

АЛБЕНА www.albena.bg Сектор: Туризъм Препоръка: BUY	ISIN код..... BG11ALBAAT17 BSE (XETRA) код 6AB BLOOMBERG код 6AB BU REUTERS код ALBB.BB Индекс..... SOFIX, BG40, BGTR30	Last price (BGN)..... 38.52 52-week change 2.45% Market cap (BGN mln).... 164.6 P/E (on a TTM basis).... 5.15 P/Book..... 0.56
--	---	--



Изготвено от:

Момчил Петков, Десислава Петровска

Декларации и отговорности:

Лицата, изготвили настоящия фирмен профил (анализ) **не притежават** акции на дружеството или на негови преки конкуренти. Всички оценки и мнения в този анализ отразяват изключително лично мнение.

Възнаграждението на тези лица не е обвързано зависи пряко или непряко от с изразените, мнения, становища или препоръки в настоящия анализ.

Този фирмен профил (анализ) е изготвен от "ЕВРО-ФИНАНС" АД (ЕВРО-ФИНАНС) и свързани с него лица, отбелязани на титулната страница.

продължава на последната страница

ОТНОВО СТАБИЛНИ РЕЗУЛТАТИ

НЕКОНСОЛИДИРАНИТЕ ДАННИ НА АЛБЕНА АД ЗА Q3 НА 2009 Г. ПОКАЗАВАТ ВПЕЧЕТЛЯВАЩА ОПТИМИЗАЦИЯ НА РАЗХОДИТЕ. ВЪПРЕКИ НАМАЛЯВАНЕТО НА ПРИХОДИТЕ ОТ ТУРИСТИЧЕСКА ДЕЙНОСТ С 14%, ОПЕРАТИВНАТА ПЕЧАЛБА ОСТАВА БЕЗ ПРОМЯНА.

Кратък преглед:

- Албена е най-големият български самостоятелно обособен курортен комплекс.
- Дружеството разполага с над 19,000 легла, разпределени в 47 черноморски хотела и 7 вилни селища, балнеологичен център, конгресен център, 8 футболни игрища, 17 тенис корта.
- Албена АД има холдингова структура, която включва още 13 спомагателни дружества извършващи транспорт, туроператорски услуги, производство на селскостопанска продукция, извънболнична дейност.
- Албена АД е собственик на летищен оператор, който обслужва 3 летища за малки самолети.
- Основните чуждестранни пазари на Албена АД са Русия, Румъния, Германия, Франция и Скандинавските страни.
- Албена АД е изключително стабилна във финансово отношение. През първите девет месеца на 2009 г. коефициентът EBITDA margin нараства до 50.5% спрямо 43.2% за същия период на предходната година.
- Дружеството разпределя редовно дивиденди.
- Албена АД се контролира от мениджмънта на дружеството.
- През 2009 г. основният акционер придоби нови 5.8% от капитала в резултат на търгово предложение отправено към миноритарните акционери при цена от 30,00 лв/акц.
- Акции на Албена АД се търгуват на БФБ-София АД и са включени в индексите SOFIX, BG40 и BGTR30. В момента акциите се търгуват 73% под най-високата си цена, регистрирана през м. Септември 2008 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

	Стр.
1 Преглед на макросредата	2
2 Бизнес преглед на Албена	2
3 Пазари и конкуренция	3
4 SWAT анализ	4
5 Финансов преглед	5
6 Финансова информация	6
7 Оценка на акциите	7



Source: Bloomberg

1. Преглед на макросредата

Световната финансова и икономическа криза неминуемо оставя отпечатък върху развитието на националната икономика и туризма в България. Неяснотата около продължителността на кризата, растящата безработица в страната, стагнацията и намалението на доходите неизбежно води до преразглеждане на семейните бюджети. Тази тенденция ще продължи докато светът не започне да излиза от тежката рецесия, в която се намира.

В развитите държави като САЩ, Германия и Франция започват да се наблюдават признаци на съживяване, но за сметка на това безработицата в тях, макар и по-бавно, не спира да расте. Очаква се през 2010 г. тя да прескочи 10% в Евроната и САЩ. Макар потребителското и инвеститорското доверие да започва да се съвзема в тези страни и икономиките им да излизат от тежката рецесия, все още се наблюдава спад в продажбите и потреблението. Мерките за борба срещу икономическата криза, които бяха предприети от правителствата и националните банки на развитите страни доведоха до рекордни бюджетни дефицити, вследствие на които в бъдеще може да се очаква и повишаване на данъчната тежест на техните граждани. Мерките са насочени основно към насърчаване на вътрешното производство и услуги за сметка на външното потребление. От това би пострадал силно българският туристически бизнес, чиято зависимост от външните пазари е значителна.

Икономическата обстановка в развиващите се държави като България все повече се влошава. Според БНБ България официално влезе в рецесия през второто тримесечие на 2009 г., а за месец май безработицата се е покачила до 7.3%. Макар световната икономическа криза да не намира своите корени у нас, България, като малка отворена икономика, усеща негодите от спада в износа и преките чуждестранни инвестиции, което логично би довело до спад в доходите и потреблението на населението.

Оскъпяването на кредитирането и пресъхването на ликвидните средства действат като спирачка за българската икономика. Сред най-засегнатите сектори у нас е сектора на недвижими имоти, който имаше основна заслуга за високия ръст на БВП и заетостта в България през периода 2003 – 2008 г. Спукването на балона в сектора на недвижимите имоти може да остави много хора и фирми без работа.

Освен влошаващата се пазарна конюнктура преките чуждестранни инвестиции са повлияни негативно и от тромавата бюрокрация в страната. Това допълнително възпрепятства възможността от реализирането на бъдещи инвестиционни проекти на територията на България.

Въпреки предизвикателните икономически условия, макроикономическата и политическа стабилност на България са подкрепени от въведения през 1997 г. валутен борд и приемането на страната в Европейския съюз десет години по-късно на 01.01.2007 г.

2. Бизнес преглед на Албена АД

Основният предмет на дейност съсредоточен в Албена АД е предлагането на комплексни туристически услуги, което включва хотелиерска, ресторантьорска, транспортна и туроператорска дейност. Към стратегически най-важните туристически обекти на групата спадат курортния комплекс Албена, ММЦ-Приморско, Бялата лагуна (гр. Балчик), хотели Еделвайс и Бор (Боровец) и хотел Де Маск (Швейцария). През Декември 2007г Националната Агенция за Кредитен Рейтинг присъди на Албена АД дългосрочен кредитен рейтинг bgA2, краткосрочен кредитен рейтинг bgP-2 със стабилна перспектива.

Перлата в групата на Албена АД е курортният комплекс Албена. Курортът Албена е създаден през 1965 г. с решение на Министерския съвет с цел осъществяване на общата стратегия за развитие на черноморския туризъм в страната. Курортният комплекс е открит през 1969 г., година след завършване на първия етап от строителството. Тогава са изградени 9 хотела. Десет години по-късно в Албена има вече 40 хотела с 12 750 легла, къмпинг и 23 ресторанта. Съобразно изискванията на новия Търговския закон през 1991 г. съществуващата Държавна фирма "Албена" е преобразувана в акционерно дружество. През 1998 г. е извършена приватизация на голяма част от държавното участие, като основни купувачи са бившият приватизационен фонд "Албена инвест" и работническо-мениджърското дружество „Албена-2000“ АД. През 2002 г. е приватизиран и остатъчният държавен дял от 2.47%.

Албена е единственият черноморски курорт, който при приватизацията си запази целостта си и избегна престарояването с нови хотели.



В момента Албена разполага с над 16,000 легла разположени в 43 хотела и 5 вилни селища. В комплекса се намират също над 100 заведения, балнеологичен център, конгресен и бизнес център, заседателни зали, 8 футболни стадиона, закрыта спортна зала, 17 тенис корта и съоръжения за отдих и развлечения.

Ваканционното селище ММЦ-Приморско разполага с 2,700 легла, разположени в 2 хотела и 700 вили (бунгала).

Комплекс Бялата лагуна е известен със своите термални минерални извори и разполага с 240 легла, разположени в 2 хотела и 65 бунгала.

Хотел Де Маск се намира в швейцарското планинско селище Анзер в кантон Вале. Хотелът разполага с 90 легла и е в непосредствена близост до голям брой ски-писти.

Допълнителната дейност на Албена АД е многообразна и е развита цел подпомагане основната хотелиерска дейност.

ДЪЩЕРНИ ДРУЖЕСТВА	Дял	ОСНОВНА ДЕЙНОСТ
Бялата лагуна	100%	курортен комплекс
Албена кар	100%	рент-а-кар
Албена Автотранс	29%	транспорт
Албена Тур	99%	туроператорска дейност
Диализен център	100%	диализен център
ЕкоАгро	94%	селско стопанство
Екоплод	100%	търговия
Екострой	67%	техническа инфраструктура
МЦ Медика Албена	100%	медицински център
Тихия кът	60%	отдаване на имоти под наем
Интерскай	100%	летищен оператор
Визит България	100%	интернет портал за туризъм
Hotel des Masques, Швейцария	84%	хотелски комплекс

Спомагателната дейност се извършва от 13 дъщерни фирми за транспортна и авиационна дейност, рент-а-кар услуги, даване на търговски обекти под наем, строителство, балнеолечебна и извънболнична дейност. Дейността на ММЦ Приморско е обособена в отделен търговски клон на Албена АД.

Интерскай АД е авиационният оператор на туристическия комплекс. Фирмата управлява летището в с. Лесново близо до София, като стратегията на дружеството цели обединяването му с другите летища на Албена в Приморско и Балчик. Интерскай АД управлява летателната площадка „Лесново“ и предметът ѝ на дейност включва управление на самолети, отдаване под наем на леки самолети и вертолет и предоставяне на летищна площадка за учебна летателна дейност. Компанията има намерение да разшири предлаганите авиационни услуги чрез специализирани и чартърни полети.



Предвид сложните икономически условия Албена АД се стреми да диверсифицира дейността си като разработи алтернативни бизнес сегменти. Най-бързо развиващото се дъщерно дружество е ЕкоАгро АД, което произвежда основно пшеница, слънчоглед, рапица и царевица. Компанията притежава около 15,500 декара, от които по-голямата част са собствени земи, а една малка част е арендована. Освен към зърнените култури Дружеството е ориентирано и към овощарството, като продукцията, която произвежда захранва и курортния комплекс Албена. Очаква се през настоящата година приходите на компанията да надхвърлят 2 млн. лв.

Чрез курортния комплекс и дъщерните си предприятия Албена АД предлага съвкупен туристически продукт състоящ се от нощувка, хранене, развлечения, спортни услуги, търговия, конгресни мероприятия, балнеология. Извън летния сезон групата Албена насочва усилията си към притежаваните от нея два хотела в Боровец и към хотела в Швейцария, както и към конгресните и спортните мероприятия. Дружеството участва активно на туристическите борси, като прави презентации и взема участие в презентациите на неговите партньори.

Следващата таблица представя данни за концентрацията на дейността на групата Албена в основното туристическо дружество Албена чрез съпоставка на консолидираните и неконсолидираните приходи от продажби.

Принос на основната дейност към общия резултат

Приходи от продажби (млн. лв.)	2005	2006	2007	2008	H1 2009
Неконсолидирана база (1)	86.3	92.2	97.5	98.9	33.1
Консолидирана база (2)	94.6	101.3	127.7	124.6	38.9
Съотношение (1)/(2) в %	91.2	91.0	76.4	79.4	85.1

В периода 2007 – Q1'2009 г. Албена АД консолидира в своите отчети резултатите на Албена инвест Холдинг АД, бивш приватизационен фонд с разнообразно портфолио от контролни участия в редица дружества. Това обуславя и по-ниското съотношение на коефициента в таблицата по-горе. Участието в Албена инвест Холдинг АД е почти изцяло продадено в началото на 2009 г.

От месец октомври 2008 г. акциите на Албена АД са включени и в изчисляването на индекса Dow Jones STOXX Eastern Europe Total Market Index (TMI), в който участват 486 компании от 18 източноевропейски страни между, които Хърватска, Кипър, Чехия, Гърция, Румъния, Турция, Сърбия, Русия и др.

Визия на Албена АД

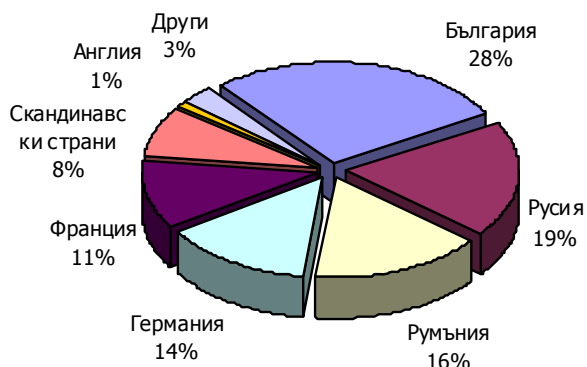
Стратегията на ръководството на Албена АД е доставяне на комплексен туристически продукт. За да отговаря на съвременните туристически услуги и изисквания Албена АД реструктурира и модернизират хотелската база в Албена от 3-звездни към 4-звездни хотели. Развиват се и допълнителни дейности с цел диверсификация на предлаганите услуги и удължаване на активния туристически сезон.

3. Пазари и конкуренция

Албена е най-големият български самостоятелно обособен курортен комплекс. Разположен е в северната част на българското черноморие, на 35 км северно от град Варна и съчетава в едно дълга плажна ивица, благоприятни климатични условия, голяма леглова база и добре развита собствена инфраструктура.

Албена е сред най-известните български туристически дестинации. Всяка година курортът (заедно с ММЦ Приморско) се посещава от над 220 000 души. Албена е предпочитана дестинация за много чуждестранни туристи от Русия, Румъния, Германия, Франция, Скандинавските страни.

Сегментиране по пазари



През последните две години се наблюдава известно изравняване на посещаемостта между отделните туристически групи. Това изравняване на посещаемостта между отделните националности предполага намаляване на зависимостта на Албена от отделна националност, като например германските туристи, чийто дял до 2005 г. надхвърля 30%.

Разпределение по пазарни сегменти на приходите от хотелиерска дейност

Дружество	2005	2006	2007	2008
Русия	7.9%	10.5%	15.9%	18.9%
Румъния	3.9%	5.8%	9.3%	15.6%
Германия	31.0%	24.1%	18.3%	13.7%
Франция	10.1%	9.9%	10.9%	10.7%
Скандинавски страни	8.0%	9.4%	8.5%	7.7%
Англия	8.6%	8.9%	5.9%	1.2%
Други държави	5.1%	6.4%	2.6%	3.5%
Вътрешен пазар	25.4%	25.0%	28.5%	28.6%
Общо (%)	100%	100%	100%	100%
Общо (млн.лв.)	74.0	78.9	82.2	85.7

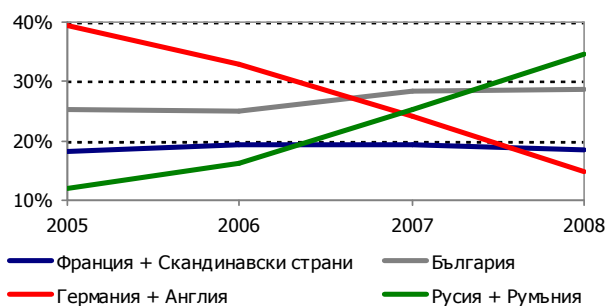
На територията на България Албена се конкурира с няколко други курортни комплекса и множество курортни селища разположени по дължината на черноморския бряг. Заради непосредствената им близост до Албена и до румънската граница, курортите „Златни пясъци“ и „Св. Константин и Елена“ са преки конкуренти на дружеството. На юг от тях са разположени също комплексите „Слънчев бряг“ и „Дюни“. Популярни

курортни селища, които привличат всяка година множество туристи са Приморско, Китен, Несебър, Созопол.

Освен гореспомнатите курорти сред предпочитаните дестинации на българите, румънските и руските туристи напоследък са п-в „Халкидики“ в Гърция и курортите „Анталия“ и „Мармарис“ в Турция.

ПАЗАРНИ ТЕНДЕНЦИИ

Основните тенденции в туристическия бранш през последните години са свързани с намаляването на туристите от Германия и Англия за сметка на все повече увеличаващите се туристи от Русия и Румъния.



От друга страна, валутният борд и фиксираният курс в България водят до косвено повишение на цените на българските туристически услуги спрямо чуждите дестинации, както и до намаляване на общата конкурентноспособност на туристическия бранш. Въпреки, че гарантира финансовата стабилност, валутният борд поставя местното производство и услуги в неизгодно положение спрямо страни като Румъния и Русия, които значително девалвираха местните си валути. В резултат на това през 2009 г. руският пазар реализира понижение от 23%, а румънският - от 7%. Спадът на западните пазари през 2009 г. е 20 - 30%.

Туристическият бранш е от най-засегнатите сектори в условията на икономическата криза. Много икономически субекти прибягват до ограничаване на фирмени мероприятия като тийм-билдинги, семинари и конгреси.

През последните години Албена АД се опитва да овладее тези негативни тенденции чрез атрактивни пакетни оферти и оферти „last moment“ насочени предимно към българския пазар. Увеличението на българските летуващи през сезон 2009 е 45%, което до известна степен компенсира по-слабия външен пазар.

През 2009 г. понижението на общия брой нощувки в Албена е около 12-13% - по-малко от очакваното. Принос за по-малкия спад имат новите услуги:

- ✓ „Ultra All Inclusive“ – тази услуга е предпочитана и от западноевропейските и от руските туристи.
- ✓ Резервация „хотел без име“, при която хотелът се научава 3 дни преди пътуването, за което клиента получава отстъпка от 20%
- ✓ Допълнителни отстъпки от 20% за „ранни записвания“ до 1 май 2009 г.

Косвен резултат от тази политика е намаляването на зависимостта на дружеството от изпадналите в криза западноевропейски пазари и пренасочването му предимно към платежоспособните (и не особено претенциозни) български и румънски пазари.

4. SWOT анализ

СИЛНИ СТРАНИ

- ✓ Самостоятелно обособен курорт, всички обекти и цялата инфраструктура на територията на курорта е собственост на Албена.
- ✓ Дълга плажна ивица, благоприятен морски климат, екзотична околна среда.
- ✓ Липса на презастрояване, поддържан парк с много зелени площи.
- ✓ Близост до варненското международно летище
- ✓ Предлага се комплексен туристически продукт: туроператорска дейност – чартърни полети – автобусни превози – хотели – заведения за хранене – развлечения.
- ✓ Стабилни партньорски отношения с водещи туроператори като TUI и Tomas Cook.
- ✓ Позната дестинация сред чуждестранните туристи.
- ✓ Добро ниво на заетост - над 75%.
- ✓ Диферсификация на пазарните сегменти.
- ✓ Стабилно финансово състояние.
- ✓ Отлични условия за семеен туризъм
- ✓ Притежава огромен спортен център със стадиони, зали и тренировъчни игрища.
- ✓ Предлага оптимални условия за провеждане на тимбилдинги, общи събрания, конференции и коктейли
- ✓ Предлага се на услугата „ultra all inclusive“.
- ✓ Всяка година се извършват инвестиции с цел поддръжка и модернизиране на инфраструктурата и хотелската база.
- ✓ Наличие на целогодишно отворени хотели.

СЛАБИ СТРАНИ

- ✓ Наличие на нереновирана хотелска база.
- ✓ Бавни темпове на развитие и модернизиране през последните години.
- ✓ Сезонност на дейността.
- ✓ Ценовите нива са над средните за българския пазар.

ВЪЗМОЖНОСТИ

- ✓ Развитие на допълнителни дейности с цел диверсификация и удължаване на летния сезон
- ✓ Модернизация и реконструиране на останалата част от хотелите.
- ✓ Доизграждане на вилното селище в Приморско, чийто приоритет са младите хора.
- ✓ Развитие на летище Лесново за чартърни полети.

ЗАПЛАХИ

- ✓ Висока конкуренция в сектора.
- ✓ Дълга продължителност на икономическата криза и спад в доходите
- ✓ Нарастващо ниво на привлечения капитал.
- ✓ Растяща безработица
- ✓ Косвено увеличение на цените поради наличието на фиксиран валутен курс.

5. Финансов преглед

Активи

Общият размер на активите на Албена АД към 30.06.2009 г. на консолидирана база е 491.3 млн. лв. Активите намалява спрямо началото на годината в резултат на отпадналата консолидация на Албена инвест холдинг АД, извършвана в периода 2007 – Q1 2009 г. по метода на пълната консолидация (ред по ред). Консолидацията на това дружеството има специфичен ефект върху консолидираните отчети, защото в същото време то е и акционер със значително влияние (20.6%) в Албена АД. В резултат на консолидацията, акционерното участие на Албена инвест холдинг АД в Албена АД е отчетено като притежавани от Албена АД собствени (обратно изкупени) акции на стойност 69.5 млн. лв. и основният, респективно – собственият, капитал на групата е намален с тази сума.

Определяща част от активите са нетекущите активи, които към 30.06.2009 г. представляват 95.3% от общите активи на Албена АД. От своя страна дълготрайните материални активи са на стойност 431.0 млн. ла. или 92.1% от всички дълготрайни активи. Следва да се отбележи, че в периода 2005 – 2009 само в основния хотелиерски бизнес (според неконсолидираните данни на дружеството) са инвестирани на 190 млн. лв. за покупка на дълготрайни активи – предимно за обновяване и строителство на нови хотели и съоръжения и за покупка на земеделска земя. Направените нови инвестиции са отчетени в баланса на дружеството по себестойност. Дружеството е извършило преценка на дълготрайните активи през 2002 и 2006 г. като положителният резултат от направената през 2006 г. преценка е едва около 13 млн. лв. От своя страна периодът след 2002 г. се характеризира с неколкочратен ръст в пазарните цени на недвижимите имоти в страната. Следователно при преценката на недвижимите имоти през 2006 г. са използвани консервативни подходи.

Предвид горното, може да се направи основателният извод, че реалната стойност на дълготрайните материални активи на Албена АД е около и над текущата им балансова стойност. Това е и основната причина методът на балансовата стойност да бъде използван при общата оценка на акциите на Албена АД по-долу.

Пасиви

Според консолидираните отчети на групата към 30.06.2009 г. лихвените пасиви възлизат на 131.4 млн. лв., от които краткосрочната част е едва 1.7 млн. лв. Съотношението „Лихвени пасиви / Собствен капитал“ е 45%. През последните години се наблюдава ясна тенденция към увеличаване на това съотношение. В периода 2005 - 2009 размерът на получените дългосрочни банкови кредити нараства близо 5 пъти от 25.3 млн. лв. до 122 млн. лв. Получените инвестиционни кредити са с плаваща лихва, като 48% от тях са с матуритет 2-5 години, а други 41% са с матуритет над 5 години. Общият спад на лихвените нива през 2009 г. резултира в значително намаление на разходите за лихви.

На 30.10.2009г Албена АД представи неконсолидирани отчети за третото тримесечие на 2009 г. Представени са резултатите от основната хотелиерска дейност без ефекта от допълнителните (спомагателни) дейности. Тъй като основната дейност формира 85% от приходите, резултатите от нея са ключови за крайните резултати на цялата група. Предполага се, както е показано на следващата таблица, че финансовите резултати на дъщерните дружества няма да повлияят съществено крайните резултати на групата.

През сезон 2009 се наблюдава спад в приходите от продажби с 14% в резултат на общо намаление на реализираните нощувки с 12%. Реализираният спад е значително по-малък от очакванията в началото на сезона, когато отливът от пазара на чуждестранните клиенти доведе до намалението на нощувките с 20%. Отчита се ръст в приходите на български пазар и на он-лайн продажбите.

В условията на икономическа криза са реализирани значителни икономии на разходите, а инвестиционната програма е сведена до минимум.

Съществено влияние върху финансовия резултат оказва еднократен ефект от сделка между Албена АД и основния и акционер Албена холдинг АД за продажба (замяна) на пакет от 40% в Албена инвест Холдинг АД за 100% от летищният оператор Интерскай АД. Ефектът от операцията за Албена АД е положителен и е в размер на 17.0 млн. лв.

Нетна печалба на дъщерните дружества (хил. лв.)

Дружество	2006	2007	2008
Албена Тур АД	260	320	200
Албена кар ЕООД	111	34	14
Медика Албена АД	195	39	-200
Екострой АД	459	269	531
Еко Агро АД	32	328	286
Бялата лагуна*	-150	-594	-1035
Хотел Де Маск АД**	-289	-324	-344
Тихият кът АД	-121	-128	121
Екоплод ООД	-149	-223	127

* През 2008 г. в к.к. „Бялата лагуна“ са извършвани строителни дейности.
** Участието на Албена АД в "Хотел Де Маск" е обявено за продажба

Акционерна структура на Албена АД към 31.12.2008 г.

Дружество	% от капитала
Албена Холдинг АД	48.11%
Албена Инвест Холдинг АД	20.58%
Община гр. Балчик	7.13%
Б Инвест ООД	3.70%
Файърбърд Репабликс Фонд ООД	2.22%
Райфайзен Централбанк Остерайх АГ	0.49%
Пиктет и Сие Банкърс	0.37%
Други юридически лица	7.30%
Други физически лица	7.10%
Собствени акции	3.00%

6. Финансова информация

Консолидиран Баланс (хил. лв.)

Активи	2005	2006	2007	2008	Н1 2009
Нетекущи Активи	340 859	400 822	446 160	489 063	467 907
Материални Активи	300 099	349 851	411 820	452 701	430 989
Инвестиционни имоти	9 123	8 943	23 280	27 266	14 891
Нематериални Активи	382	727	1 692	1 486	1 302
Търговска репутация	768	768	768	768	17 495
Финансови Активи	19 678	24 079	3 548	4 546	2 127
Търговски и други вземания	10 809	16 454	317	332	148
Разходи за бъдещи периоди	0	0	4 735	1 964	955
Текущи Активи	11 205	13 766	38 925	34 899	23 408
Материални запаси	2 894	3 628	6 105	7 419	6 774
Вземания	4 996	7 648	8 965	18 262	13 050
Финансови активи	0	0	1 023	348	0
Парични средства	3 315	2 490	22 832	8 870	3 506
Общо Активи	352 064	414 588	485 085	523 962	491 315
Капитал и Пасиви					
Собствен капитал	247 616	277 949	257 253	270 491	294 204
Основен капитал	2 737	2 737	-65 193	-65 193	2 737
Резерви	180 113	211 474	251 361	272 068	246 305
Финансов резултат	63 573	63 738	71 085	63 616	45 162
Малцинствено участие	2 984	3 013	68 778	68 479	5 867
Нетекущи Пасиви	74 386	103 859	124 321	149 557	144 920
Текущи Пасиви	28 271	29 767	34 733	35 435	46 324
Общо пасиви	102 657	133 626	159 054	184 992	191 244
Капитал и Пасиви	352 064	414 588	485 085	523 962	491 315

Консолидиран Отчет за доходите (хил. лв.)

	2005	2006	2007	2008	H1 '09	2009 E*
Приходи	93 175	99 671	115 361	120 284	21 521	92 500
Разходи	60 231	69 169	75 214	81 598	20 548	56 100
Оперативна печалба (ЕБИТДА)	32 944	30 502	40 147	38 686	973	38 900
Амортизации	11 112	12 030	15 377	16 840	8 915	17 850
Печалба преди фин. разходи (ЕБИТ)	21 832	18 472	24 770	21 846	-7 942	21 050
Приходи / разходи за лихви (нетно)	-3 639	-5 046	-6 795	-7 735	-2 572	-4 250
Печалба / загуба от операции с фин. активи	34	0	9 507	1 152	17 008	17 000
Други фин. приходи / разходи (нетно)	1 187	1 448	1 604	1 112	258	600
Дял в печалбата на асоц. предприятия	3 113	2 221	359	-	-	-
Печалба преди данъци (ЕВТ)	22 527	17 095	29 445	16 375	6 752	34 400
Данъци	3 316	206	2 452	1 847	521	1 000
Печалба след данъчно облагане	19 211	16 889	26 993	14 528	6 231	33 400
в т.ч. за малцинствено участие	42	15	5 622	1 293	-11	0
Нетна печалба	19 169	16 874	21 371	13 235	6 242	33 400
Печалба на акция	4.49	3.95	5.00	3.10	1.46	7.80
Дивидент на акция	0.60	0.50	0.50	0.50	-	-

* Прогноза на Евро-Финанс АД

Основни показатели	2005	2006	2007	2008
EBITDA margin	0.35	0.31	0.35	0.32
EBIT margin	0.24	0.19	0.22	0.18
Net profit margin	0.21	0.17	0.19	0.11
Divident payout ratio	0.13	0.13	0.10	0.16
ROE	0.08	0.06	0.08	0.05
ROA	0.05	0.04	0.04	0.03
Краткосрочен дълг / СК	0.11	0.11	0.14	0.13
Дългосрочен дълг / СК	0.30	0.37	0.48	0.55
Активи / СК	1.43	1.49	1.89	1.94
Обща ликвидност	0.40	0.46	1.12	0.98
Бърза ликвидност	0.29	0.34	0.94	0.78
Абсолютна ликвидност	0.12	0.08	0.66	0.25

7. Оценка на справедливата стойност

→ Нетна настояща стойност (ННС)

Прогнозните парични потоци на дружеството са базирани основно на предвиждания за общия размер на приходите от продажби и за размера на оперативната рентабилност (ЕБИТДА margin). Тези два показателя са много-стабилни в исторически план.

През последните години Албена АД отчита постоянен ръст на приходите от продажби в рамките на 5-6% годишно. През 2008 г. този ръст намалява до 2%, а очакванията за 2009 г. включват общо намаление на продажбите от около 14%. Прогнозата за 2009 г. се базира основно на публикуваните неконсолидирани резултати за Q3 2009 на основния хотелиерски бизнес. Поради факта, че неконсолидираните приходи от продажби на Албена АД за последните години отговарят за близо 84% от общите приходи на консолидирана база, тези неконсолидирани данни са използвани като изходна величина за целите на прогнозата.

Многото неизвестни относно трайността и задълбочеността на икономическата криза, водят до

очакването за още един труден туристически сезон през 2010 г. Освен намалялата покупателна способност на хората, съществува риск от продължителни сътресения на валутните пазари, вземайки предвид немалкия процент от общите продажби, реализирани на румънския и руския пазар. Прогнозираният ръст на продажбите за 2010 г. е нулев. Едва през сезон 2011 се предвижда възстановяване на пазара.

В таблицата по-долу са показани базовите допускания за стойностите на финансовите параметри, използвани при изграждането на модела за оценка на паричните потоци.

Оперативната рентабилност на Албена АД за 2009 г. е предвидена на 42% на база постигнатите 50% към Q3 2009. През последните години този коефициент постепенно се подобрява като основен принос за това има развитието на all inclusive програмите и на помощната селскостопанска дейност в групата.

През сезон 2009 обявените неконсолидирани данни на Албена АД демонстрират впечатляваща оптимизация на разходите. Общият спад от 14% на продажбите е съпътстван с намаление на оперативните разходи с 25%. В основната хотелиерска дейност разходите за материали са намалени с 47%, а разходите за персонала с 27%. Възможно е, обаче, това намаление на разходите в

действителност да е съпроводено със съществено влошаване на общото качество на туристическия продукт и най-вече с нивото на обслужване и хранене на туристите. Поради това не се предполага наличие на възможности за ново подобряване на оперативната рентабилност. За целите на прогнозата тя е запазена на нивото от 42%.

В периода на икономическата криза ние не очакваме Албена АД да прибегва до големи инвестиции. Дружеството ще инвестира най-вече в належаци ремонтни дейности и поддръжка на съществуващата инфраструктура. През 2009 г. Албена едва ли ще вложи в инвестиции повече от 5-6 млн. лв., при общ размер на инвестиционната програма от 110 млн. лв. за периода 2007 - 2008 г. Проблемите с ликвидността в банковата система несъмнено ще доведат до оскъпяване на привлечения ресурс и до предоставянето на повече гаранции за него. За целите на оценката е прието, че едва през 2011 г. ще се наблюдава изравняване на инвестиционните разходи с размера на начисляваните амортизации. След този период е заложено превишение на инвестиционните разходи над амортизациите с 20% с цел реално подсигуряване на очаквания ръст на продажбите и с ръст на производствените активи.

Тъй като разходите за амортизации са пряко свързани с направените инвестиции за съответния период, а те както споменахме за 2009 г. са незначителни, ние предвиждаме увеличение на разходите за амортизации от 3% за сезон 2009 в сравнение с предходната година. В близко бъдеще не се предвижда реализирането на големи инвестиционни проекти, което ни кара да мислим, че ръстът на разходите за амортизации ще се движи между 3% и 8% през следващите 4-5 години. Относно капиталовите разходи сме подхождали сравнително консервативно и сме ги представили като фиксиран процент от разходите за амортизации. През предстоящите три години те ще възлизат на 120% от разходите за амортизации.

Мениджмънтът на Албена АД е обявил намерение в кратък срок да извърши продажба на остатъчен пакет от 7% в Албена инвест Холдинг АД, след като друг пакет от 40% в холдинга бе оценен в началото на 2009 г. на над 22 млн. лв. и разменен за дружеството Интерскай АД. Предвид това, в паричният поток за 2010 г. е включена еднократна печалба от 4.0 млн. лв. като прогнозен ефект при евентуалното реализиране на остатъчния пакет.

Измененията на нетния оборотен капитал са определени като 5% от промените в общите приходи на Албена АД.

Среднопретеглената цена на капитала е съобразена със сегашните условия на българския кредитен пазар. Средната лихва отпусната за заем на сходно дружество в момента е определена на 8% на годишна база, въпреки че през настоящата година Албена плаща много по-ниски плаващи лихви върху инвестиционните си кредити.

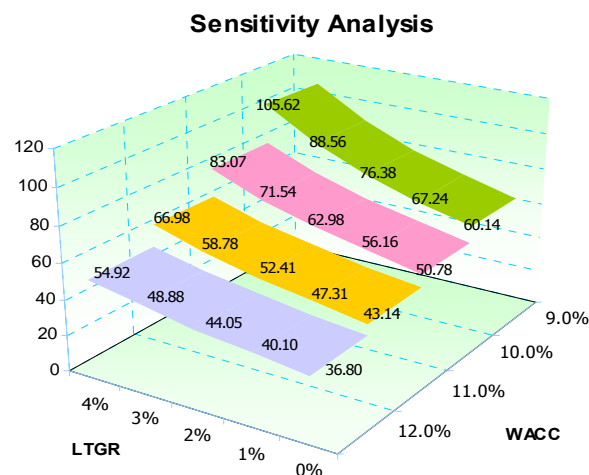
Цената на собствения капитал сме определили на 14% чрез завишаване на цената на дълга с общото приетата рискова норма от 6% за развиващите се страни. Съотношението „Нетен лихвен дълг / Собствен капитал“

сме изчислили като сме използвали стойностите на лихвения дълг от консолидирания отчет за Q2 2009 г. и моментната пазарна капитализация на Албена АД. Въпреки че текущото съотношение възлиза на 0.85 в модела е приложено съотношение 1:1 основано на реалната възможност на дружеството за привличане на допълнителен дългов капитала. Като краен резултат среднопретеглената цена на капитала (WACC) е определена на 10.6%

При изчисляване на терминалната стойност е предвиден константен темп на нарастване на паричните потоци от 2.0% на година.

Основни допускания	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ръст на приходите	0%	10%	10%	8%	8%	6%	6%
Оперативна рентабилност	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Нетни инвестиции / Амортизации	-42%	0%	20%	20%	20%	20%	20%
Промяна в НОК / промяна приходи	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

В модела за оценка на нетните парични потоци е използван седемгодишен прогнозен период от 2010 г. до 2016 г. и последващ терминален период (2016+). Всички парични потоци са дисконтирани към 01.01.2010 г. Финансовите резултати за 2009 г. се изключени от прогнозата.



Съобразно резултатите на модела, нетната стойност на дейността на Албена АД е 356.4 млн. лв., като 58% от тази стойност принадлежи на терминалния период. Нетната стойност на собствения капитал е 233.4 млн. лв при условие, че нетният лихвен дълг на дружеството в края на 2009 г. е 123.0 млн. лв.

Цената на една акция от капитала на Албена АД по метода на нетните парични потоци е 56.31 лв.

→ ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ (PEER GROUP ANALYSIS)

При изчисляването на справедливата цена за една акция на Албена АД по метода на пазарните аналози е направен преглед на компаниите от сектора, търгувани на българския капиталов пазар (Local peers) и на капиталовите пазари в съседните страни (International

peers). За всяка една от групите е определена тежест в крайната оценка.

МЕСТНИ КОНКУРЕТНИ (LOCAL PEERS)

Критериите, по които са избрани местните конкуренти включват пазарна капитализация, обем на продажбите и легловата база. В този смисъл най-подходящи за оценката са „Златни пясъци АД“ и „Св. Св. Константин и Елена Холдинг“ АД, тъй като другите български черноморски курорти не отговарят на нито един от определените критерии.

Златни пясъци АД (ЗЗЛ)

Със своите 6 хотела, 4 ваканционни селища и собствена инфраструктура, Златни пясъци АД е сред основните конкуренти на Албена АД на територията на България. Златни пясъци АД разполага също с яхтено пристанище, балнеологичен център, търговски площи и разнообразни спортни съоръжения. Курортния комплекс Златни пясъци е обслужван от пет дъщерни дружества, които поддържат електроснабдяването, водоснабдяването и канализацията на комплекса.

През 2008 нетните приходи на Златни пясъци АД възлизат на 26.6 млн. евро, което е със 0.1 млн. евро повече спрямо предходната година при нетна печалба за периода от 4.3 млн. евро. За H1 2009 дружеството реализира нетни приходи в размер на 5.1 млн. евро и 9.2 млн. евро за същото шестмесечие на 2008 г. Курортът отчита загуба за първото полугодие от 0.4 млн. евро при печалба от 2.1 млн. евро за същия период през миналата година.

Пазарната капитализация на Златни пясъци е 13.3 млн. евро. Дружеството не разпределя дивиденди.

Св. Св. Константин и Елена Холдинг АД (ЗНЈ)

Курортният комплекс Св. Св. Константин и Елена разполага с 10 хотела, с над 2200 легла, собствена инфраструктура, търговски обекти и 7 топли минерални извора.

Към края на 2008 г. нетните приходи на курорта възлизат на 15.0 млн. евро, като спада с почти 0.3 млн. евро спрямо предходната година. Печалбата на дружеството за същия период възлиза на 2.2 млн. евро, което е ръст от 0.1 млн. евро спрямо 2007 г. За H1 2009 приходите са в размер на 7.5 млн. евро или ръст от 39.6% на годишна база. За същия период отчетената печалба е в размер на 0.6 млн. евро при загуба от 0.6 млн. евро за същия период през предходната година.

Пазарната капитализация на дружеството е 15.6 млн. евро. Компанията не е разпределя дивиденди.

Чуждестранни конкуренти (INTERNATIONAL PEERS)

За конкуренти на Албена АД са избрани и три публични компании от региона - румънската "THR Marea Neagra", хърватската "Liburnia Rivieri Hoteli" и кипърската "A.Tsokkos Hotels". Тези дружества макар и не пълни аналози на Албена имат общи характеристики с българския курорт.

Основни данни за дружествата-аналози					
Показатели (млн. евро)	ЗЗЛ	ЗНЈ	LRHRA	EFO	TSH
	Златни пясъци	Св. Св. Константин и Елена	Liburnia Rivieri Hoteli	THR Marea Neagra	Tsokkos Hotels
Пазарна капитализация	13.3	15.6	71.4	18.8	40.2
Общо активи	68.6	43.7	159.5	81.2	320.7
Продажби	26.6	15.0	31.6	14.0	42.9
ЕБИТДА	7.7	5.6	5.0	4.0	9.4
ЕБИТ	5.1	4.1	1.2	2.6	5.7
Нетна печалба	4.3	2.2	0.5	2.7	-9.9
Собствен к-л	52.6	13.9	136.2	79.5	160.8
Лихвен дълг	4.1	20.7	176.2	1.7	120.8
Дългосрочен лихвен дълг	1.7	16.0	155.0	0.4	85.0
Парични средства	2.2	3.3	7.6	2.0	6.3
EV	12.9	28.3	79.3	17.2	118.8
EV/Sales	0.48	1.89	2.51	1.23	2.77
EV/ЕБИТДА	1.67	5.03	15.78	4.33	12.64
EV/ЕБИТ	2.51	6.86	65.21	6.73	21.04
ROE	0.081	0.158	0.003	0.035	-0.062
ROA	0.062	0.050	0.003	0.034	-0.031
Активи/СК	1.30	3.14	1.17	1.02	1.99
Дълг/СК	0.03	1.15	0.11	0.01	0.53
Обръщаемост на активите	0.39	0.34	0.20	0.17	0.13
ЕБИТДА margin	0.29	0.38	0.16	0.29	0.22
Net profit margin	0.16	0.15	0.01	0.20	-0.23

LIBURNIA RIVIERI HOTELI D.D. (LRHRA ZA)

Дружеството разполага с 15 хотела и 6 вилни селища, чийто капацитет е 3,721 легла. Към него има също собствено яхтено пристанище, 14 конгресни зали и 3 спа центъра. Основният акционер в курортния комплекс е Croatian Privatization Fund с 84.6%.

Нетните приходи за 2008 г. са в размер на 31.6 млн. евро, което представлява ръст от 10% на годишна база. За 2008г е отчетена печалба от 0.5 млн. евро при печалба от 1.4 млн. евро за същия период през 2007 г.

Пазарната капитализация на дружеството е 71.4 млн. евро. Компанията не е разпределяла дивидент през последните три години.

T.H.R. MAREA NEAGRA (EFO RO)

Дружеството притежава леглова база от над 12,000 легла. Разполага с 30 хотела и 2 вилни селища, два аквапарка, един медицински център за извънболнична дейност и един спа център. Мажоритарен собственик е S.I.F. Transilvania Brasov Brasov с 76.7%.

Нетните приходи за 2008 г. са в размер на 14 млн. евро, което представлява спад от 8.1% на годишна база. За 2008 г. е отчетена печалба от 2.7 млн. евро при печалба

от 3.9 млн. евро за 2007г. Пазарна капитализация на дружеството е 18.8 млн. евро.

A. Tssokos Hotels LTD (TSH CY)

A. Tssokos Hotels LTD управлява 27 хотела с над 6,000 легла. През 2007 г. е извършено увеличение на капитала на дружеството чрез местната кипърска борса.

Нетните приходи за 2008г са в размер на 43.0 млн. евро, което представлява спад от 8.6% на годишна база. За 2008 г. дружеството отчита загуба от 9.9 млн. евро при печалба от 7.1 млн. евро за същия период през предходната година. Пазарната капитализация на дружеството е 40.2 млн. евро. Компанията не е разпределяла дивидент през последните две години.

При определянето на справедливата цена на Албена АД пазарните множители, които са взети под внимание са: Enterprise value/Продажби (EV/Sales), Enterprise value/Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EV/EBITDA), Enterprise value/Печалба преди лихви и данъци (EV/EBIT). Представените данни са взети от годишните консолидирани отчети за 2008 г., публикувани в страниците на съответните фондови борси в България, Хърватска и Кипър.

За по-голяма прецизност на модела сме елиминирали най-високите и най-ниски стойности на избраните три коефициента.

	EV/Sales	EV/EBITD A	EV/EBIT
Средни стойности на дружествата-аналози	1.88	7.33	11.54
Показатели (млн. лв.)	Sales	EBITDA	EBIT
Албена АД	123.7	42.1	25.2
Enterprise value	232.3	308.6	291.4
Enterprise value – средна стойност			277.4
Пазарна капитализация на Албена АД			147.5
Цена на акция в лева			34.52

Според метода на дружествата-аналози, пазарната цена на Албена АД е 147.5 млн. лв., което представлява 34.52 лв. цена за една акция от капитала на дружеството.

→ СОБСТВЕН КАПИТАЛ НА АКЦИЯ

За определянето на стойността на Албена АД е взет предвид и собственият капитал на акция, тъй като дълготрайните материални активи (имоти, машини, съоръжения и оборудване) представляват 90% от активите на дружеството. За последните шест години Албена АД е направило значителни инвестиции в недвижими имоти за над 200 млн. лв. Дружеството разполага с активи, които не се използват оптимално и евентуалната им употреба или продажба ще генерира допълнителен доход за дружеството.

Към 30.06.2009 г. собственият капитал на акция на Албена АД е 70.22 лв.

→ КРАЙНА ОЦЕНКА

Преимуществен дял в оценката на Албена АД е отдаден на DCF модела – 60%, тъй като той дава най-добра представа за инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество в сравнение с другите два модела и отчита възможностите на дружеството да генерира парични потоци в бъдеще.

Моделът на „дружествата – аналози“ и на „собствения капитал на акция“ имат равни тегла. Предвид голямата разлика в пазарната капитализация и по-слабата ликвидност на отделните аналози, теглото от 20% за този метод е обективно. От своя страна Албена АД е дружество включено в основния борсов индекс на БФБ – София АД SOFIX. В допълнение, от компаниите избрани за конкуренти няма такива с аналогична капиталова структура като Албена АД. Предвид факта, че посочените аналози нямат стабилен ръст на приходите от продажби и оперативната печалба, характерни за Албена АД, е възможно методът на дружествата – аналози да подценява компанията.

Теглото на балансовата стойност в крайната оценка на акциите на дружеството е 20%, защото този подход дава статична представа за стойността на акциите и не включва промените в дейността на дружеството

	Цена	Тегло	Стойност
DCF	56.19	60%	33.71
Дружества- аналози	34.52	20%	6.80
Балансова стойност	79.33	20%	15.87
Албена АД			54.56

СПОРЕД ИЗБРАНИТЕ МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА НА АЛБЕНА АД СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА ВЪЗЛИЗА НА 233,1 МЛН. ЛЕВА, КОЕТО ДАВА 54.56 ЛЕВА НА АКЦИЯ.

Заклучение:

НИЕ СМЕ ПОЗИТИВНИ ЗА БЪДЕЩОТО РАЗВИТИЕ НА АЛБЕНА АД. ПО НАША ПРЕЦЕНКА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ ПРЕВИШАВА С 42% ТЕКУЩАТА ПАЗАРНА ЦЕНА. ПРЕПОРЪКАТА НИ ЗА ДЪЛГОРСЧНА ПОКУПКА НА АКЦИИ ОТ КАПИТАЛА НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ОСНОВАВА КАКТО НА РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ ОПИСАНИТЕ ПО-ГОРЕ МОДЕЛИ ЗА ОЦЕНКА, ТАКА И НА СТАБИЛНОТО ПРЕДСТАВЯНЕ НА АЛБЕНА АД В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН, НА ДОБРАТА ФИНАНСОВИ ПОЗИЦИЯ В МОМЕНТА И НА ВЪТРЕШНОТО НИ УБЕЖДЕНИЕ ЗА ПОТЕНЦИАЛА НА ДРУЖЕСТВОТО.

СЧИТАМЕ, ЧЕ РИСКЪТ ПО ПОЗИЦИЯТА Е ОГРАНИЧЕН, ДО ЦЕНАТА ОТ 30.00 ЛВ. (24% ПОД ТЕКУЩИТЕ ПАЗАРНИ НИВА), НА КАКВОТА ЦЕНА МЕНИДЖМЪНТА НА ДРУЖЕСТВОТО РЕАЛИЗИРА ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ В СРЕДАТА НА 2009 Г.

Този анализ е изготвен като инвестиционно изследване по смисъла на чл. 42, ал. 6 от Наредба №38 от 25.07.2007г. за изискванията към дейността на инвестиционните посредници, в съответствие с нормативните изисквания, осигуряващи независимостта на инвестиционното изследване.

Настоящото инвестиционно изследване е изготвено и одобрено за свободно разпространение от Евро-финанс за собствени цели, както и за нуждите на негови клиенти, и се предоставя на хартиен носител при поискване.

Публикацията на това изследване е предварително одобрена от ръководителя на отдела за вътрешен контрол в ЕВРО-ФИНАНС.

Този анализ не представлява препоръка или предложение за покупка или продажба на ценни книжа – предмет на настоящия фирмен преглед. Представената информация и изразените мнения в документа се основават на публично оповестена информация към момента на подготовка и публикация на анализа. Ние считаме, че изразените мнения и оценки в настоящия анализ са надеждни, без да са твърди, че са напълно точни и изчерпателни.

При изготвянето на анализа ЕВРО-ФИНАНС е положил дължимата грижа и доколкото ни е известно, представените в него данни не са неверни, подвеждащи или непълни.

Настоящият документ и съдържащата се в него информация е актуален само към посочената дата и може да бъде изменен без предизвестие.

Евро-финанс и свързаните с него лица, както и неговите служители, не поемат задължението да актуализират или допълват представената информация и/или мнения съдържащи се в настоящия документ.

Мненията изразени в настоящото изследване са на ЕВРО-ФИНАНС, освен изрично цитираните, като произхождащи от друго лице.

Стойността и доходите от всяка една инвестиция, може да се променят в зависимост от промените на лихвените проценти, данъчните ставки и валутните курсове, цените на акциите и стойността на пазарните индекси, оперативните или финансови условия на средата или други фактори.

Не винаги историческите тенденции са определящи за бъдещото развитие. Прогнозите на бъдещото развитие се основават на предположения и допускания, които е възможно да не се осъществят.

Настоящият анализ не е изготвен въз основа индивидуално клиентско искане. Фирменият профил е изготвен без да се отчита индивидуалното финансово състояние и инвестиционни цели на крайните получатели. Разглежданите ценни книжа може да не са подходящи за всеки инвеститор, неговите инвестиционни цели, хоризонти и способност за поемане на риск.

Това изследване е насочено към инвеститори, които могат да осмислят подробно и да приемат потенциалните рискове от инвестиране в ценните книжа на емитента.

Евро-финанс препоръчва на инвеститорите да направят самостоятелна оценка на инвестициите и ги насърчава да търсят услугите на независими финансови консултанти.

Този документ не може да бъде разглеждан като предоставяне на инвестиционна услуга по смисъла на член 5, ал. 2 от Закона за пазарите на финансови инструменти.

Инвестирането в публични дружества е свързано с висока степен на риск, като например, промените във валутните курсове могат да имат обратен ефект върху промените в стойността на инвестицията, развитието на цената или върху приходи произтичащи от ценните книжа.

Ликвидността на ценните книжа на определени компании може да бъде понякога по-ниска и цената им да бъде с по-висока степен на променливост от тези на други компании.

ЕВРО-ФИНАНС, неговите директори и служители и всички свързани с тях лица имат или могат да имат несъществени

позиции в разглежданите ценни книжа (или в свързана с тях инвестиция), могат от време на време да увеличават или намаляват позицията, да се разпореждат с ценните книжа, както и да сключват сделки, които не са в съответствие с изводите в настоящия анализ.

Никой от служителите в ЕВРО-ФИНАНС, не е служител или директор в представеното в това изследване дружество.

Към датата на изготвяне на настоящото изследване ЕВРО-ФИНАНС не притежават 5 или повече от 5 процента от акциите на разглежданата компания.

Това инвестиционно изследване или част от него не е и няма да бъдат разглеждано съвместно или представени на компанията – обект на фирмения профил, преди неговото публикуване.

Този фирмен профил /анализ/ или част от него не са подготвени въз основа на договор с емитента и няма да бъдат представени на компанията – обект на фирмения профил, преди неговото публикуване.

ЕВРО-ФИНАНС не е "market maker" на настоящите ценни книжа.

ЕВРО-ФИНАНС и «Каолин» АД е няма сключен страна по договор с емитента относно за предоставяне на инвестиционни услуги и дейности.

Евро-финанс АД е изготвил и прилага организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликти на интереси при изготвяне на препоръки в съответствие с Политиката за третиране на конфликти на интереси, установена в Правилата за вътрешната организация и вътрешния контрол на Евро-финанс АД (в сила от 2 април 2008 г.)

Източници на информация:

Използваната информация за подготовка на настоящото изследване е взета от финансовите отчети на дружеството и приложенията към тях, които могат да бъдат намерени на интернет страниците на „Българска фондова борса – София“ АД - www.bse-sofia.bg, Комисията за финансов надзор - www.fsc.bg, финансово-информационна агенция „Екстри нюз“ – www.x3news.com и тази на дружеството обект на изследването, отбелязана на титулната страница.

При изготвянето на настоящото изследване ЕВРО-ФИНАНС е използвал информация от публично разпространени източници.

Настоящият фирмен профил ще бъде поместен в сайта на Евро-финанс АД - www.euro-fin.com за срок не по-малко от един месец след датата на първоначалното му публикуване.

За контакти:

www.euro-fin.com

research@euro-fin.com

Tel: +359 2 980 56 57

Fax: +359 2 981 14 96

Mail: **София-1463, България**

бул. „Патриарх Евтимий“ № 84

SWIFT EUFCBGSF