

Справедлива цена	8.20
Потенциал за ръст	+39%
Препоръка	Купувай

Пазарна информация	
Брой обикновени акции	2 000 000
Последна цена	5.90
Пазарна капитализация, обикновени акции, хил.лв.	11 800
Брой привилегировани акции	400 000
Последна цена	4.74
Обща пазарна капитализация, хил.лв.	13 660
P/E (ttm)	4.70
P/S (ttm)	2.00
P/B	1.29
EV/EBITDA (ttm)	2.50

<b>KAROLL</b>	
1 Zlatovrah Str., Sofia, Bulgaria	
tel.(fax): +359 2 4008 300	
<a href="http://www.karoll.net">www.karoll.net</a>	<a href="mailto:research@karoll.net">research@karoll.net</a>

## Висока рентабилност и стабилни приходи при ниски задължения

- „София Комерс - Заложни Къщи“ АД оперира като верига заложни къщи, чиято основна дейност е предоставянето на парични заеми срещу залог на движимо имущество.

- В резултат на активна експанзия приходите на компанията нарастват значително през последните години, като средногодишният ръст за 2005 – 2009 г. е 50%. През периода 2003 – 2009 г. броят заложни къщи, оперирани от компанията, нараства от 40 до 158.

- Нетната печалба на компанията се увеличава от 183 хил.лв. през 2005 г. до 2.867 млн.лв. през 2009 г., или средногодишен темп на нарастване 73.4%. Въпреки че от 2008 г. започва тенденция на забавяне в ръста на приходите и намаляване на маржовете, „София Комерс - Заложни Къщи“ продължава да реализира висока рентабилност спрямо компаниите – аналози, търгувани на външни пазари.

- „София Комерс - Заложни Къщи“ АД финансира дейността си изключително със собствени средства, което рефлектира в ниски разходи за лихви. Емитирани са 400 хил. привилегировани акции с гарантиран годишен дивидент от 0.75 лв./акция.

- Акционерите на компанията ще гласуват предложение за разпределяне на дивидент от 1.50 лв. на обикновена акция на Общо събрание на 15 юни 2010 г. При текущите ценови нива от 5.90 лв. за обикновена акция, предложеният дивидент носи доходност от 25.4%.

- Крайната оценка за справедливата цена на „София Комерс - Заложни Къщи“ е формирана на база средно претеглените цени, получени по метода на дисконтираните парични потоци, метода на остатъчния доход и сравнение с пазарни аналози при три различни сценария. В резултат на приложените методи изведохме крайна справедлива цена от 8.20 лв. за обикновена акция и препоръка за покупка.

Отчет за доходите	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>ПРИХОДИ</b>	<b>756</b>	<b>1 517</b>	<b>3 891</b>	<b>4 982</b>	<b>5 823</b>	<b>5 241</b>	<b>6 027</b>	<b>6 629</b>	<b>6 961</b>	<b>7 309</b>
% промяна		100.7%	156.5%	28.0%	16.9%	-10.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
<b>ЕБИТДА</b>	<b>226</b>	<b>671</b>	<b>2 735</b>	<b>3 339</b>	<b>3 367</b>	<b>2 306</b>	<b>2 561</b>	<b>2 652</b>	<b>2 715</b>	<b>2 777</b>
% промяна		196.9%	307.6%	22.1%	0.8%	-31.5%	11.1%	3.5%	2.4%	2.3%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>29.9%</b>	<b>44.2%</b>	<b>70.3%</b>	<b>67.0%</b>	<b>57.8%</b>	<b>44.0%</b>	<b>42.5%</b>	<b>40.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>38.0%</b>
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>193</b>	<b>632</b>	<b>2 701</b>	<b>3 243</b>	<b>3 235</b>	<b>2 170</b>	<b>2 414</b>	<b>2 493</b>	<b>2 536</b>	<b>2 583</b>
% промяна		227.5%	327.4%	20.1%	-0.2%	-32.9%	11.2%	3.3%	1.7%	1.9%
<b>ЕБИТ марж</b>	<b>25.5%</b>	<b>41.7%</b>	<b>69.4%</b>	<b>65.1%</b>	<b>55.6%</b>	<b>41.4%</b>	<b>40.1%</b>	<b>37.6%</b>	<b>36.4%</b>	<b>35.3%</b>
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>183</b>	<b>529</b>	<b>2 426</b>	<b>2 904</b>	<b>2 867</b>	<b>1 942</b>	<b>2 165</b>	<b>2 214</b>	<b>2 242</b>	<b>2 247</b>
% промяна		189.1%	358.6%	19.7%	-1.3%	-32.3%	11.5%	2.3%	1.3%	0.2%
<b>Нетен марж</b>	<b>24.2%</b>	<b>34.9%</b>	<b>62.3%</b>	<b>58.3%</b>	<b>49.2%</b>	<b>37.0%</b>	<b>35.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.2%</b>	<b>30.7%</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>2 229</b>	<b>4 924</b>	<b>7 457</b>	<b>8 181</b>	<b>10 703</b>	<b>10 249</b>	<b>11 074</b>	<b>11 838</b>	<b>12 414</b>	<b>12 987</b>
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>	<b>2 184</b>	<b>4 820</b>	<b>7 086</b>	<b>7 690</b>	<b>10 257</b>	<b>9 424</b>	<b>9 706</b>	<b>10 056</b>	<b>10 420</b>	<b>10 793</b>
Дълг/Активи	0.02	0.02	0.05	0.06	0.04	0.08	0.12	0.15	0.16	0.17
Дълг/Капитал	0.02	0.02	0.05	0.06	0.04	0.09	0.14	0.18	0.19	0.20
Заеми към банки/Капитал	0.00	0.00	0.01	0.02	0.01	0.05	0.10	0.13	0.14	0.15
ROA (ttm)	14.7%	15.0%	39.3%	37.3%	30.8%	18.6%	20.4%	19.6%	18.8%	18.3%
ROE (ttm)	16.8%	15.1%	40.8%	39.3%	31.9%	20.1%	22.6%	22.4%	21.9%	21.2%

„София Комерс – Заложни къщи“ оперира като верига заложни къщи, чиято основна дейност е предоставянето на парични заеми срещу залог на движимо имущество. Предоставянето и връщането на кредитите става по облекчена процедура в сравнение с традиционните банкови заеми, което дава възможност за бързина и гъвкавост. Движимото имущество, което се приема за обезпечение са: злато, бижута, лаптопи, видеотехника, музикални уредби, скъпа битова техника и други ценности, с изключение на автомобили и предмети на изкуството.

64% от  
отпуснатите  
кредити  
през 2009 г. са  
до 100 лв.

Дружеството е специализирано в предоставянето на финансиране на:

- потребители, които не отговарят на условията за банково финансиране;
- потребители, които се нуждаят от микро финансиране (до 100 лв.);
- потребители, които се нуждаят от незабавно предоставяне на парични средства.

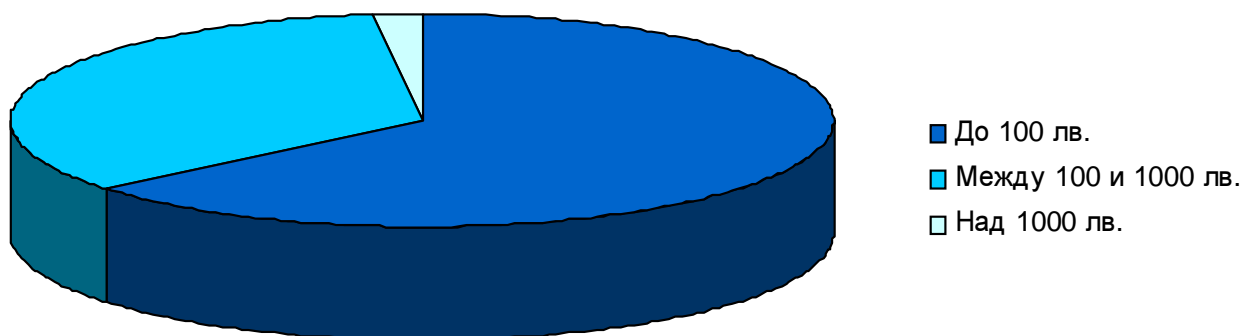
Дейността на  
дружеството  
не изисква анализ на  
кредито-  
способността на  
кредитоискателите

Дейността на дружеството не изисква анализ на кредитоспособността на длъжника, тъй като при неиздължаване заложеното имущество се предлага за продажба. Дейността на дружеството е регулирана чрез Наредбата за дейността на заложните къщи, в сила от 27 Февруари 2009 г.

„София Комерс – Заложни къщи“ е позиционирана в сегмента микро кредитиране – през 2009 г. 98% от предоставените кредити са на стойност до 1000 лв., а 64% са до 100 лв. Голяма част от предоставените заеми са със срок до един месец.

### Структура на предоставяните кредити по размер

64% от  
предост.  
компани.  
са до 100

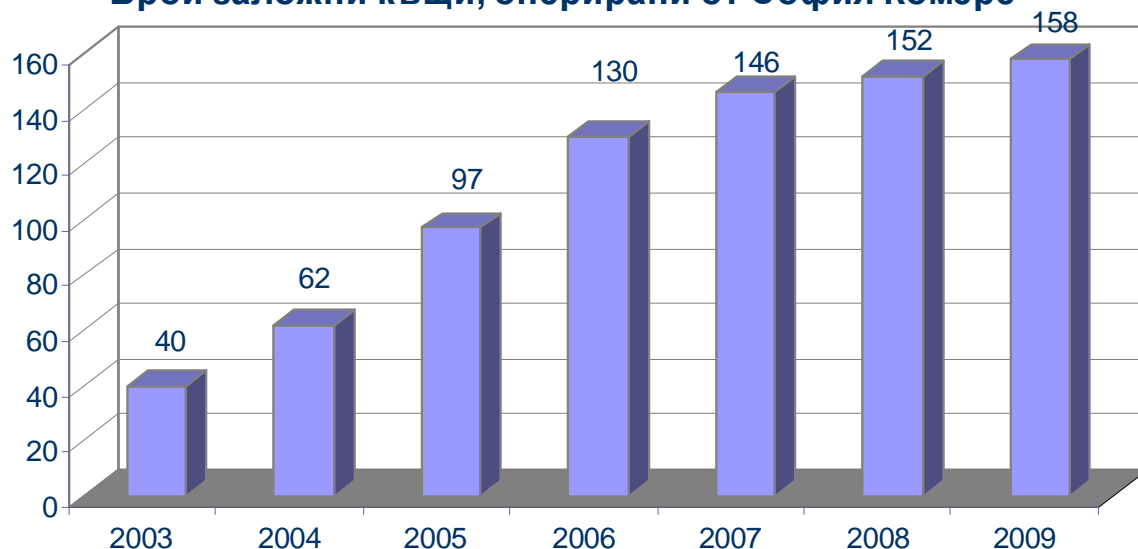


*Малкият размер на кредитите, бързината и липсата на формалности, рисковете, свързани с обезпечението, предопределят по-високата цена на финансирането чрез заложна къща*

„София Комерс – Заложни къщи“ реализира приходи основно от лихви и такси по отпуснатите кредити. Малка част от приходите (под 1%) е реализирана от продажба на стоки, тъй като дружеството регистрира изключително ниско ниво на неиздължени кредити. Лихвеният процент по кредитите зависи от качеството на обезпечението, както и от договорения период за връщане на заема. Малкият размер на кредитите, бързината и липсата на формалности, както и рисковете, свързани с ликвидността и качеството на предоставеното обезпечение, изискват цената на финансиране от заложна къща да е значително по-висока от цената на банковите кредити. Максималният размер на лихвения процент е 3% на месец според влязлата през 2009 г. в сила Наредба за дейността на заложните къщи. Отделно заложната къща има право да начислява различни такси. Така общите разходи по кредита достигат между 10% и 20% месечно. Обикновено в номинално изражение сумите са сравнително малки (10 – 20 лв.), но представляват значителна част от отпуснатото финансиране поради малките суми на заемите.

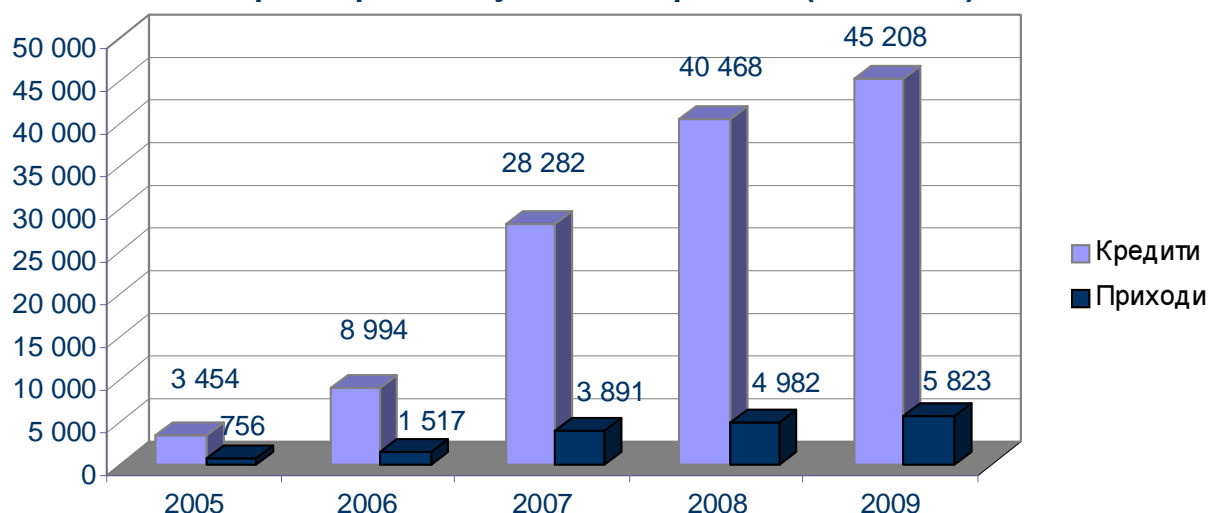
През 2003 г. „София Комерс – Заложни къщи“ АД предприема активна експанзия и броят на заложните къщи, които оперира, се увеличава от 40 към края на 2003 г. до 158 към края на 2009 г., с което компанията е представена в основната част от по-големите населени места в България. Политиката на компанията е да наема необходимите за дейността ѝ помещения.

**Брой заложни къщи, оперирани от София Комерс**



В резултат на експанзията и повишаването на ефективността на заложените къщи, приходите на дружеството нарастват с бърз темп в периода 2005 – 2009 г., като средногодишния темп на увеличаване на приходите (CAGR) през периода е 50%. Междувременно размера на предоставените кредити се увеличава от 3.5 млн.лв. през 2005 г. до 45.2 млн.лв. през 2009 г.

### Общ размер на отпуснатите кредити (в хил.лв.)



*Основна характеристика на заемите и източник на риск е ликвидността на приетото обезпечение*

Тъй като финансирането чрез заложна къща не изисква анализ на кредитоспособността на клиента, основна характеристика на заемите и източник на риск е ликвидността на приетото обезпечение. „София Комерс – Заложни къщи“ управлява риска си от загуба в случай на неиздължаване чрез два механизма:

- оценка на залога - практиката е заложените вещи да се оценяват на 30% - 50% от пазарната им цена, което осигурява на финансиращата страна широк марж на сигурност в случай на предлагане на вещта за продажба при неиздължаване от страна на клиента. Най-голям е дисконтовият процент за бързо остаряващите морално стоки, като мобилни телефони, електронна техника и др., и най-малък е за благородните метали, бижута и др. В периоди на намалена икономическа активност обемът на отпусканите заеми намалява, което е свързано с по-консервативните оценки на залаганите вещи поради по-трудното им реализиране.

- вид и качество на приетото обезпечение – заложените къщи имат гъвкавост по отношение на вещите, които биха приели за залог. В периоди на свиване на търсенето и икономическата активност практиката е да се приемат само вещи с относително висока ликвидност като злато, сравнително нова техника, най-вече лаптопи, мобилни телефони, видеотехника, което осигурява по-висока сигурност, че вещите ще бъдат

реализирани на пазара при неиздължаване, но от друга страна ограничава оборотите, респективно ръста на приходите.

*Въпреки че бизнесът се смята за анти-цикличен, свиването на икономическата активност индиректно оказва негативно влияние върху него*

Дейността на заложените къщи не се отличава със силна процикличност, но все пак се влияе от икономическите цикли по следния начин:

- от една страна, в периоди на намаляване на икономическата активност и спад на доходите, търсенето на финансиране от зложни къщи нараства;
- от друга страна, несигурността на заложените къщи, че ще успеят да реализират заложените вещи на цена, която да компенсира разходите им, се увеличава, поради намаленото търсене и риска от дефлация. Поради тази причина заложените къщи ограничават асортимента от вещи, които приемат за обезпечение, както и оценката си за стойността им. По този начин заложените къщи свиват дейността си в периоди на икономическа криза, поради което се увеличава вероятността за спад на приходите и печалбите.

Сред основните вещи, приемани в залог, е златото. Това определя силната чувствителност на резултатите на заложените къщи към промяната в цената му при липса на хеджиране. До момента „София Комерс – Зложни къщи“ АД не регистрира значителни печалби и загуби от промяната на стойността на златото поради факта, че на практика не реализира лоши кредити със залог на злато. В бъдеще обаче, при нарастване на неиздължените кредити и нужда от реализиране на обезпечението на пазара, промяната в цената за златото ще бъде ключов фактор за представянето на компанията.

## Динамика на приходите

Приходите на компанията нарастват със средно годишен темп от 50% в периода 2005 – 2010 г. Нарастването е в резултат на:

- екстензивни фактори - увеличение броя на къщите от 97 в края на 2005 до 158 в края на 2009, или 10% средно годишно;
- интензивни фактори – подобряване на ефективността и увеличаване средния годишен приход на обект от 7 907 лв. през 2005 до 36 854 лв. през 2009 г., или 36% средно годишно.

	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR
Приходи (хил.лв.)	767	1 517	3 891	4 982	5 823	49.99%
% промяна	66.4%	97.8%	156.5%	28.0%	16.9%	
Брой заложни къщи	97	130	146	152	158	10.25%
	54.0%	34.0%	12.3%	4.1%	3.9%	
Ср. приход на заложна къща (лв.)	7 907	11 669	26 651	32 776	36 854	36.05%
	8.1%	47.6%	128.4%	23.0%	12.4%	

След 2007 г. започва да се очертава тенденция за забавяне ръста на приходите в резултат на:

- забавяне в темпа на разкриване на нови обекти;
- навлизане на компанията в етап на зрялост;
- нормативни ограничения в следствие на влизането в сила на Наредбата за дейността на заложните къщи през 2009 г., включително въвеждане на максимален размер на месечната лихва от 3%; тъй като заложните къщи имат право освен лихвата да удържат и различни такси от клиентите си, ефектът от въвеждането на таван на лихвата е ограничен;
- намаляване на икономическата активност от втората половина на 2008 насам.

Считаме, че през следващите години динамиката в приходите на компанията ще зависи от следните фактори:

- навлизането на компанията в етап на зрялост и достигането на оптимален брой заложни къщи на територията на България ще засилва тенденцията за намаляване ръста на приходите;
- възможностите за повишаване на ефективността в методите за оценка на приеманите обезпечения чрез специализация на разкритите заложни къщи и предлагането на допълващи продукти и услуги, което би довело до интензивен ръст на приходите;

*Скрит потенциал за растеж, свързан с развитието на търговията с обезпечения, завземане на пазарни ниши вследствие на ограниченото банково кредитиране при криза, предлагане на нови допълващи продукти.*

- реструктуриране и закриване на най-слабо рентабилните обекти, което би довело до повишаване на ефективността на компанията, измерена чрез среден приход на обект;
- развитието на сегмента продажба на заложените вещи чрез развитието на он-лайн магазините на компанията, подобряване външния вид на разкритите обекти, създаване на система за доставяне на вещите между отделните обекти;
- възможности за регионална експанзия на компанията в страни от Балканския полуостров .

### **Структура на приходите**

„София Комерс – Заложни къщи“ реализира основната част от приходите си (около 99%) от лихви, такси и комисионни. Незначителна част от приходите произтичат от продажба на заложените стоки, тъй като дружеството регистрира изключително нисък дял на непогасени заеми. Това произтича от спецификата на уреждането на отношенията между клиент и заложна къща – при невъзможност за погасяване на заема, клиентът продава вещта от свое име и погасява задълженията си с получените средства. През 2009 г. приходите от продажба на стоки са едва 5 000 лв., като отчетната им стойност е 4 000 лв.

	2005	2006	2007	2008	2009
Приходи от лихви, такси и неустойки	732	1 505	3 879	4 891	5 807
Приходи от продажба на стоки	9	12	12	5	5
Приходи от продажба на услуги	15	0	0	4	10
Други приходи	0	0	0	82	1
<b>Общо приходи</b>	<b>756</b>	<b>1 517</b>	<b>3 891</b>	<b>4 982</b>	<b>5 823</b>

Приходите от продажба на обезпечение вероятно ще увеличават относителния си дял поради очакванията ни за нарастване на необслужваните кредити, вследствие на намалената икономическа активност. Степента на нарастване на относителния дял ще зависи и от развитието на он-лайн магазините на компанията, подобряване външния вид на разкритите обекти, създаване на система за доставяне на вещите между отделните обекти.

### **Динамика на разходите**

Оперативните разходи на „София Комерс – Заложни къщи“ нарастват със средногодишен темп от 36% в периода 2005 – 2009 г., при средногодишен ръст на оперативните приходи 50% през периода. Тъй като оперативните разходи нарастват по-бавно от приходите, печалбата преди амортизации, финансови разходи и данъци (ЕБИТДА) се увеличава по-бързо от приходите, със средно годишен темп от 72% - от 226 хил.лв. през 2005 до 3.367 млн.лв. през 2009 г. Рентабилността на ЕБИТДА през периода се повишава от 30% през 2005 г. до 58% през 2009 г.

Тенденцията на изпреварващо нарастване на приходите спрямо разходите се обръща през 2008 г.

Тенденцията на изпреварващо нарастване на приходите спрямо разходите се обръща през 2008 г., когато оперативните разходи се повишават с 42%, при ръст на приходите от 28%. Този процес се задълбочава през 2009 г., когато приходите нарастват с 17%, а разходите – с 50%. Изпреварващото нарастване на разходите спрямо приходите през последните две години се дължи на няколко фактора. От една страна, компанията преминава фазата на бърза експанзия от 2006 – 2007 г., което обуславя забавянето в ръста на приходите. Влияние върху темпа на приходите оказва и нормативно наложения таван от 3% на месечната лихва върху отпусканите кредити. Междувременно ръстът в разходната част остава висок, тъй като през 2008 и най-вече през 2009 г. компанията прави допълнителни разходи, за да преведе дейността си в съответствие с Наредбата за дейността на заложените къщи, като най-съществен е ръстът на разходите за охрана. В резултат на изпреварващия ръст на разходите през 2009 г. EBITDA се увеличава с минималните 0.8%, а EBITDA маржът се свива до 58%, спрямо 67% през 2008 г. и 70% през 2007 г. Подобна е и тенденцията и при печалбата преди финансови разходи и данъци (ЕБИТ) – средногодишният ръст в периода 2005 – 2009 е почти 76%, но през 2008 г. ръстът е 20%, а през 2009 г. е налице спад от 0.2%. Оперативният марж се свива до 55.6% през 2009 г., спрямо 65% през 2008 и 69% през 2007 г.

## Структура на разходите

### Оперативни разходи

Двата основни елемента в структурата на разходите на „София Комерс – Заложни къщи“ са разходите за персонал и разходите за външни услуги.

Оперативни разходи	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR
<b>Материали и енергия</b>	<b>18</b>	<b>78</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>92</b>	<b>38.6%</b>
промяна %		333.3%	-43.6%	6.8%	95.7%	
% от общите оперативни разходи	3.5%	9.3%	3.8%	2.9%	3.7%	
<b>Възнаграждения и осигуровки</b>	<b>280</b>	<b>452</b>	<b>658</b>	<b>935</b>	<b>1 215</b>	<b>34.1%</b>
промяна %		61.4%	45.6%	42.1%	29.9%	
% от общите оперативни разходи	54.8%	54.0%	56.9%	56.9%	49.5%	
<b>Разходи за външни услуги</b>	<b>213</b>	<b>306</b>	<b>387</b>	<b>487</b>	<b>703</b>	<b>27.0%</b>
промяна %		43.7%	26.5%	25.8%	44.4%	
% от общите оперативни разходи	41.7%	36.6%	33.5%	29.6%	28.6%	
<b>Др. оперативни разходи, вкл. обезценки и провизии</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>67</b>	<b>174</b>	<b>446</b>	<b>359.6%</b>
промяна %			6600.0%	159.7%	156.3%	
% от общите оперативни разходи	0.0%	0.1%	5.8%	10.6%	18.2%	
<b>Общо оперативни разходи</b>	<b>511</b>	<b>837</b>	<b>1 156</b>	<b>1 643</b>	<b>2 456</b>	<b>36.9%</b>
<b>Амортизация</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>96</b>	<b>132</b>	<b>32.0%</b>
промяна %		18.2%	-12.8%	182.4%	37.5%	

*Разходите за персонал съставляват средно 54% от общите оперативни разходи*

Делът на разходите за персонал в общите оперативни разходи за 2009 г. е 49%, а през периода 2005 – 2009 г. те съставляват средно 54% от общите оперативни разходи. Разходите за персонал нарастват със средногодишен темп от 34% през периода 2005 – 2009 г., като темпът на нарастване е по-нисък от CAGR на приходите, който е 50%. Може да се очаква, че в следващите години разходите за персонал ще увеличават дела си в общите разходи, тъй като дейността на „София Комерс – Заложни къщи“ е свързана с качеството на човешките ресурси и дружеството вероятно ще е изправено пред нуждата да отдели допълнителни средства, за да стимулира и задържи най-добрите си служители. Тенденцията за ръст на разходите за персонал се подсилва и от конкурентния натиск в сектора, както и от относително ниските прагове за стартиране на дейност като заложна къща, което е стимул за навлизането на нови компании и стартиране на самостоятелна дейност от служителите.

*Разходите за външни услуги формират средно 34% от оперативните разходи*

Делът на разходите за външни услуги в общите оперативни разходи за 2009 г. е 29%, а през периода 2005 – 2009 г. те съставляват средно 34% от общите оперативни разходи. Разходите за външни услуги са доминирани от разходите за наем на офиси и разходите за охрана, които съвкупно съставляват 63% от разходите за външни услуги през 2009 г. и средно 53% от разходите за външни услуги за периода 2005 – 2009 г.

През разглеждания период разходите за наем на офиси нарастват от 84 хил.лв. през 2005 г. до 300 хил.лв. през 2009 г. (CAGR 29%) в резултат както на разкриването на нови обекти, така и на повишаването на цените за наем на имоти. През същия период разходите за охрана нарастват от 16 хил.лв. през 2005 г. до 141 хил.лв. през 2009 г. (CAGR 55%). През 2009 г. разходите за охрана нарастват с най-силен темп на годишна база (104% спрямо 2008 г.) в резултат на мерките, които „София Комерс – Заложни къщи“ предприема, за да приведе дейността си в съответствие с Наредбата за дейността на заложните къщи.

Разходи за външни услуги	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR
Телекомуникационни разходи	75	112	110	105	116	9.1%
Разходи за наем на офиси	84	110	155	202	300	29.0%
Разходи за охрана	16	37	42	69	141	54.5%
Разходи за реклама	1	2	6	1	2	14.9%
Разходи за консултантски услуги	32	38	48	64	100	25.6%
Разходи за такси	0	6	14	21	11	
Други разходи	5	1	12	25	33	45.9%
<b>Общо разходи за външни услуги</b>	<b>213</b>	<b>306</b>	<b>387</b>	<b>487</b>	<b>703</b>	<b>27.0%</b>

Може да се обобщи, че през следващите години основните фактори, които ще оказват влияние върху изменението на структурата на разходите ще бъдат:

- нужда от допълнителни средства за стимулиране и запазване на персонала, тъй като дейността на компанията е чувствителна към качествата на човешките й ресурси;
- нужда от допълнителни средства за промотиране и реклама, породена от увеличаващия се конкурентен натиск;
- при решение на компанията да развие по-силно сегмента „продажба на стоки“, това би се отразило в увеличаване на разходите за транспортни, куриерски и комуникационни услуги.

### **Разходи за амортизация**

Разходите за амортизация нарастват от 33 хил.лв. през 2005 до 132 хил.лв. през 2009 г. (CAGR 32%) най-вече поради разширяването на регионалната мрежа на „София Комерс – Заложни къщи“ и свързаните с това разходи за техника и оборудване. Политиката на компанията е да наема необходимите за дейността й помещения, поради което разходите за амортизации са сравнително малка част от общите разходи за дейността за сметка на разходите за наем. Политиката за наемане на помещения допринася за по-високата гъвкавост на компанията по отношение на разкриване/ закриване на обекти.

### **Финансови приходи и разходи**

Дружеството регистрира незначителен дял на финансовите приходи и разходи, като липсва ясно изразен тренд, поради следните причини:

- по-голямата част от паричните средства са в кеш или по разплащателни сметки, тъй като се използват в оперативната дейност на компанията, което обосновава ниския дял на приходите от лихви;
- финансирането на дейността е изключително със собствени средства, което рефлектира в ниски разходи за лихви\*;
- дружеството оперира на територията на България, като оперативната му дейност се извършва изцяло в левове, поради което не е пряко изложена на валутен риск.

---

\* За целите на настоящия анализ гарантираният годишен дивидент от 0.75 лв./акция на емисията от 400 000 привилегировани акции на „София Комерс – Заложни къщи“ се третира като дълг.

В следващите няколко години следните фактори биха оказали влияние върху финансовите приходи и разходи на „София Комерс – Заложни къщи“:

- постепенно оптимизиране на капиталовата структура чрез увеличаване дела на външното финансиране, което би довело до увеличаване разходите за лихви;
- увеличаването на експозицията на дружеството към златото и увеличаване на дела на непогасените кредити срещу залог на злато би довело до регистриране на приходи или разходи от промяната на стойността на ценния метал.

Нетно финансови разходи	2005	2006	2007	2008	2009
Нетно финансови разходи	1	28	6	17	18

### Анализ на рентабилността

В резултат на симбиозата между органичен ръст и придобивания, нетната печалба на компанията се увеличава от 183 хил.лв. през 2005 г. до 2.867 млн.лв. през 2009 г., като средногодишният темп на нарастване е 73.4% (в сравнение с CAGR на приходите от 50%). Нетната рентабилност се повишава от 24% през 2005 г. до 49% през 2009 г., като достига пик от 62% през 2007 г. Тенденцията на изпреварващо повишаване на приходите спрямо разходите е прекъсната през 2008 г., в резултат най-вече на повишената конкуренция, навлизането на компанията във фаза на зрялост и нормативните ограничения, влезли в сила през 2009 г. Така през 2008 г. ръстът на нетната печалба се забавя до 20%, спрямо рекордните 359% през 2007 г., а през 2009 г. е отчетен спад от 1.3%. В последните две години се очертава и тенденция за свиване маржа на нетната печалба, като той все пак остава значително над нетния марж на компаниите - аналози. Може да се очаква, че тенденцията за свиване на рентабилността ще продължи и през следващите години вследствие на навлизане на компанията във фаза зрялост, увеличаване на конкурентния натиск, намалената икономическа активност и въведените регулации.

Основни елементи от отчета за доходите, хил.лв.	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/03/2010
<b>ПРИХОДИ</b>		<b>1 517</b>	<b>3 891</b>	<b>4 982</b>	<b>5 823</b>	<b>1 232</b>
<i>% промяна на год. база</i>		100.7%	156.5%	28.0%	16.9%	-5.0%
<b>Общо оперативни разходи</b>	<b>530</b>	<b>846</b>	<b>1 156</b>	<b>1 643</b>	<b>2 456</b>	<b>573</b>
<i>% промяна на год. база</i>		59.6%	36.6%	42.1%	49.5%	3.6%
<b>Оперативна печ. преди амортиз., фин.р-ди и данъци (ЕБИТДА)</b>	<b>226</b>	<b>671</b>	<b>2 735</b>	<b>3 339</b>	<b>3 367</b>	<b>659</b>
<i>% промяна на год. база</i>		196.9%	307.6%	22.1%	0.8%	-11.4%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>29.9%</b>	<b>44.2%</b>	<b>70.3%</b>	<b>67.0%</b>	<b>57.8%</b>	<b>53.5%</b>

Амортизация	33	39	34	96	132	36
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>193</b>	<b>632</b>	<b>2 701</b>	<b>3 243</b>	<b>3 235</b>	<b>623</b>
<i>% промяна на год. база</i>		227.5%	327.4%	20.1%	-0.2%	-12.7%
<b>ЕБИТ марж (оперативен марж)</b>	<b>25.5%</b>	<b>41.7%</b>	<b>69.4%</b>	<b>65.1%</b>	<b>55.6%</b>	<b>50.6%</b>
Общо печ./заг. от фин.операции	10	0	-6	-17	-18	-3
Извънредни прих./разходи	0	0	0	0	0	2
<b>ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>0</b>	<b>620</b>	<b>2 695</b>	<b>3 226</b>	<b>3 217</b>	<b>622</b>
Р-ди за данъци	0	91	269	322	350	62
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>183</b>	<b>529</b>	<b>2 426</b>	<b>2 904</b>	<b>2 867</b>	<b>560</b>
<i>% промяна на год. база</i>	<i>#DIV/0!</i>	189.1%	358.6%	19.7%	-1.3%	-11.3%
<b>Нетен марж</b>	<b>24.2%</b>	<b>34.9%</b>	<b>62.3%</b>	<b>58.3%</b>	<b>49.2%</b>	<b>45.5%</b>

### Анализ на Баланса

В структурата на активите на „София Комерс – Заложни къщи“ АД най-голямо тегло имат вземанията от клиенти и паричните средства в брой – съответно 38% и 48% от общите активи към края на 2009 г. Специфичната дейност на компанията изисква поддържането на висок дял на паричните средства в брой, което минимизира приходите от лихви и увеличава риска от кражби и злоупотреби. Към 31.12.2009 г. дружеството има инвестиция в свързаното си дружество „София комерс - кредит груп“ АД в размер на 530 хил.лв., разпределени в 624 080 акции с номинал 1 лв., представляващи 9% от капитала на „София комерс- кредит груп“ АД. Акциите са оценени по цена на придобиване, тъй като нямат котирана цена на активен пазар на ценни книжа и тяхната справедлива стойност не може да бъде надлежно оценена. На 19 април 2010 г. „София комерс - Заложни къщи“ АД придобива още 500 000 акции от „София комерс- кредит груп“ за 500 000 лв., с което дела ѝ в компанията достига 16.1%, или 1 124 080 акции, с балансова стойност 1 030 000 лв.

В структурата на пасивите най-високо тегло имат задълженията към персонала, осигурителните предприятия и за данъци – 65% от всички пасиви, или 290 хил.лв. към края на 2009 г. (графа Други текущи пасиви). Компанията поддържа изключително ниско ниво на дълг по кредити, като съотношението кредити-към-собствен капитал е едва 1.2% към края на 2009.

Компанията поддържа изключително високи нива на ликвидност и капиталова обезпеченост – паричните средства в брой надвишават задълженията над 13 пъти, а паричният поток от оперативна дейност покрива почти осемкратно размера на краткосрочните задължения.

Основни елементи от баланса, хил.лв.	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/03/2010
<b>АКТИВИ</b>						
<b>Текущи активи</b>						
Търговски и други вземания	1 090	1 321	2 324	4 052	4 061	4 189
Парични средства и парични еквиваленти	807	3 270	3 770	2 633	5 173	5 644
<b>Общо текущи активи</b>	<b>1 897</b>	<b>4 593</b>	<b>6 096</b>	<b>6 689</b>	<b>9 242</b>	<b>9 852</b>
<b>Нетекущи активи</b>						
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	332	331	831	962	911	959
Финансови активи	0	0	530	530	530	530
Търговски и други вземания	0	0	0	0	13	9
<b>Общо нетекущи активи</b>	<b>332</b>	<b>331</b>	<b>1 361</b>	<b>1 492</b>	<b>1 461</b>	<b>1 505</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>2 229</b>	<b>4 924</b>	<b>7 457</b>	<b>8 181</b>	<b>10 703</b>	<b>11 357</b>
<b>ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>						
<b>Текущи пасиви</b>						
Търговски и други задължения	0	0	1	2	30	65
Краткосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	0	0	20	68	59	65
Други текущи пасиви	45	104	269	298	290	328
<b>Общо текущи пасиви</b>	<b>45</b>	<b>104</b>	<b>294</b>	<b>368</b>	<b>379</b>	<b>458</b>
<b>Нетекущи пасиви</b>						
Дългосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	0	0	77	123	67	82
<b>Общо нетекущи пасиви</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>123</b>	<b>67</b>	<b>82</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>45</b>	<b>104</b>	<b>371</b>	<b>491</b>	<b>446</b>	<b>540</b>
Основен капитал	2 000	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Резерви	1	1 726	1 726	1 726	4 330	4 330
Неразпределена печалба (натрупана загуба)	183	694	2 960	3 564	3 527	4 087
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>2 184</b>	<b>4 820</b>	<b>7 086</b>	<b>7 690</b>	<b>10 257</b>	<b>10 817</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>	<b>2 229</b>	<b>4 924</b>	<b>7 457</b>	<b>8 181</b>	<b>10 703</b>	<b>11 357</b>
<b>Основни фин. показатели</b>	<b>31/12/2005</b>	<b>31/12/2006</b>	<b>31/12/2007</b>	<b>31/12/2008</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/03/2010</b>
Дълг/Активи	0.02	0.02	0.05	0.06	0.04	0.04
Дълг/Капитал	0.02	0.02	0.05	0.06	0.04	0.04
Заеми към банки/Капитал	0.00	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01
Възвръщаемост на активите	14.7%	15.0%	39.3%	37.3%	30.8%	30.8%
Възвръщаемост на капитала	16.8%	15.1%	40.8%	39.3%	31.9%	31.9%
Current ratio		44.16	20.73	18.18	24.39	21.51
Cash ratio		31.44	12.82	7.15	13.65	12.32
CFO/Current liabilities		3.63	5.61	3.49	7.93	

## Дивиденди и дивидентна политика

В края на 2006 г. "София комерс - заложни къщи" АД емитира 400 хил. привилегировани акции с гарантиран годишен дивидент от 0.75 лв./акция, с което се превръща в първото българско дружество, направило първично публично предлагане на привилегировани акции на Българската фондова борса. При текущите ценови нива от 4.74 лв. за привилегирована акция (БФБ код: 6SO), дивидентната доходност е 16%. До момента на притежателите на привилегировани акции са изплатени дивиденди за 2006 г. (0.40 лв.), 2007 г. (0.75 лв.) и 2008 г. (0.75 лв.). Акционерите на компанията ще гласуват за разпределяне на дивидент за 2009 г. от 0.75 лв. за привилегирована акция на Общо събрание на 15 юни 2010 г.

През 2008 г. "София комерс - заложни къщи" АД започва да разпределя дивидент и за държателите на обикновени акции, като за 2007 г. е разпределен дивидент от 1 лв. на акция. След като цялата печалба за 2008 г. бе капитализирана, през май 2010 г. Съветът на директорите на дружеството предложи разпределяне на дивидент за 2009 г. от 1.50 лв. на акция, или общо 3 млн.лв. При текущите ценови нива от 5.90 лв. за обикновена акция (БФБ код: 6SOA), предложеният дивидент носи дивидентната доходност от 25.4%.

Акционерите на компанията ще гласуват предложението на Общо събрание на 15 юни 2010 г.

За изготвянето на настоящата оценка използвахме следните методи:

- модел на дисконтираните парично потоци (DCF Analysis) в три сценария – реалистичен (базов), песимистичен и оптимистичен;
- модел на остатъчния доход (Residual Income Approach) в три сценария - реалистичен (базов), песимистичен и оптимистичен;
- сравнение с компании - аналози (Peer Comparison) в три сценария.

Крайната оценка е формирана на база средно претеглените цени, получени по трите метода. В резултат на приложените методи изведохме крайна справедлива цена от 8.20 лв. за обикновена акция.

За формиране на крайната цена даваме най-високо тегло на метода на остатъчния доход. По-ниското тегло на DCF модела в сравнение с метода на остатъчния доход се дължи на оценката ни, че съществува висока степен на несигурност относно терминалната стойност на паричните потоци на компанията. Също така, от абсолютните оценъчни методи във финансовата практика методът на остатъчния доход се предпочита пред DCF модела за оценка на компании, предоставящи финансови услуги.

Модел на дисконтираните парични потоци	Справедлива цена според модела	Тегло на модела в крайната оценка
Цена	<b>10.9</b>	<b>30%</b>
Тегло		
Метод на остатъчния доход	Справедлива цена според метода	
Цена	<b>5.5</b>	<b>40%</b>
Тегло		
Сравнение с компании аналози	Справедлива цена според метода	
Цена	<b>9.1</b>	<b>30%</b>
Тегло		
<b>Справедлива цена</b>	<b>8.2</b>	

При оценката чрез модела на дисконтираните парични потоци и при метода на остатъчния доход даваме най-голямо тегло на базовия сценарий, тъй като вярваме, че той дава най-точна прогноза за бъдещото развитие на компанията, докато в оптимистичния и песимистичния сценарии са имплементирани значително по-крайни, респективно по-слабо вероятни, прогнози. При сравнението с компании – аналози даваме равни тегла на трите различни сценария, тъй като данните за всеки от тях са базирани на

текущи пазарни данни и липсва критерий, на база на който да присвоим по-високо или ниско тегло на някой от сценариите.

### Параметри и допускания при абсолютните методи за оценка

Terminal growth	2.00%
Tax rate in Year0	10.00%
Terminal tax rate	10.00%
Risk-free rate	6.38%
Risk premium on Market	7.50%
beta	1.25
Cost of Debt	10.00%
D/A	4.82%
Target D/A	20.00%
Cost of Equity	18.80%
WACC in Year 0	18.33%
Terminal WACC	16.84%
Terminal ROIC	19.00%

При изчисляването на цената на финансиране със собствен капитал сме използвали CAPM модел, като инкорпорираме и премия за ликвиден риск на акциите от 3%. Залагаме безрисков лихвен процент от 6.38%, което е доходността по последната емисия ДЦК с матуритет 10.5 години. Извеждаме бета на „София Комерс – Заложни къщи“ по built-up метод, тъй като акциите на компанията са сравнително слабо ликвидни. Изходният ни пункт при изчисляване на бета е средната бета на сектора, която модифицираме, за да изчистим ефекта на дълговото финансиране в сектора, след което извеждаме бета за „София Комерс – Заложни къщи“, използвайки целевото съотношение дълг-към-капитал на компанията.

Рисковата премия за пазара извеждаме като сума от историческата премия за развити пазари и default спред за страната ни. Залагаме консервативна прогноза от 2% за дългосрочния ръст на компанията във всички сценарии.

За целите на анализа привилегированите акции, издадени от „София Комерс – Заложни къщи“, са третирани като дълг. Залагаме оптимизиране на капиталовата структура чрез увеличаване дела на дълговото финансиране до 20% от активите. Ръстът в капиталовите разходи е заложен на база допускането, че компанията ще направи инвестиции за подобрения на обектите си и развитие на бизнес сегмента търговия със заложените вещи. Разходите за амортизации са заложен на база нетен размер на имоти, машини, съоръжения и оборудване за предходния период.

Реалистичният, оптимистичният и песимистичният сценарии, които разработихме, отразяват три различни сценария за развитие на икономиката на страната и различна степен на адаптивност на компанията към промените в средата. При базовия сценарий залагаме спад в продажбите през 2010 г. в резултат на намалената икономическа активност (която води до ограничаване на видовете приемани обезпечения поради завишения риск при евентуалната им последваща продажба) и възстановяване на ръста през следващите години, но забавяне на темповете спрямо периода 2005 – 2009. Залагаме умерен ръст на разходите, най-вече в частта разходи за персонал и разходи за външни услуги. Ръстът на разходите за персонал се основава на допускането, че компанията ще трябва да отделя повече средства за стимулиране на

*В базовия сценарий  
прогнозният  
средногодишен ръст  
на приходите е  
11,25% в периода  
2010 – 2014*

опитните си служители с цел да се защити от опити на конкуренцията да ги привлече и с цел да ограничи риска някои от тях да стартират самостоятелна, конкурентна дейност. Ръстът на разходите за външни услуги се базира на допускането, че компанията ще трябва да отдели допълнителни средства за маркетинг, реклама и консултантски услуги, за да запази конкурентната си позиция, както и за да даде тласък на бизнеса си с търговия със заложен стоки.

Прогнозата ни в оптимистичния сценарий се базира на допускането, че икономиката на страната ще се възстановява с относително бързи темпове през 2011 г. Също така допускаме, че компанията ще предприеме действия да максимизира ползата си от повишаването на икономическата активност като либерализира условията за финансиране и като положи усилия да развие вторичната търговия с обезпечения. При оптимистичния сценарий залагаме по-плавен ръст на разходите в сравнение с базовия сценарий и по-бързо нарастване дела на привлечения капитал.

Песимистичният сценарий отразява допускането за продължителна рецесия и бавно възстановяване на икономиката, шок в приходите на „София Комерс – Заложни къщи“ през 2010 и стабилизиране на ръстовете на нивото на дългосрочния ръст на икономиката след това (2%). Песимистичният сценарий отразява и допускането, че компанията не успява да удържи ръста на оперативните си разходи, докато в същото време губи пазарни позиции, разпределя по-голямата част от печалбата си като дивидент и свива нормата на реинвестиране.

*Свиване на  
маржовете и при  
трите сценария  
под засилване на  
конкурентния  
натиск и  
регулативните  
изисквания към  
дейността*

И при трите сценария залагаме намаляване на маржовете, тъй като допускаме, че в дългосрочен план рентабилността на компанията ще намалява под влиянието на увеличаващ се конкурентен натиск и регулативни изисквания към дейността.

## **Модел на дисконтираните парични потоци**

Разработваме модел на дисконтираните парични потоци в три сценария – реалистичен (базов), оптимистичен и песимистичен. В крайната оценка на компанията по модела на дисконтираните парични потоци на реалистичния сценарий задаваме тегло от 80%, тъй като отчитаме, че той дава най-вероятната прогноза за развитието на компанията в следващите години.

Чрез модела на дисконтираните парични потоци извеждаме средно претеглена цена от 10.90 лв. за акция на „София Комерс – Заложни къщи“.

Модел на дисконтираните парични потоци	Песимистичен сценарий	Реалистичен (базов) сценарий	Оптимистичен сценарий	Тегло на модела в крайната оценка	Справедлива цена според модела
Цена	6.5	11.1	13.4	30%	10.9
Тегло	10%	80%	10%		

В базовия сценарий очакваме приходите на компанията да растат с CAGR от 11.25% в периода 2010 – 2014 г. в резултат както на повишена ефективност, така и на развитието на сегмента търговия със заложен стоки. За 2010 залагаме спад от 10% в резултат на по-консервативната политика на „София Комерс – Заложни къщи“ при отпускането на кредити и възможни загуби от обезценка на стоки, поради намалената икономическа активност. Смятаме, че рентабилността на компанията ще продължи да се понижава в следващите години поради конкурентния натиск и необходимостта от допълнителни разходи за запазване на пазарната позиция и опитните ѝ служители. Също така, залагаме постепенно свиване на оперативната рентабилност (ЕВІТ margin) от 55.6% през 2009 до 35.4% през 2014 г., и на нетната рентабилност (net income margin) – от 49.2% през 2009 до 30.7% през 2014 г.

ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	2010	2011	2012	2013	2014
Оп. печалба (ЕВІТ)	2 170	2 414	2 493	2 536	2 583
Амортизации	136	147	159	179	194
К-лови разходи (CAPEX)	181	190	249	271	294
Промяна на об. капитал	-937	343	269	54	292
<b>Свободен ПП (FFCF)</b>	<b>2 844</b>	<b>2 028</b>	<b>2 135</b>	<b>2 390</b>	<b>2 191</b>
<b>Терминална стойност</b>					<b>14 299</b>

Стойност	<b>17 086</b>
Дълг	547
Парични средства	5 644
Брой акции	2 000
<b>Справедлива цена</b>	<b>11.1</b>

cost of equity	growth						
	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0
14.8	12.80	11.89	12.99	13.10	13.22	13.35	13.48
15.6	12.37	12.45	12.53	12.62	12.72	12.82	12.93
16.4	11.99	12.05	12.12	12.19	12.27	12.35	12.43
17.2	11.64	11.69	11.74	11.80	11.86	11.93	12.00
18.0	11.32	11.36	11.40	11.45	11.50	11.55	11.60
18.8	11.02	11.06	11.09	11.13	11.17	11.21	11.25
19.6	10.75	10.78	10.81	10.84	10.87	10.90	10.93
20.4	10.50	10.52	10.54	10.57	10.59	10.61	10.64
21.2	10.27	10.28	10.30	10.32	10.34	10.35	10.37

Считаме, че продължаващият спад на доходите и затегнатите условия за банково финансиране ще рефлектира в увеличено търсене на кредити от заложни къщи. По-ниската икономическа активност обаче, и свързаните с това ръст на безработицата и спад на доходите, ще се отразяват неблагоприятно върху способността на длъжниците да погасяват задълженията си, което ще доведе до увеличаване на лошите кредити, респективно на непотърсените заложенени вещи. Считаме, че този процес ще даде тласък на бизнеса на компанията с продажба на стоки и постепенно ще доведе до увеличаване на приходите от този сегмент. В същото време с намаляващите доходи на населението се увеличава риска на заложните къщи да не успеят да продадат заложените вещи на цена, която да покрие загубите им от неизплатените кредити.

Отчет за доходите, хил.лв.	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Приходи</b>	<b>5 241</b>	<b>6 027</b>	<b>6 629</b>	<b>6 961</b>	<b>7 309</b>
% промяна	-10.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
<b>Оперативни разходи</b>	<b>2 935</b>	<b>3 465</b>	<b>3 978</b>	<b>4 246</b>	<b>4 532</b>
% промяна	19.5%	18.1%	14.8%	6.8%	6.7%
<b>Печалба преди амортизации, финансови разходи и данъци (ЕБИТДА)</b>	<b>2 306</b>	<b>2 561</b>	<b>2 652</b>	<b>2 715</b>	<b>2 777</b>
% промяна	-31.5%	11.1%	3.5%	2.4%	2.3%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>44.00%</b>	<b>42.50%</b>	<b>40.00%</b>	<b>39.00%</b>	<b>38.00%</b>
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>2 170</b>	<b>2 414</b>	<b>2 493</b>	<b>2 536</b>	<b>2 583</b>
% промяна	-32.9%	11.2%	3.3%	1.7%	1.9%
<b>Оперативен марж</b>	<b>41.41%</b>	<b>40.05%</b>	<b>37.60%</b>	<b>36.43%</b>	<b>35.35%</b>
Нетни финансови приходи/разходи	-13	-9	-33	-45	-87
<b>Печалба преди данъци</b>	<b>2 157</b>	<b>2 405</b>	<b>2 460</b>	<b>2 491</b>	<b>2 496</b>
Данъци	216	241	246	249	250
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>1 942</b>	<b>2 165</b>	<b>2 214</b>	<b>2 242</b>	<b>2 247</b>
% промяна	-32.3%	11.5%	2.3%	1.3%	0.2%
<b>Нетен марж</b>	<b>37.05%</b>	<b>35.92%</b>	<b>33.40%</b>	<b>32.21%</b>	<b>30.74%</b>

### Оптимистичен сценарий

В оптимистичния сценарий залагаме ръст на приходите с CAGR 13.6% в периода 2010 – 2014 г. Считаме, че при повишаване на икономическата активност през втората половина на годината компанията би успяла да постигне нулев ръст през 2010 г. и да се върне към относително високи ръстове през следващите години. Считаме, че маржовете ще запазят тенденцията си към свиване под натиска на растящи разходи за персонал и външни услуги, но темповете на спад ще са по-ниски в сравнение с базовия сценарий. Залагаме понижение на оперативния марж от 55.6% през 2009 г. до 41% през 2014 г., и на нетния марж – от 49.2% през 2009 до 32.1% през 2014 г.

Оптимистичният сценарий би се реализирал, ако компанията овладее ръста на оперативните си разходи през следващите няколко години като едновременно с това положи усилия да развие бизнеса с търговия на заложен стоки. Условие за реализирането на оптимистичния сценарий е и тенденцията за спад на доходите и потреблението да се пречупи през 2010 г. и възстановяването да продължи със стабилни темпове през следващите години.

ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	2010	2011	2012	2013	2014
Оп. печалба (ЕБИТ)	2 543	2 972	3 166	3 439	3 651
Амортизации	136	142	149	167	181
К-лови разходи (CAPEX)	145	156	232	253	275
Промяна на об. капитал	-491	832	679	220	769
<b>Свободен ПП (FFCF)</b>	<b>2 770</b>	<b>2 126</b>	<b>2 403</b>	<b>3 133</b>	<b>2 789</b>
<b>Терминална стойност</b>					<b>20 578</b>

Стойност	<b>21 634</b>
Дълг	547
Парични средства	5 644
Брой акции	2 000
<b>Справедлива цена</b>	<b>13.4</b>

Отчет за доходите, хил.лв.	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Приходи</b>	<b>5 823</b>	<b>6 696</b>	<b>7 366</b>	<b>8 103</b>	<b>8 913</b>
	0.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Оперативни разходи</b>	<b>3 144</b>	<b>3 583</b>	<b>4 051</b>	<b>4 497</b>	<b>5 080</b>
% промяна	28.0%	13.9%	13.1%	11.0%	13.0%
<b>Печалба преди амортизации, финансови разходи и данъци (ЕБИТДА)</b>	<b>2 679</b>	<b>3 114</b>	<b>3 315</b>	<b>3 606</b>	<b>3 833</b>
% промяна	-20.4%	16.3%	6.5%	8.8%	6.3%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>46.00%</b>	<b>46.50%</b>	<b>45.00%</b>	<b>44.50%</b>	<b>43.00%</b>
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>2 543</b>	<b>2 972</b>	<b>3 166</b>	<b>3 439</b>	<b>3 651</b>
% промяна	-21.40%	16.89%	6.53%	8.61%	6.18%
<b>ЕБИТ марж</b>	<b>43.67%</b>	<b>44.38%</b>	<b>42.98%</b>	<b>42.44%</b>	<b>40.97%</b>
Нетни финансови приходи/разходи	-94	-197	-330	-398	-474
<b>Печалба преди данъци</b>	<b>2 449</b>	<b>2 775</b>	<b>2 836</b>	<b>3 041</b>	<b>3 178</b>
Данъци	245	277	284	304	318
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>2 204</b>	<b>2 497</b>	<b>2 553</b>	<b>2 737</b>	<b>2 860</b>
% промяна	-23.1%	13.3%	2.2%	7.2%	4.5%
<b>Нетен марж</b>	<b>37.85%</b>	<b>37.29%</b>	<b>34.65%</b>	<b>33.77%</b>	<b>32.09%</b>

## Песимистичен сценарий

В песимистичния сценарий залагаме спад на приходите с 25% през 2010 г. и средногодишен ръст от 3.15% до 2014 г. Залагаме бързо свивана на рентабилността и доближаване до средните за сектора маржове на развитите пазари. При този сценарий залагаме свиване на оперативния марж от 55.6% през 2009 до 18.9% през 2014 г. и на нетния марж от 49.2% през 2009 до 15.4% през 2014 г.

ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	2010	2011	2012	2013	2014
Оп. печалба (ЕВИТ)	1 786	1 568	1 363	1 119	893
Амортизации	136	147	159	179	194
К-лови разходи (CAPEX)	181	190	249	271	294
Промяна на об. капитал	-948	95	129	219	19
<b>Свободен ПП (FFCF)</b>	<b>2 510</b>	<b>1 429</b>	<b>1 145</b>	<b>808</b>	<b>775</b>
<b>Терминална стойност</b>	<b>3 947</b>				

Стойност	<b>7 863</b>
Дълг	547
Парични средства	5 644
Брой акции	2 000
<b>Справедлива цена</b>	<b>6.5</b>

Отчет за доходите, хил.лв.	2010е	2011е	2012е	2013е	2014е
<b>Приходи</b>	<b>4 367</b>	<b>4 455</b>	<b>4 544</b>	<b>4 635</b>	<b>4 727</b>
% промяна	-25.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>Оперативни разходи</b>	<b>2 446</b>	<b>2 740</b>	<b>3 022</b>	<b>3 337</b>	<b>3 640</b>
% промяна	-0.4%	12.0%	10.3%	10.4%	9.1%
<b>Печалба преди амортизации, финансови разходи и данъци (ЕВИТДА)</b>	<b>1 922</b>	<b>1 715</b>	<b>1 522</b>	<b>1 298</b>	<b>1 087</b>
% промяна	-42.9%	-10.8%	-11.2%	-14.7%	-16.2%
<b>ЕВИТДА марж</b>	<b>44.00%</b>	<b>38.50%</b>	<b>33.50%</b>	<b>28.00%</b>	<b>23.00%</b>
<b>Оперативна печалба (ЕВИТ)</b>	<b>1 786</b>	<b>1 568</b>	<b>1 363</b>	<b>1 119</b>	<b>893</b>
% промяна	-44.80%	-12.22%	-13.05%	-17.91%	-20.16%
<b>ЕВИТ марж</b>	<b>40.89%</b>	<b>35.19%</b>	<b>30.00%</b>	<b>24.14%</b>	<b>18.90%</b>
Нетни финансови приходи/разходи	-12	16	-4	-39	-85
<b>Печалба преди данъци</b>	<b>1 774</b>	<b>1 584</b>	<b>1 359</b>	<b>1 080</b>	<b>809</b>
Данъци	177	158	136	108	81
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>1 596</b>	<b>1 425</b>	<b>1 223</b>	<b>972</b>	<b>728</b>
% промяна	-44.3%	-10.7%	-14.2%	-20.5%	-25.1%
<b>Нетен марж</b>	<b>36.55%</b>	<b>31.99%</b>	<b>26.93%</b>	<b>20.98%</b>	<b>15.39%</b>

Песимистичният сценарий би се реализирал ако компанията не успее да овладее ръста на разходите (най-вече за външни услуги и персонал) през следващите години, ако свиването в доходите и потреблението продължи през цялата 2010 г. и ако възстановяването след това отнеме няколко години.

## Метод на остатъчния доход

Методът на остатъчния доход позволява да се оцени стойността, която фирмата създава, след като удовлетвори акционерите си за поетия от тях риск. Остатъчният доход за всяка година се изчислява като от прогнозната нетна печалба се извади цената на финансиране със собствен капитал. Терминалната стойност на остатъчния доход извеждаме на база допускането, че в годините напред остатъчният доход, който генерира компанията, ще намалява и ще достигне средните за сектора нива.

В отчетността на „София Комерс – Заложни къщи“ се спазва принципа на „clean surplus accounting“, т.е. всички приходи и разходи, които компанията реализира, се отразяват в отчета за доходите, и размера на капитала през всяка следваща година се равнява на сумата на капитала от предходната година и печалбата за предходната година след приспадане на дивидента

за обикновените и привилегированите акции. Това прави използването на метода на остатъчния доход подходящ за оценка на компанията. При извеждането стойността на капитала изхождаме от допускането, че компанията би максимизирала ползата за акционерите си ако разпределя относително голяма част от печалбата си под формата на дивиденди. Допускането ни се основава на прогнозата ни за близки стойности на възвръщаемостта на инвестирания капитал (ROIC) и цената на финансирането на компанията със собствен капитал (cost of equity).

Допусканията в трите сценария са аналогични на допусканията в DCF модела ни.

Чрез метода на остатъчния доход извеждаме средно претеглена цена от 5.50 лв. за акция на „София Комерс – Заложни къщи“.

Метод на остатъчния доход	Песимистичен сценарий	Реалистичен (базов) сценарий	Оптимистичен сценарий		Справедлива цена според метода
Цена	2.8	5.7	7.3		
Тегло	10%	80%	10%	<b>30%</b>	<b>5.5</b>

#### Метод на остатъчния доход – реалистичен сценарий

	2010е	2011е	2012е	2013е	2014е	2015е
Собствен капитал	9 424	9 706	10 056	10 420	10 793	11 467
ROE	20.1%	22.6%	22.4%	21.9%	21.2%	20.0%
Нетна печалба	1 942	2 165	2 214	2 242	2 247	2 226
Разпределена печалба (%)	70%	70%	70%	70%	70%	
Дивиденди	1 359	1 515	1 550	1 570	1 573	
Остатъчен доход	88	393	389	352	288	197
Настояща стойност на остатъчния доход	81	360	357	323	264	
Терминална стойност						166

Цена на капитала	18.8%
P/B 2015	1.0
Собствен капитал 31.12.2009	9 857
Настояща стойност на остатъчния доход 2010 - 2014	1 385
Терминална стойност	166
Настояща стойност на терминалната стойност	76
Обща стойност	11 485
Брой акции	2 000
<b>Цена на акция</b>	<b>5.7</b>

#### Метод на остатъчния доход – оптимистичен сценарий

	2010е	2011е	2012е	2013е	2014е	2015е
Собствен капитал	9 424	9 785	10 234	10 700	11 221	12 079
ROE	22.9%	25.9%	26.6%	27.3%	27.3%	26.0%
Нетна печалба	2 204	2 497	2 553	2 737	2 860	3 029
Разпределена печалба (%)	70%	70%	70%	70%	70%	
Дивиденди	1 543	1 748	1 787	1 916	2 002	
Остатъчен доход	351	726	713	812	848	919
Настояща стойност на остатъчния доход	322	560	464	445	391	
Терминална стойност						5 858

Цена на капитала	18.8%
P/B 2015	1.5
Собствен капитал 31.12.2009	9 857
Настояща стойност на остатъчния доход 2010 - 2014	2 181
Терминална стойност	5 858
Настояща стойност на терминалната стойност	2 698
Обща стойност	14 736
Брой акции	2 000
<b>Цена на акция</b>	<b>7.3</b>

### Метод на остатъчния доход – песимистичен сценарий

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Собствен капитал	9 424	9 603	9 730	9 797	9 789	9 707
ROE	16.6%	15.0%	12.7%	10.0%	7.4%	6.5%
Нетна печалба	1 596	1 425	1 223	972	728	634
Разпределена печалба (%)	70%	70%	70%	70%	70%	
Дивиденди	1 117	998	856	680	509	
Остатъчен доход	-257	-347	-582	-857	-1114	-1207
Настояща стойност на остатъчния доход	-236	-268	-378	-469	-513	
Терминална стойност						-5 101

Цена на капитала	18.8%
P/B 2015	0.5
Собствен капитал 31.12.2009	9 857
Настояща стойност на остатъчния доход 2010 - 2014	-1 864
Терминална стойност	-5 101
Настояща стойност на терминалната стойност	-2 350
Обща стойност	5 643
Брой акции	2 000
Цена на акция	2.8

### Сравнение с компании – анализи

Както в България, така и в международен план, бизнес секторът е широко сегментиран, с наличие на голям брой малки компании, опериращи като зложни къщи, и малко на брой по-големи вериги с национални и трансгранични представителства. Малка част от компаниите, предимно американски, са публични. Всички големи международни публични зложни къщи отчитат силни резултати по време на икономическия спад (а и преди това). Малка част са засегнати, основно поради заеми, свързани с т. нар. subprime кредити. Зложните къщи, които са относително по-малки като размер и по-гъвкави отчитат антициклични и трайни темпове на растеж, които надвишават значително растежа на номиналния брутен вътрешен продукт (БВП) на съответната държава.

Основната част от компаниите – анализи са в по-зрял етап на развитие в сравнение със „София Комерс – Зложни къщи“, поради което бележат по-ниски темпове на ръст и по-слаба рентабилност. Въпреки това средното отношение P/E за компаниите – анализи е значително по-високо от това на „София Комерс – Зложни къщи“. Отношението P/B на групата сродни компании също е значително над това на „София Комерс – Зложни къщи“, въпреки че възвръщаемостта на капитала е относително по-ниска. От друга страна, капитализацията на „София Комерс – Зложни къщи“ към оперативните приходи е чувствително над средното за компаниите – анализи.

Чрез модела на сравнение с компании - анализи извеждаме средно претеглена цена от 9.10 лв. за акция на „София Комерс – Заложни къщи“.

Сравнение с компании анализи	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3		Справедлива цена според метода
Цена	7.7	9.1	10.4		
Тегло	33%	34%	33%	<b>30%</b>	<b>9.1</b>

Оценката ни е базирана на сравнение по медианни P/E, P/B и P/S с отчетна информация към края на 2009 г. без изключване на компаниите с крайни стойности, както и на средни и медианни P/E, P/B и P/S с изключване на анализите с P/E извън диапазона [0;20].

При фокусиране върху прогнозните данни за печалбата за 2010 г. и сравнение на база P/E, компанията би била справедливо оценена при цена от 10.1 лв. за брой. Тази прогноза не отразява разликата между ликвидността на местния пазар и пазарите, на които се търгуват акциите на компаниите – анализи, както и специфични за компаниите рискове.

Оценка на база прогнозна печалба 2010	Fwd PE
	8.40
Печалба на акция, лв.	1.20
Справедлива цена на акция, лв.	10.10

Компания		Парарна капитализация	P/E 2009	P/E 2010E	P/S 2009	P/B 2008	EV/ EBITDA	EBIT margin ttm	NI margin ttm	ROE ttm
		mln. EUR								
<b>София Комерс-Заложни къщи АД-София</b>	<b>България</b>	<b>6.98</b>	<b>4.70</b>	<b>7.20</b>	<b>2.00</b>	<b>1.30</b>	<b>2.50</b>	<b>55.6%</b>	<b>49.2%</b>	<b>31.9%</b>
First Cash Financial Services,	САЩ	528	15.58	13.70	1.78	3.07	9.38	0.18	11.4%	22.8%
Cash America International Inc	САЩ	857	10.95	9.90	0.95	4.19	6.64	0.16	8.6%	23.2%
Ezcorp Inc	САЩ	737	13.31	9.90	1.52	2.19	7.96	0.17	11.5%	19.9%
Albemarle & Bond Holding	Великобритания	153	9.22	11.20	1.90	2.35	13.90	0.29	20.7%	28.2%
Cash Converters International	Австралия	156	11.92		2.00	1.49	7.09	0.25	16.8%	16.3%
Dollar Financial Corp.	САЩ	462	-29.97	10.90	2.35	2.26	2.70	1.02	-7.9%	-9.1%
QC Holdings, Inc.	САЩ	57	3.54		0.32	1.07	2.82	0.14	9.0%	34.5%
Advance America	САЩ	241	5.51	5.60	0.46	1.40	3.42	0.16	8.4%	28.2%
Средна стойност		399	5.01	10.20	1.41	2.25	6.74	0.30	9.8%	20.5%
Медиана		352	10.09	10.40	1.65	2.23	6.86	0.18	10.2%	23.0%
Средна стойност без outliers (PE: 1 - 20)		341	8.75	8.38	1.28	2.25	6.40	0.17	10.8%	20.5%
Медиана без outliers (PE: 1 - 20)		199	10.09	9.90	1.28	1.84	6.86	0.17	10.2%	23.0%

Източник: Bloomberg (forward P/E), Reuters, корпоративни уеб сайтове

**First Cash Financial (FCFS.US)** – управлява зложни къщи, извършва осребряване на чекове и продажба на софтуер. Компанията предлага различни комбинации от краткосрочни заеми, заеми с постоянни вноски, осребряване на чекове и други кредитни услуги и финансови продукти. Общо, дружеството притежава и оперира почти 500 клона в 12 американски щата и 13 щата в Мексико.

**Ezcorp (EZPW.US)** - Ezcorp е най-голямата верига зложни къщи в САЩ. Регистрирана е в щата Делауеър, САЩ, а централата ѝ е в щата Тексас, САЩ. Освен собствения си бизнес със зложни къщи, компанията притежава значително дялово участие в компанията CCV (30%) и публично търгуваната във Великобритания Albemarle and Bond – зложна къща, която е специализирана в приемането на бижутерия. Бизнесът на компанията е концентриран основно в щата Тексас, САЩ и все повече в Мексико. EZCORP предоставя кредитни услуги на лица, които нямат достатъчно парични наличности и достъп до традиционен кредит за посрещане на краткосрочни парични нужди. Компанията притежава 305 клона в САЩ (EZPAWN) и 38 в Мексико (Empreño Fácil), предлагащи т. нар. нерекурсивни заеми с обезпечение (отговорността на получателя на заема е само до размера на обезпечението). В своята клонова мрежа компанията извършва и продажби на вещи, останали като обезпечение по неплатени заеми.

**Abemarle and Bond (ABM.LN)** - Albemarle & Bond е основана в Бристол, Великобритания през 1983 г. като зложна къща. Основната част от бизнеса ѝ е бил и си остава предоставянето на заеми срещу залог на бижута и диаманти. Компанията продължава да се разраства чрез вътрешен растеж и придобивания. След значително стратегическо финансиране през 1998 г. компанията се разраства значително и се превръща в най-голямата зложна къща в Обединеното кралство с 114 клона под търговските наименования „Cheque and Pawn“ и „Herbert Brown“. Въпреки че основната ѝ дейност е съсредоточена в заемите срещу залог, компанията подобрява бизнес модела си чрез добавянето на допълващи продукти и услуги като осребряване на чекове и микро заеми – парични аванси.

**Dollar Financial Corporation (DLLR.US)** е водеща международна компания, която предлага диверсифицирани финансови услуги на хора, с труден или никакъв достъп до традиционни кредити. Dollar Financial предлага широк набор от услуги като осребряване на чекове, краткосрочни потребителски заеми, заеми срещу залог, Western Union платежни преводи, обмяна на валута и данъчни консултации. Dollar Financial е основана през 1979 г. и в момента оперира мрежа от 1188 клона, от които 1032 са в САЩ, Канада, Обединеното кралство и Ирландия. Клоновата мрежа на Dollar Financial е втората най-голяма в САЩ и е най-голямата в Канада и Обединеното кралство. Освен това, компанията има и 156 франчайзингови и агентски обекта в САЩ, Канада и Обединеното кралство.

**Advance America (AEA)** има повече от 2800 клона, които предлагат парични аванси (т. нар. payday loans), което я прави една от най-големите в САЩ. Компанията е основана през 1997 г.

## Силни страни

- Широка клонова мрежа, покриваща по-големите градове в страната
- Разпознаваема марка
- Широка клиентска база
- Опитен мениджмънт
- Ниска задлъжнялост, което би улеснило привличането на ресурс
- Относителна самостоятелност на клоновете в страната, което им позволява оперативна гъвкавост
- Изградена счетоводно-информационната система, която интегрира дейността на цялата мрежа на компанията
- Разработена система за вътрешна сигурност (контрол) над клоновете
- Он-лайн магазин
- Публичност на компанията

## Слаби страни

- Чувствителност към изменение на ликвидността на движимите вещи, приемани като обезпечение
- Чувствителност на към изменение на лихвените нива в банковия и небанковия сектор
- Чувствителност към цената на златото, приемано като обезпечение, поради липса на хеджиране
- Зависимост от икономическата активност и доходите в средната класа и хората с ниски доходи, към които са насочени продуктите на компанията
- Зависимост от експанзията на сектора потребителско и микро кредитиране, която може да доведе до намаляване на клиентите
- Липса на установени дългосрочни отношения с кредитиращи институции

## Възможности

- Увеличаване на асортимента артикули, приемани като залог, със стабилизиране на икономиката
- Интернет експанзия – създаване на интернет okazji и др., където да се реализират вещите, приемани като обезпечение
- Регионална експанзия
- Завземане на пазарни ниши от потребителското и микро кредитиране при икономическа стагнация и ограничаване на предлагането на такива финансови продукти от банките

- Повишаване на ефективността чрез закриване на слабо рентабилните къщи и разширяване на къщите с по-висок потенциал
- Предлагане на нови, допълващи финансови продукти

### **Заплахи**

- Понижаване цената на финансиране чрез зложни къщи в резултат на засилване на конкуренцията, което би довело до свиване на рентабилността
- Увеличаване на цената на заемните средства, които се използват за отпускане на кредити – минимална заплаха на този етап, поради използването основно на собствени средства
- Увеличаване на конкурентния натиск, включително в резултат на нелоялна конкуренция от зложни къщи, опериращи в сивия сектор
- Обезценка на приетите обезпечения в резултат на ниска ликвидност, свиване на търсенето, морално остаряване и др.
- Загуби в следствие понижаване цената на златото и липса на хеджиране
- Вреди в следствие измами от страна на служители
- Свръх регулации в сектора

# Финансови отчети

Отчет за доходите, хил.лв.	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/03/2010
<b>ПРИХОДИ</b>	<b>756</b>	<b>1 517</b>	<b>3 891</b>	<b>4 982</b>	<b>5 823</b>	<b>1 232</b>
<i>% промяна на год. база</i>		100.7%	156.5%	28.0%	16.9%	-5.0%
Оперативни разходи						
Материали и енергия	18	78	44	47	92	21
Възнаграждения и осигуровки	280	452	658	935	1 215	364
Разходи за външни услуги	213	306	387	487	703	166
Др. оперативни разходи	19	9	11	73	4	0
Обезценки и провизии	0	1	56	101	442	22
Общо оперативни разходи	530	846	1 156	1 643	2 456	573
<i>% промяна на год. база</i>		59.6%	36.6%	42.1%	49.5%	3.6%
<b>Оперативна печ. преди аморт., фин.р-ди и данъци (ЕБИТДА)</b>	<b>226</b>	<b>671</b>	<b>2 735</b>	<b>3 339</b>	<b>3 367</b>	<b>659</b>
<i>% промяна на год. база</i>		196.9%	307.6%	22.1%	0.8%	-11.4%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>29.9%</b>	<b>44.2%</b>	<b>70.3%</b>	<b>67.0%</b>	<b>57.8%</b>	<b>53.5%</b>
Амортизация	33	39	34	96	132	36
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>193</b>	<b>632</b>	<b>2 701</b>	<b>3 243</b>	<b>3 235</b>	<b>623</b>
<i>% промяна на год. база</i>		227.5%	327.4%	20.1%	-0.2%	-12.7%
<b>ЕБИТ марж (оперативен марж)</b>	<b>25.5%</b>	<b>41.7%</b>	<b>69.4%</b>	<b>65.1%</b>	<b>55.6%</b>	<b>50.6%</b>
Печ./заг. от фин.операции						
Нетен лихвен доход	10	-12	0	-13	-10	-2
Нетна печ./заг. от промяна на вал.курсове	0	0	0	0	0	0
Нетна печ./заг. от сделки с ЦК	0	0	0	0	0	0
Др. фин. Печ./заг.,нетни	0	0	-6	-4	-8	-1
Общо печ./заг. от фин.операции	10	0	-6	-17	-18	-3
Извънредни прих./разходи	0	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0	0
<b>ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>0</b>	<b>620</b>	<b>2 695</b>	<b>3 226</b>	<b>3 217</b>	<b>622</b>
Р-ди за данъци	0	91	269	322	350	62
Миноритарен интерес	0	0	0	0	0	0
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>183</b>	<b>529</b>	<b>2 426</b>	<b>2 904</b>	<b>2 867</b>	<b>560</b>
<i>% промяна на год. база</i>		189.1%	358.6%	19.7%	-1.3%	-11.3%
<b>Нетен марж</b>	<b>24.2%</b>	<b>34.9%</b>	<b>62.3%</b>	<b>58.3%</b>	<b>49.2%</b>	<b>45.5%</b>

Баланс, хил.лв.	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/03/2010
<b>АКТИВИ</b>						
<b>Текущи активи</b>						
Материални запаси	0	1	1	1	0	0
Краткосрочни фин. инвестиции	0	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания	1 090	1 321	2 324	4 052	4 061	4 189
Разходи за бъдещи периоди	0	1	1	3	8	19
Парични средства и парични еквиваленти	807	3 270	3 770	2 633	5 173	5 644
<b>Общо текущи активи</b>	<b>1 897</b>	<b>4 593</b>	<b>6 096</b>	<b>6 689</b>	<b>9 242</b>	<b>9 852</b>
<b>Нетекущи активи</b>						
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	332	331	831	962	911	959
Нематериални активи	0	0	0	0	0	0
Финансови активи	0	0	530	530	530	530
Търговски и други вземания	0	0	0	0	13	9
Търговска репутация	0	0	0	0	0	0
Инвестиционни имоти	0	0	0	0	0	0
Други	0	0	0	0	7	7
<b>Общо нетекущи активи</b>	<b>332</b>	<b>331</b>	<b>1 361</b>	<b>1 492</b>	<b>1 461</b>	<b>1 505</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>2 229</b>	<b>4 924</b>	<b>7 457</b>	<b>8 181</b>	<b>10 703</b>	<b>11 357</b>
<b>ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>						
<b>Текущи пасиви</b>						
Търговски и други задължения	0	0	1	2	30	65
Краткосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	0	0	20	68	59	65
Приходи за бъдещи периоди	45	104	269	298	290	328
Други текущи пасиви	0	0	4	0	0	0
<b>Общо текущи пасиви</b>	<b>45</b>	<b>104</b>	<b>294</b>	<b>368</b>	<b>379</b>	<b>458</b>
<b>Нетекущи пасиви</b>						
Приходи за бъдещи периоди	0	0	0	0	0	0
Дългосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	0	0	77	123	67	82
Пасиви по отсрочени данъци	0	0	0	0	0	0
Финансирания	0	0	0	0	0	0
Други нетекущи пасиви	0	0	0	0	0	0
<b>Общо нетекущи пасиви</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>123</b>	<b>67</b>	<b>82</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>45</b>	<b>104</b>	<b>371</b>	<b>491</b>	<b>446</b>	<b>540</b>
	0	0	0	0	0	0
Миноритарен интерес	0	0	0	0	0	0
Собствен капитал						
Основен капитал	2 000	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Резерви	1	1 726	1 726	1 726	4 330	4 330
Неразпределена печалба (натрупана загуба)	183	694	2 960	3 564	3 527	4 087
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>2 184</b>	<b>4 820</b>	<b>7 086</b>	<b>7 690</b>	<b>10 257</b>	<b>10 817</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>	<b>2 229</b>	<b>4 924</b>	<b>7 457</b>	<b>8 181</b>	<b>10 703</b>	<b>11 357</b>

Отчет за доходите, хил.лв.	2010е	2011е	2012е	2013е	2014е
<b>ПРИХОДИ</b>	<b>5 241</b>	<b>6 027</b>	<b>6 629</b>	<b>6 961</b>	<b>7 309</b>
% промяна на год. база	-10.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%
Оперативни разходи					
Материали и енергия	157	211	232	278	292
Възнаграждения и осигуровки	1 467	1 748	1 989	2 158	2 339
Разходи за външни услуги	839	1 085	1 293	1 392	1 462
Др. оперативни разходи	52	60	66	70	73
Обезценки и провизии	419	362	398	348	365
<b>Общо оперативни разходи</b>	<b>2 935</b>	<b>3 465</b>	<b>3 978</b>	<b>4 246</b>	<b>4 532</b>
% промяна на год. база	19.5%	18.1%	14.8%	6.8%	6.7%
<b>Оперативна печ. преди аморт., фин.р-ди и данъци (ЕБИТДА)</b>	<b>2 306</b>	<b>2 561</b>	<b>2 652</b>	<b>2 715</b>	<b>2 777</b>
% промяна на год. база	-31.5%	11.1%	3.5%	2.4%	2.3%
<b>ЕБИТДА марж</b>	<b>44.0%</b>	<b>42.5%</b>	<b>40.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>38.0%</b>
Амортизация	136	147	159	179	194
<b>Оперативна печалба (ЕБИТ)</b>	<b>2 170</b>	<b>2 414</b>	<b>2 493</b>	<b>2 536</b>	<b>2 583</b>
% промяна на год. база	-32.9%	11.2%	3.3%	1.7%	1.9%
<b>ЕБИТ марж (оперативен марж)</b>	<b>41.4%</b>	<b>40.1%</b>	<b>37.6%</b>	<b>36.4%</b>	<b>35.3%</b>
Общо печ./заг. от фин.операции	-13	-9	-33	-45	-87
<b>ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>2 157</b>	<b>2 405</b>	<b>2 460</b>	<b>2 491</b>	<b>2 496</b>
Р-ди за данъци	216	241	246	249	250
Миноритарен интерес					
<b>НЕТНА ПЕЧАЛБА</b>	<b>1 942</b>	<b>2 165</b>	<b>2 214</b>	<b>2 242</b>	<b>2 247</b>
% промяна на год. база	-32.3%	11.5%	2.3%	1.3%	0.2%
<b>Нетен марж</b>	<b>37.0%</b>	<b>35.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.2%</b>	<b>30.7%</b>

БАЛАНС, хил.лв.	2010е	2011е	2012е	2013е	2014е
<b>АКТИВИ</b>					
<b>Текущи активи</b>					
Материални запаси	10	11	12	12	13
Търговски и други вземания	3 118	3 487	3 779	3 850	4 160
Парични средства и парични еквиваленти	5 125	5 537	5 919	6 331	6 494
<b>Общо текущи активи</b>	<b>8 253</b>	<b>9 035</b>	<b>9 709</b>	<b>10 194</b>	<b>10 666</b>
<b>Нетекущи активи</b>					
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	956	999	1 089	1 181	1 281
Финансови активи	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030
Други	10	10	10	10	10
<b>Общо нетекущи активи</b>	<b>1 996</b>	<b>2 039</b>	<b>2 129</b>	<b>2 221</b>	<b>2 321</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>10 249</b>	<b>11 074</b>	<b>11 838</b>	<b>12 414</b>	<b>12 987</b>
<b>ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>					
<b>Текущи пасиви</b>					
Търговски и други задължения	9	10	11	12	13
Краткосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	61	111	166	199	286
Други текущи пасиви	307	332	355	372	390
<b>Общо текущи пасиви</b>	<b>378</b>	<b>453</b>	<b>532</b>	<b>583</b>	<b>688</b>
<b>Нетекущи пасиви</b>					
Дългосрочни заеми от банки и небанкови финансови институции	3	423	725	870	955
Други нетекущи пасиви	45	91	125	141	151
<b>Общо нетекущи пасиви</b>	<b>48</b>	<b>514</b>	<b>850</b>	<b>1 011</b>	<b>1 106</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>425</b>	<b>967</b>	<b>1 382</b>	<b>1 594</b>	<b>1 794</b>
Миноритарен интерес					
Собствен капитал					
Основен капитал	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Резерви	7 424	7 706	8 056	8 420	8 793
Неразпределена печалба (натрупана загуба)					
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>9 824</b>	<b>10 106</b>	<b>10 456</b>	<b>10 820</b>	<b>11 193</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ И КАПИТАЛ</b>	<b>10 249</b>	<b>11 074</b>	<b>11 838</b>	<b>12 414</b>	<b>12 987</b>

Настоящата препоръка е изцяло изготвена от лицензиран инвестиционен посредник Карол АД. Карол АД работи под регулацията на Комисия за финансов надзор, без това да означава, че комисията одобрява или не инвестирането в ценни книжа на анализирания компания, нито че поема отговорност за представените в препоръката данни и заключения. Възнаграждението на лицата, изготвили анализа, не е по никакъв начин обвързано с търговията с ценни книжа на емитента, с търгуваните обеми или ценовите нива на каквито и да е ценни книжа, издадени от анализирания дружество.

При изготвяне на настоящата препоръка са използвани годишни и междинни отчети, публикувани на сайта [x3news.com](http://x3news.com), в [x3Analysis](http://x3Analysis) и в корпоративния сайт на компанията. Използвани са и публикации в пресата и друга публично достъпна информация. Доколкото е известно на лицата, изготвили препоръката, информацията в нея е честно и акуратно представена, без да има претенции за пълна изчерпателност, и разкрива потенциалните конфликти на интереси.

Настоящата препоръка не представлява оферта за купуване или продаване на книжата на анализирания компания. Резултати от изминали години не могат да се считат за индикатори за бъдещо развитие. Инвеститорите следва да разбират, че инвестициите в ценни книжа са свързани с високо ниво на риск от реализиране на значителни загуби.

Препоръките, съдържащи се в настоящия анализ, не представляват инвестиционен съвет и инвестиционните решения не следва да се вземат единствено на тяхна база. Потребителите на настоящия анализ следва да вземат самостоятелно решение относно това дали да инвестират в анализирания компания и каква инвестиционна стратегия да следват. Разгледаните в анализа финансови инструменти не са подходящи за всички инвеститори. Акциите на компанията могат да претърпят значителни промени в цената, поради което нито лицата, изготвили анализа, нито инвестиционен посредник Карол могат да гарантират бъдещ резултат.

С настоящото уведомяваме потребителите на настоящия анализ, че е възможно за Карол АД, но не и за негови служители, да са налице каквито и да е отношения на свързаност с емитента, които може да се очаква да повлияят негативно на обективността на препоръката. Възможно е свързани с Карол АД лица по смисъла на т. 10 от ДРЗПЗФИ, както и други негови клиенти, да притежават ценни книжа от анализирания дружество. Възнаграждението на служителите, изготвили препоръката, не е свързано с търговията и ценовите нива на ценните книжа, емитирани от анализирания компания.

При задаване на препоръка „Купувай“ вярваме, че разглежданите ценни книжа носят потенциал за възвръщаемост от над 15% в следващите 12 – 18 месеца. При задаване на препоръка „Продавай“ вярваме, че разглежданите ценни книжа носят потенциал за отрицателна доходност от над 15% в следващите 12 – 18 месеца. При задаване на препоръка „Задръж“ вярваме, че книжата не притежават потенциал да им се присвои препоръка „Купувай“ или „Продавай“ на база наличната финансова и друга публично достъпна информация за компанията към момента на изготвяне на анализа. Следва да се има предвид, че компаниите с препоръка „Купувай“ или „Продавай“ се отличават с по-високо ниво на риск.