програма е 2009г., като по наши оценки същата година кореспондира и с пик в съотношението дълг/собствен капитал. С въвеждането в производство на втория завод за биодизел в средата на 2010г. се очаква **нуждата на компанията от поемане на дълг** да се определя от краткосрочните нужди от финансиране. Допускането ни е, че в дългосрочен план Зърнени храни България ще поддържат съотношение дълг/собствен капитал от 50%. Генерираните от компанията печалби ще бъдат достатъчни за поддържане на такова съотношение, както и по наши оценки **още от 2011г. компанията може да започне да изплаща дивидент**. Предвид заявените от Зърнени храни намерения и инвестиционни планове считаме, че изплащането на дивидент на по-ранен етап не е реалистично.

Вторият ефект, който се наблюдава в бизнес плана на дружеството, са ниските стойности на **амортизационните отчисления**. Предвид структурата на наличните и бъдещи активи (при изпълнение на инвестиционната програма) обаче е вероятно ниската норма на амортизация да се дължи на високата остатъчна стойност на активите.

По отношение на очакваната динамика на **търговските вземания и задължения**, нашите прогнози отчитат спецификата на дейността на компанията, най-вече липсата на ясна зависимост между обема на дейността на компанията и размера на търговските вземания и задължения. От една страна, плащанията към фермерите за закупуването на продукцията следва да се извършат бързо, за да се поддържа добрата репутация на компанията. От другата страна, повечето клиенти работят със съответни банкови гаранции по изпълнение на договорите, вкл. back-toback транзакции, а също така за голяма част от продуктите има установени местни и международни стокови борси. Като цяло очакванията ни са за минимална динамика по отношение на търговските вземания и краткотрайно нарастване на задълженията през 2009-2010г. предвид пика на инвестиционната програма през тези две години.

Последното перо, което би оказало важно значение при развитието на плановете на компанията, са **разходите за персонал**. Разговорите с мениджмънта ни карат да мислим, че като цяло независимо от значителното нарастване на обема дейност, който дружеството ще извършва, няма да се наблюдава значително нарастване на заетите. Като цяло тук действат два фактора – (i) високата степен на автоматизация на инсталациите за биодизел (според някои информации в пресата в първия завод ще работят под 10 души) и (ii) наличните вътрешни резерви (напр. инвестициите в инсталацията за екстракция в Провадия вероятно ще освободят част от заетите там в момента, като те могат да бъдат обучени и пренасочени в други дейности).

IV. ИСТОРИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ ФИНАНСОВИ ДАННИ

Таблица 2: Консолидиран баланс (по IAS/IFRS)

'000 лв.	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Активи									
Дълготрайни активи	45 297	81 892	191 818	217 493	246 637	297 709	338 711	343 831	349 823
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	15 254	35 993	79 358	160 424	193 424	243 427	283 430	283 434	283 434
в т.ч. Земя	1 697	3 871	9 325	11 540	11 540	11 540	11 540	11 540	11 540
в т.ч. други	13 557	32 122	70 033	148 884	181 884	231 887	271 890	271 894	271 894
Инвестиционни имоти	29 260	41 423	73 632	3 255	3 255	3 255	3 255	3 255	3 255
Дълготрайни нематериални активи	47	85	59	22	22	22	44	88	88
Дългосрочни финансови активи	605	4 227	35 190	53 792	47 083	47 082	47 083	51 564	57 190
Дългосрочни вземания	60	-	3 534	-	2 854	3 922	4 900	5 490	5 856
Активи по отсрочени данъци	71	164	45	-	-	-	-	-	-
Краткотрайни активи	47 353	61 500	81 062	61 693	108 392	151 756	144 295	189 985	211 783
Материални запаси	11 493	11 687	12 710	25 072	70 841	106 796	97 065	141 320	162 166
Търговски и други вземания	34 547	46 977	63 233	30 569	28 700	33 022	32 711	32 926	32 673
Вземания от други свързани лица	-	1 082	628	2 490	4 286	6 695	8 965	10 400	11 352
Данъци за възстановяване	553	274	977	2 565	2 565	2 565	2 565	2 565	2 565
Пари и парични еквиваленти	760	1 480	3 514	996	2 000	2 678	2 988	2 773	3 027
Общо активи	92 650	143 392	272 880	279 186	355 030	449 465	483 006	533 816	561 607
Капитал									
Основен капитал	14 000	14 005	20 705	170 786	170 786	170 786	170 786	170 786	170 786
Резерви	18 100	44 279	102 381	1 227	3 402	6 530	10 795	16 474	23 459
Финансов резултат от предходни години	-	-	-	-	11 046	30 617	58 768	97 156	131 227
Финансов резултат	8 337	19 798	44 451	11 046	19 572	28 150	38 388	34 071	27 941
Общо капитал	40 437	78 082	167 537	183 059	204 805	236 083	278 736	318 486	353 413
Пасиви									
Дългосрочни пасиви	21 671	38 623	53 198	50 000	60 000	78 922	79 900	55 490	35 856
Дългосрочни финансови и други пасиви	21 638	37 511	51 888	50 000	60 000	78 922	79 900	55 490	35 856
Дългосрочни задължения към други свързани лица	-	-	590	-	-	-	-	-	-
Отсрочени данъчни пасиви	33	1 112	720	-	-	-	-	-	-
Краткосрочни пасиви	30 542	26 687	52 145	46 127	90 225	134 460	124 371	159 840	172 338
Краткосрочни финансови пасиви	19 543	15 749	29 910	33 447	71 000	107 000	97 000	134 000	151 000
Търговски и други задължения	10 283	10 104	21 236	11 939	18 389	26 091	25 346	22 290	17 503
Задължения към други свързани лица	-	233	182	108	516	1 017	1 638	3 124	3 366
Данъчни задължения	487	315	422	333	-	-	-	-	-
Задължения към персонала и осигурителни институции	229	286	395	300	320	352	387	426	469
Общо пасиви	52 213	65 310	105 343	96 127	150 225	213 382	204 270	215 330	208 194
Общо капитал и пасиви	92 650	143 392	272 880	279 186	355 030	449 465	483 006	533 816	561 607

Източници: 2004-2006 – одитирани проформа консолидирани отчет; 2007E-2012E – оценки

Таблица 3: Консолидиран отчет за доходите (по IAS/IFRS)

'000 лв.	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Приходи	42 081	56 279	119 743	124 512	285 733	446 365	597 693	693 360	756 800
Разходи за продажби	(29 786)	(43 186)	(94 054)	(107 952)	(257 806)	(406 758)	(545 865)	(624 837)	(673 151)
Разходи за амортизация	(195)	(282)	(394)	(1 025)	(1 025)	(1 025)	(1 265)	(1 505)	(1 505)
Финансови приходи/(разходи), нето	(2 378)	(2 341)	(658)	(2 569)	(2 738)	(3 829)	(3 170)	(3 923)	(4 529)
Резултат за периода преди данъци	9 722	10 470	24 637	12 966	24 163	34 753	47 393	63 095	77 615
Разходи за данъци, нетно	(164)	52	(195)	(693)	(2 416)	(3 475)	(4 739)	(6 309)	(7 761)
Нетен резултат за периода	9 558	10 522	24 442	12 273	21 746	31 278	42 653	56 785	69 853

Източници: 2004-2006 – одитирани проформа консолидирани отчет; 2007E-2012E – оценки; 2008E-2012E – Зърнени храни България Бизнес план, 27 ноември 2007

V ПРОФИЛ НА ЗЪРНЕНИ ХРАНИ БЪЛГАРИЯ АД

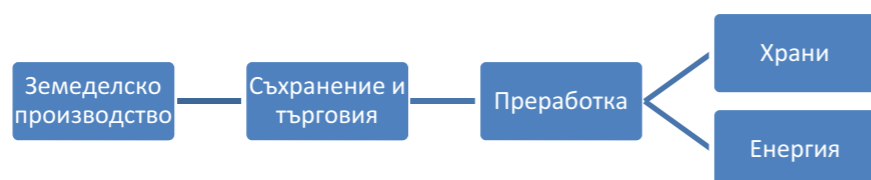
V.A. История

Зърнени храни България АД е едновременно и стара, и нова компания. Юридически тя се появява на бял свят през септември 2007г., когато е подписан договор за сливането на осем компании от сектора - "Слънчеви лъчи България" АД, гр. София, "Зърнени храни трейд" АД, гр. София, "Бек Интернешънъл" АД гр. София, "Зърнени храни - Вълчи дол" АД, гр.София, "Зърнени храни Балчик" ЕАД, гр. София, "Зора" АД гр. Русе, "Прима агрохим" ЕООД, гр. Добрич и "Химимпорт агрохимикали" ЕООД, гр. София. Слънчеви лъчи България е публична компания и по силата на закона новата компания, образувана при сливането, също е публична. Слънчеви лъчи България до момента беше една от малкото публични компании в България, при които практически няма свободно търгуеми акции - заявеното намерение на основния акционер (Химимпорт) бе, че свободна търговия с акции на дружеството ще има чак след консолидирането на бизнеса (т.е. сливането на осемте компании).



V.B. Бизнес модел

Дейността на Зърнени храни България АД е концентрирана в четири основни направления - (i) търговия със и съхранение на зърно, (ii) търговия с и съхранение на маслодайни култури, (iii) производството и търговия с растителни масла (за консумация или за биогорива), и (iv) широк спектър спомагателни услуги. Компанията има комплексен подход и интегриран модел на операциите, като предоставя услуги покриващи пълния цикъл на земеделската продукция – от земята до крайния продукт (храни или енергия).



Земеделските продукти, с които основно търгува компанията, включват зърнени култури (пшеница, ечемик и царевица) и маслодайни култури (слънчоглед и рапица), като до момента търговията се е извършвала предимно от две от сливащите се компании – Слънчеви лъчи България и Зърнени храни трейд.

Изкупуването и търговията със зърнени и маслодайни култури в България е силно фрагментиран и разпокъсан пазар, като над две трети от оборота се формира от множество дребни играчи. По данни на Зърнени храни, сумарният пазарен дял на сливащите се осем компании възлиза на едва 5.0%, но това е достатъчно да я постави на първо място сред играчите. Изглежда малко вероятно тази разпокъсаност на пазара да се задържи в средносрочен и дългосрочен план, особено като се има предвид очакваното засилване на интереса към селскостопанския сектор (вкл. и по линия очакваните субсидии от ЕС) и вероятността от поява на играчи с регионално присъствие. Силната конкуренция на пазара – много играчи, хомогенен продукт, добре развити международни пазари и липса на съществени нормативни ограничения за внос/износ – прави пазара силно чувствителен към цената на продукта, т.е. може да се очаква динамиката в бъдеще да бъде формирана от играчи, които могат да предложат на фермерите комплексен подход и широк набор услуги с добавена стойност.

Фиг. 3: Пазарни дялове в търговия със зърнени култури (2006/07)



Източник: Зърнени храни България, презентация за инвеститори
(*) Обединения пазарни дялове на компаниите преди сливането

Фиг. 4: Пазарни дялове в бутилирани масла (2007г.)



Източник: Зърнени храни България, презентация за инвеститори
(*) Обединения пазарни дялове на компаниите преди сливането
(**) Бунге преустановява производството в България през юни 2007

Зърнени храни си е поставила за цел към 2012г. да има пазарен дял от 10% при изкупуването на зърнени култури и 33% при маслодайните, което изглежда реалистична (и дори не толкова амбициозна) цел, като се има предвид отличното позициониране в географски аспект, възможността за предлагане на допълнителни услуги от самата компания (информация за пазара, агротехническо съдействие, торове, транспорт) или в сътрудничество с други компании от структурата на Химимпорт. Зърненихрани са заявили намерения за разработване на програма за финансиране на фермерите заедно с ЦКБ (банка, която има традиционно отлично присъствие на земеделския пазар); предлагането на земеделски застраховки заедно с ЗПАД Армеец; превоз на зърно, масла и горива съвместно с Трансинтеркар.

В търговия със зърно и маслодайни култури са оперирали основно “Слънчеви лъчи България” АД и “Зърнени храни трейд” АД и в по-малка степен “Зърнени храни – Вълчи дол” АД и “Зора” АД. Земеделската продукция, с която са търгували тези дружества включва зърнени култури като пшеница, ечемик, царевица и маслодайни семена – рапица и слънчоглед. Съгласно оценката на новата компания, общият оборот на сливащите се дружества от търговия със зърнени и маслодайни култури е 77.3 млн. лева за 2006г.

VI. БИЗНЕС ПЛАН НА ЗЪРНЕНИ ХРАНИ БЪЛГАРИЯ ЗА 2008-2012: ПРЕДСТАВЯНЕ И АНАЛИЗ

Бизнес планът, представен на 27 ноември от Зърнени храни България, включва синтезиран вариант на отчета за доходите на дружеството до 2012г., както и очакваните физически обеми продукция, която Дружеството очаква да реализира.

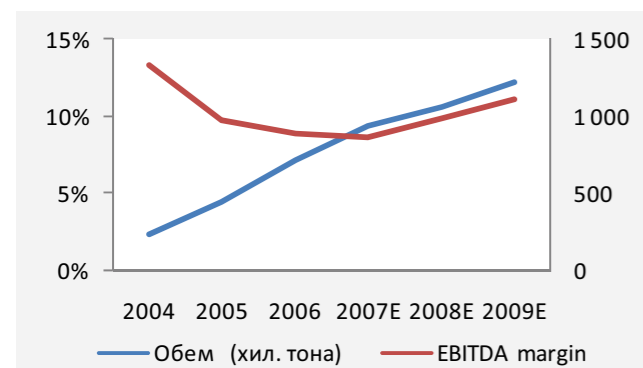
Заявените цели на Дружеството са то да бъде водещата компания в зърнения бизнес в страната, като до 2012г. постигне 10% пазарен дял в изкупуването на зърнени култури, 33% пазарен дял в изкупуването на маслодайни култури и 66% в производството на биодизел в страната. Таблица 4: Прогнозни продажби във физически обеми и пазарен дял

Таблица 4: Прогнозни продажби във физически обеми и пазарен дял

хил.тона	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Изкупуване									
Маслодайни семена	72	62	185	115	205	290	360	450	520
% от реколта	8%	8%	19%	19%	21%	27%	31%	35%	36%
Зърнени култури	88	163	169	128	270	430	540	630	720
% от реколта	1%	3%	3%	4%	5%	7%	9%	10%	11%
Продажби									
Биодизел	0	0	0	0	51	99	162	198	198
% пазарен дял	0%	0%	0%	0%	57%	58%	70%	66%	66%
Рафинирани масла	10	5	11	11	12	15	21	27	30
% пазарен дял	11%	6%	12%	12%	13%	17%	23%	30%	33%
Маслодайни семена	35	48	158	88	125	110	72	50	52
Зърнени култури	68	163	169	128	240	410	510	610	720
Шрот	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0	55	134	123	157
Минерални торове	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20	30	40	50	60

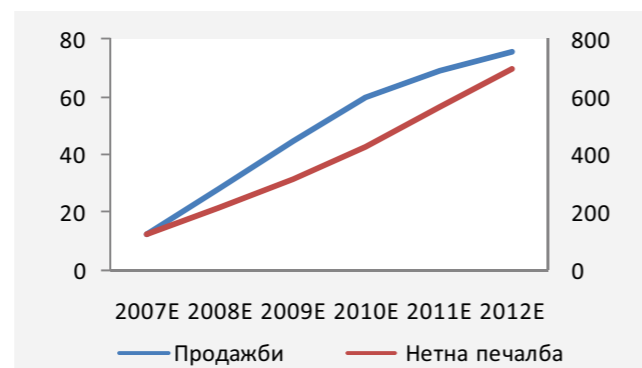
Източник: Зърнени храни България, Бизнес план 2008-2012г.

Фиг. 5: Развитие на средния марж и на обемите (хил.т)



Източник: Зърнени храни България, Бизнес план 2008-2012г.

Фиг. 6: Очаквани продажби нетна печалба (млн.лв.)

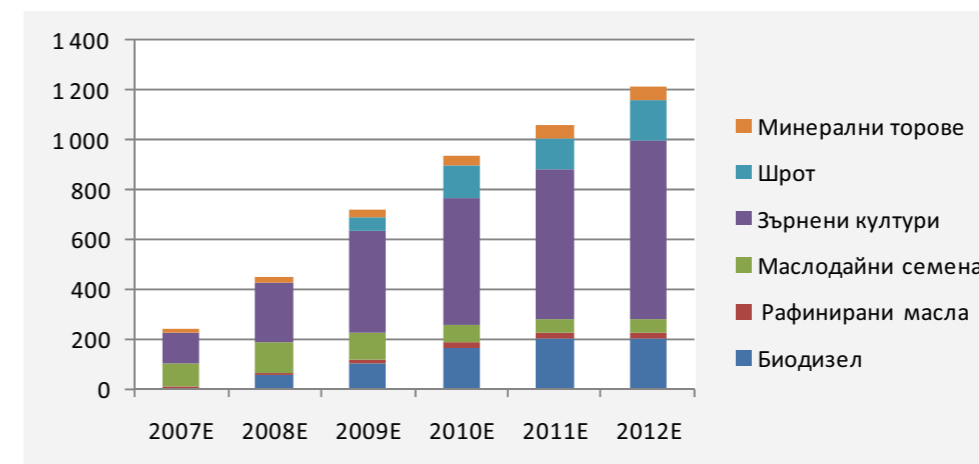


Източник: Зърнени храни България, Бизнес план 2008-2012г.

Дружеството предвижда и в бъдеще основната част от продажбите (като физически обеми) да се формира от търговията със зърнени култури, но в

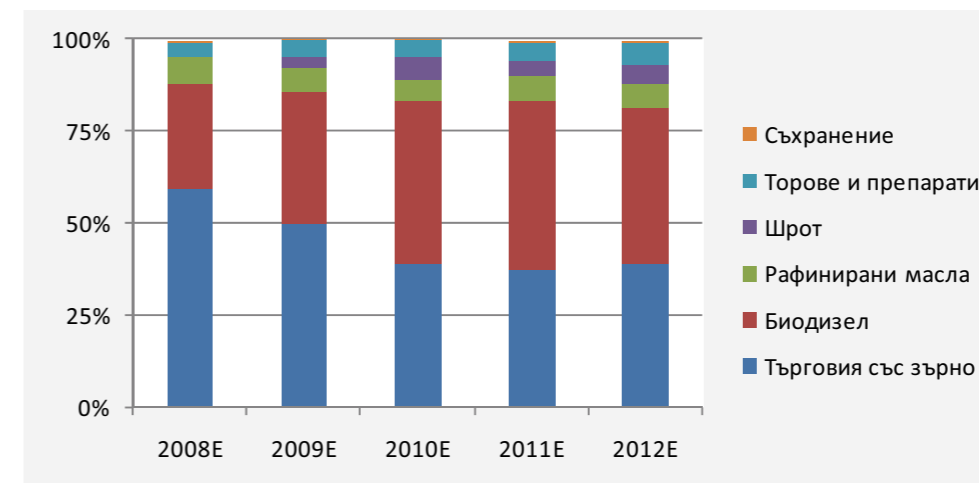
същото време се увеличава делът на биодизела и рафинираните масла. Предвид на по-високите маржове, генерирани при маслата и биодизела (13-14% при биодизела и 16-17% при рафинираните масла, при 7-8% при търговията със зърно), делът на тези две групи в общите продажби нараства значително, като след 2010г. надхвърля 50% от общата стойност на продажбите.

Фиг. 7: Структура на продажбите (хил.т)



Източник: Зърнени храни България, Бизнес план 2008-2012г.

Фиг. 8: Структура на продажбите (%)



Източник: Зърнени храни България, Бизнес план 2008-2012г.

VI.A. Реалистичност на бизнес плана

Степента на реалистичност на бизнес плана на компанията е в основата на извършената от нас оценка стойността на капитала й. Ние считаме, че представеният план е в съответствие с реалните възможности на компанията, като мнението ни се базира на следните основни съображения:

VI.A.1. Компания с установено присъствие

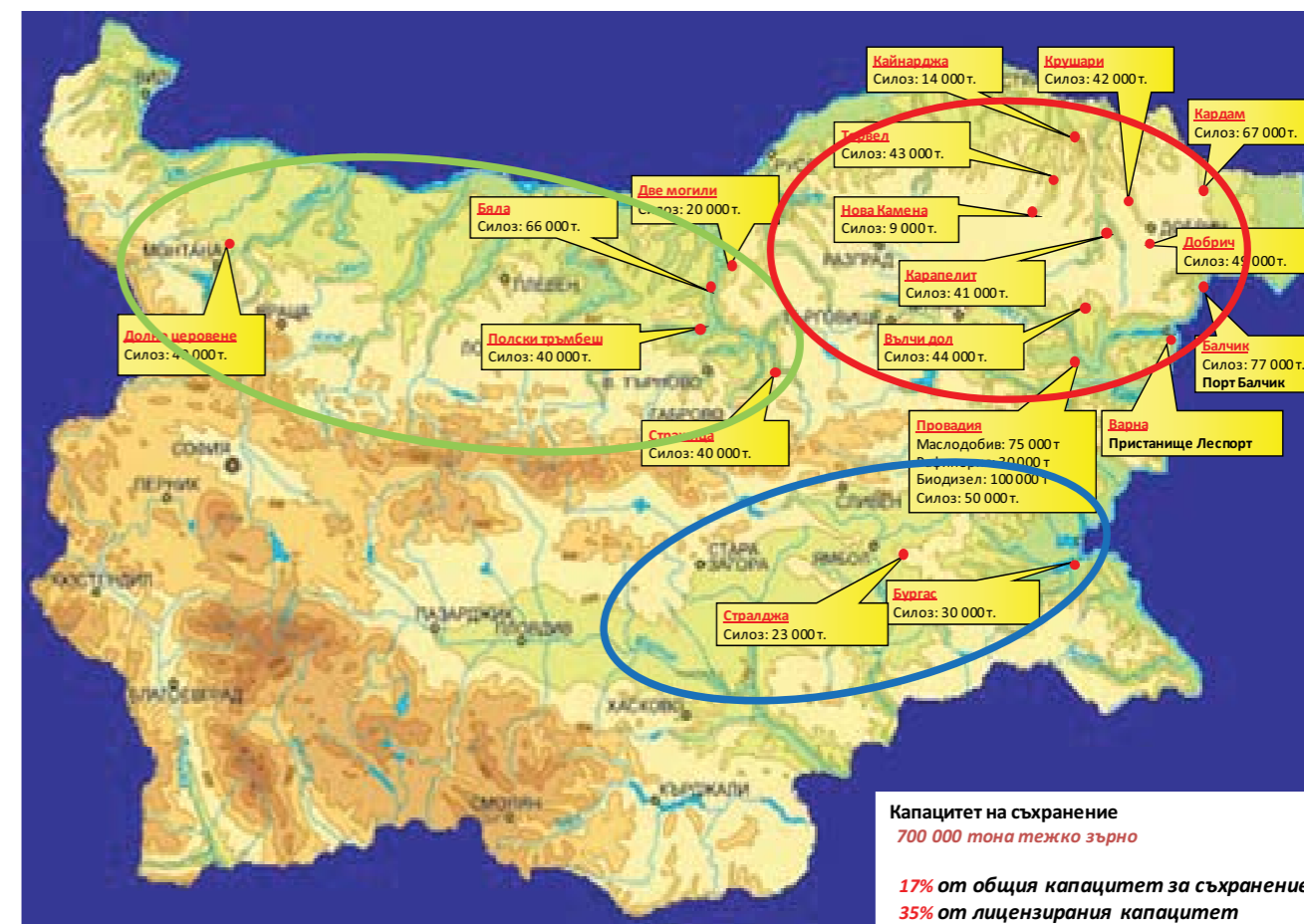
Зърнени храни България АД е стара „нова“ компания, т.е. тя вече има установено присъствие на пазара под една форма или друга. Настоящата реорганизация, т.е. сливането на осем дружества в едно, би следвало да подобри оперативните възможности на компанията при равни други условия. В допълнение, реално настоящия мениджмънт и до момента е управлявал активите на осемте сливащи се дружества (като две от основните компании са наемали активите от останалите), като в същото време са изчистени юридическите проблеми, свързани с някои от активите (част от които са придобити от банки, които от своя страна са ги придобили по силата на залог по невърнати кредити). Така реално потенциалът на обединената компания би следвало да се е повишил значително, а като минимум да има сериозни спестявания от гл.т. на оперативни разходи.

VI.A.2. Отлична инфраструктура

Компанията разполага с отлично разположена инфраструктура – 18 зърнобази с общ капацитет 700,000 тона тежко зърно, което по оценки на компанията се равнява на 17% от общия капацитет и 35% от лицензирания за съхранение в страната. Според компанията в ход е инвестиционна програма за модернизация на базите, която ще доведе до намаляване на оперативните им разходи от една страна, и до повишаване на пропускателния капацитет от друга, т.е. с помощта на модерна логистична схема зърното ще може да бъде товарено и разтоварвано значително по-бързо. Модерната техника е и в съответствие с изискванията на ЕС в областта, което може да се превърне в допълнително предимство, ако някои от конкурентите имат проблеми с модернизиране на базите си по европейските стандарти.

Географското разположение на зърнобазите на компанията (виж картата) е отлично от гледна точка на присъствие в основните зърнопроизводителни региони на страната и достъп до транс-европейските транспортни коридори. Доброто позициониране подпомага компанията поне в три основни насоки – (i) възможността за осъществяване на плановете за превръщане на зърнобазите в центрове за предлагане на допълнителни услуги с добавена стойност, (ii) сравнително лесен достъп до реколтата в съседна Румъния, в случай на слаба реколта в България и (iii) макар и в по-малка степен, масираното присъствие в основните производителни региони вероятно действа възпиращо на конкуренцията.

Фиг. 9: Географско разположение на активите на Зърнени храни България



Източник: Зърнени храни България, презентация за инвеститори, 19 ноември 2007г.

VI.A.3. Доказана технология в биодизела

Зърнени храни България АД планира да превърне производството на биодизел в една от основните дейности на компанията в средносрочен план, като според бизнес плана при стартирането на втората инсталация (планирано за юли 2010г.) се очаква над 40% от приходите да идват от биодизел. Съответно компанията отчита нивото на значимост на инсталациите за производство на биодизел и се стреми да управлява риска, свързан с този вид производство. Като конкретни стъпки може да се изброят следното:

- Изграждането на първата инсталация е поверено на Десмет Балестра, която е лидер в областта на технологиите за олеохимикали и биодизел. Подобен подход до голяма степен би следвало да осигури
 - гарантирано работеща технология от една страна, и
 - опитен партньор, т.е. минимален риск от закъснения по проекта, от друга.
- Изгражданата инсталация позволява захранването на производството с няколко алтернативни масла (слънчогледово, рапично, соево и палмово), което дава на компанията гъвкавостта да съобразява моментното производство спрямо конюнктурните цени на пазара във всеки един момент.

VI.A.4. Синергия с другите компании от холдинга

Като допълнителен момент от бизнес плана на компанията е изтъкната добрият потенциал за синергия вътре в рамките на основния акционер, холдинга Химимпорт. Нашата оценка до голяма степен се покрива с намеренията на компанията, особено що се отнася до потенциала за създаване на подходящи финансови продукти за фермери – заедно с Централна Кооперативна Банка (и съответните добри отношения с кооперативните съюзи) и ЗПАД Армеец, една от най-динамично развиващите се застрахователни компании на пазара.

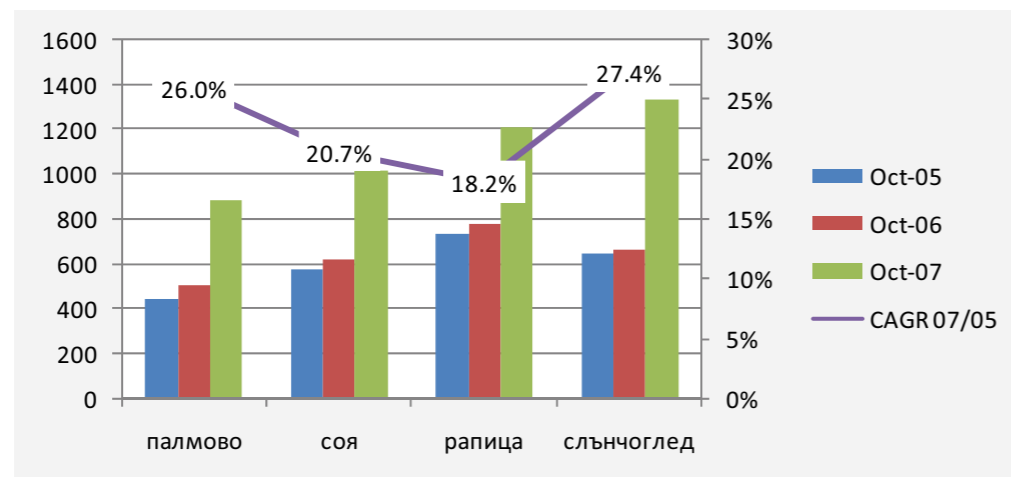
Допълнителна възможност за кооперация в рамките на холдинга може да възникне с вследствие идеята на държавата да стимулира в постигането на националните цели за въвеждане на биогорива не само дистрибутори, но и компании с големи автопаркове. Към настоящия момент инициативата е на етап идея, т.е. липсва оценка на приложимостта и евентуалното ѝ значения (в смисъл на обем потребление на биодизел), но в близко бъдеще може да се превърне в промотирана от държавата мярка, която да разшири пазара на биодизел в страната (презумпцията е, че специално подготвените автопаркове могат да използват чист биодизел или по-висок процент на смесване от конвенционалните дизелови двигатели).

VII. ГЛОБАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ В АГРОБИЗНЕСА

През последните десетина години движението за опазване на природните ресурси, в частност намаляване зависимостта от традиционните минерални горива и намаляването на емисиите на въглероден двуокис в атмосферата, устойчиво се превръща от кауза на зелените партии в осъзната и последователно прилагана държавна и международна политика. В световен мащаб през последните няколко години се наблюдава вече нова фаза на развитието на инициативата за въвеждане на биогоривата, като засилените инвестиции в производствени мощности значително увеличават потреблението на съответните култури, довеждайки до значима инфлация при основни хранителни стоки. Могат да бъдат очертани следните тенденции:

- растящи цени на минералните горива
- значителни инвестиции в капацитет за производството на биогорива
- търсенето на биогорива продължава да се формира практически изцяло от държавна намеса в сектора, т.е. дори при високите цени на суровия петрол и другите традиционни източници на енергия, поне в транспортния сектор търсенето и използването на биогорива е мотивирано от
 - създадените икономически стимули, като освобождаване от акциз на биогоривата, както в чист вид така и при смесване и
 - набиращото сила въвеждане на нормативни изисквания за задължително смесване, независимо от нивото на цената на биогоривата
- растящи темпове на повишаване на цените на земеделските продукти в световен мащаб, породено както от страна на търсене, така и от страна на предлагане:
- засиленото търсене на суровини за производството на биогорива съвпада с нарастване на търсенето земеделска продукция за консумация поради растящото население и повишаването на икономическото благосъстояние
- ситуацията с предлагането на класическите земеделски продукти се влошава допълнително от няколко лоши сезона, което рефлектира върху значително намаляване на световните запаси
- Поне към настоящия момент значителното нарастване на цените на основни земеделски култури не успява да изиграе ролята на ограничител на търсенето – повишаването на ценовите равнища е съпроводено с нарастване на търсените количества.
- Оценките в световен мащаб са, че търсенето на растителни масла ще продължава да нараства с високи темпове. Нуждите на производителите на биодизел в частност ще поддържат търсенето на растителни масла на високи нива поради въвеждането на изискване за задължително смесване в редица държави. Така на пример само в САЩ се очаква през 2007/2008г. производствения капацитет да скочи от 2.7 до 7.7 млн.т.; в същото време наличният към края на 2007г. капацитет в ЕС (който е основният производител и потребител на биодизел в света) е натоварен едва 50-55%.
- Предлагането на растителни масла в световен мащаб вече близо 25 години (от 1983г.) регистрира рекордни стойности всяка поредна година, като средния темп на нарастване за последните 10г. е 5.3% (по данни на USDA и Toepfer International)

Фиг. 10: Цени на основни растителни масла в световен мащаб (US\$ за тон)



Източник: Toepfer International, Market Review, October 26, 2007.

VII.A. Правна рамка, закони, акцизи на биогорива в ЕС и България

Подобряването на пазарните условия в България по отношение на производителите на биогорива е заложено в правната рамка в страната и ЕС. Съгласно чл. 4, ал. 1 от Директива 2003/30/ЕС на Европейския Парламент и Съвета от 8 май 2003 г. за насърчаване използването на биогорива и други възобновяеми горива в сектор Транспорт всяка страна- членка е задължена да докладва ежегодно пред Европейската Комисия за предприетите мерки за насърчаване потреблението на биогорива за транспортни цели и създадените в страната пазарни условия. От 1.1.2008 г., съгласно чл.24 от влезлия в сила на 19.06.2007 г. Закон за Възобновяемите енергийни източници и биогоривата, производителите и вносителите на течни горива за нуждите на транспорта са длъжни да предлагат на пазара горива от нефтен произход, смесени с 5 % биогорива.

Според чл.32, ал.1, т.7 на Закона за акцизите и данъчните складове, акцизната ставка върху моторните горива за биодизел с код по КН 3824 90 99 и биоетанол с код по КН 2207 20 00 е размер на 0 лв. за 1000 литра. Според чл.32, ал.2, т.4 на Закона за акцизите и данъчните складове акцизната ставка върху моторните горива, използвани за обработка на земеделска земя от земеделски производители, одобрени за финансово подпомагане по Закона за подпомагане на земеделските производители за биодизел с код по КН 3824 90 99 и биоетанол с код по КН 2207 20 00 е размер на 0 лв. за 1000 литра.

Таблица 5: Прогнозно потребление на минерални и биогорива до 2020 и национална цел

	Дименсия	2005	2008	2009	2010	2015	2020
Конвенционални горива	хил.т	1 952	2 193,1	2 264,7	2 317,3	2 731,9	3 146,0
Бензини	хил.т	572	485,3	456,0	426,0	417,1	370,5
Дизелови горива	хил.т	1 380	1 707,8	1 808,7	1 891,3	2 314,8	2 775,5
Биогорива	хил.т	0	43,9	79,3	133,2	218,6	314,5
биоетанол	хил.т	0	9,7	16,0	24,5	33,4	37,0
биодизел	хил.т	0	34,2	63,3	108,7	185,2	277,5
Всички горива	хил.т	1 952	2 237,0	2 344,0	2 450,5	2 950,5	3 460,5
Национална цел	%	0	2	3,5	5,75	8	10

Източник: Доклад за 2006г. на Република България пред Европейската Комисия за прилагането на Директива 2003/30/ЕС на Европейския Парламент и Съвета от 8 май 2003

При определянето на количеството конвенционални горива е отчетена очерталата се през последните години тенденция на намаляване на използваните бензини, за сметка на увеличеното потребление на дизелови горива. За периода 2005-2020г. средногодишното намаление в потреблението на бензините е 2.2%, като в същото време потреблението на дизеловите горива нараства с 5.6% годишно. За 2005г. общия енергиен баланс на България не отчита потреблението на биогорива. Количеството биодизел в страната, което е потребено през 2006 г. възлиза на 9,562т. В процес на изграждане са инсталации с капацитет на производство съответно:

- Биодизел – 415 хил. т към 2010г.;
- Биоетанол – 95 хил. т към 2010г.

Следва да се отбележи, че горните капацитети са изчислени на базата на заявени намерения. Според анализа на Зърнени храни България в страната няма потенциал за производство на повече 300,000т биодизел на година при използване на местни суровини. Разбира се, някои от инсталациите (вкл. тези на Зърнени храни) са оборудвани да работят и с друга суровина. В същото време обаче в международен план биокомпонентите за производство на биогорива, стимулирано от нормативно наложеното търсене, вероятно ще продължат да поскъпват в дългосрочен план. Така в крайна сметка доставката на суровина от внос е възможно да се окаже прекалено скъпа за рентабилно производство.

VIII. УДОСТОВЕРЕНИЕ НА АНАЛИЗАТОРИТЕ

Анализаторите удостоверяват, че тяхното мнение относно дружеството и ценните книжа в този доклад е представено вярно и че не са получили и няма да получат пряко или косвено възнаграждение в замяна на публикуването на конкретни мнения или препоръки в този доклад.

Настоящият документ се предоставя като услуга за участниците на пазара. Той е изготвен и издаден от ЦКБ АД на базата на публична информация. Положени са всички разумни грижи за гарантиране, че посочените факти са точни и дадените мнения са честни и разумни, но не се дава изрична или мълчалива гаранция или не се поема ангажимент; всички включени мнения и оценки представляват нашата добросъвестна преценка към тази дата, но подлежат на промяна без уведомление. ЦКБ АД, нейните директори и/или служители по никакъв начин не отговарят за съдържанието на документа. ЦКБ АД или нейните клиенти могат да търгуват като участници на пазара или специалист по инвестиции или ценни книжа, които са предмет на документа или при свързани инвестиции и може да са действали, купили за своя собствена сметка или използвали информацията, съдържаща се в документа, проучването или анализа, на който се основава документа преди неговото публикуване. ЦКБ АД, нейните акционери, директори и служители могат да държат позиция или по друг начин да се интересуват от ценните книжа, посочени в настоящия документ, опции върху ценни книжа или в свързани инвестиции (включително други ценни книжа на същия издател). Този документ се публикува само за ползване от потребители и не представлява предложение или покана за покупка или продажба на посочените инвестиции или ценни книжа.

Цените или стойностите на ценните книжа и генерираният от тях доход могат да спаднат, както и да се покачат, могат да се колебаят или инвеститорът да претърпи загуба от тях. Може да няма никакъв доход от тях или стойността на вложението да намалее. Ценните книжа и инвестициите могат да причинят загуба за инвеститора, и в допълнение, миналите резултати изрично не са ориентир за бъдещи резултати. Промените в обменните курсове могат да имат неблагоприятен ефект върху стойността, цената или дохода от ценните книжа или инвестициите. Ако се касае за данъчно облагане, нивата, основата и облекченията от данъчно облагане могат да се променят. Всяка инвестиция или ценна книга, посочена в този документ, може да не са подходящи за всеки инвеститор, който ги получава и при съмнение инвеститорът трябва да търси помощ от своя инвестиционен консултант. Инвеститорите трябва да са наясно с допълнителните и специфичните рискове, свързани с ценните книжа в развиващи се пазари. Ценните книжа, посочени в този документ, може трудно да се продават и реализират, а информацията за тях или съпътстващите рискове може да са ненадеждни или трудни за получаване. Инвеститорите трябва да са наясно с всички местни закони, отнасящи се до подобни ценни книжа. Информацията на ЦКБ АД е изключителна нейна собственост. Без предварителното писмено разрешение на ЦКБ АД, тя и всяка интелектуална собственост на ЦКБ АД не могат да бъдат разпространявани или използвани за създаване на каквито и да било финансови продукти, включително всички индекси. Информацията е предоставена на действителна база. Потребителят поема целия риск за всяко ползване на тази информация. ЦКБ АД, нейните свързани лица и всяка трета страна, ангажирана или свързана с изготвянето или събирането на информацията, с настоящото изрично не поемат отговорност за оригиналността, точността, пълнотата, продаваемостта или уместността за дадена цел по отношение на тази информация. Без да е ограничение за гореспоменатото, при никакви обстоятелства ЦКБ АД, нейните свързани лица и всяка трета страна, ангажирана или свързана с изготвянето или събирането на информацията, с настоящото не носят отговорност за вреди от каквото и да е естество.

