

„ЕТРОПАЛ“ АД

Ивайло Чолаков, водещ финансов анализатор
i.cholakov@bcra-bg.com

Радостина Стаменова, икономически анализатор
stamenova@bcra-bg.com

Калина Димитрова, икономически анализатор
k.dimitrova@bcra-bg.com

КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ*	Преглед	Преглед
Дата на Рейтингов комитет:	09.08.2017	26.09.2018
Дата на публикуване:	10.08.2017	28.09.2018
Дългосрочен рейтинг :	BB	BB
Перспектива :	стабилна	стабилна
Краткосрочен рейтинг :	B	B
Дългосрочен рейтинг по национална скала:	BBB (BG)	BBB (BG)
Перспектива:	стабилна	стабилна
Краткосрочен рейтинг по национална скала:	A-2 (BG)	A-2 (BG)

* За да се запознаете с пълната рейтингова история, моля, вижте таблицата в края на документа.

БАКР – АГЕНЦИЯ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ АД е третата пълноправна рейтингова агенция в ЕС, регистрирана съгласно Регламент № 1060/2009 на Европейския Парламент и на Съвета. Присъдените от БАКР кредитни рейтинги важат в целия ЕС и са изцяло равнопоставени с тези на останалите признати от Европейския орган за ценни книжа и пазари агенции, без териториални или други ограничения.

Във връзка с извършен годишен преглед на дейността на „Етропал“ АД, „БАКР – Агенция за кредитен рейтинг“ (БАКР) взе решение за **запазване** на присъдените на дружеството рейтинги, както следва:

- Дългосрочен кредитен рейтинг: **BB**, краткосрочен кредитен рейтинг: **B**;
- Дългосрочен рейтинг по национална скала: **BBB (BG)**, краткосрочен рейтинг по национална скала: **A-2 (BG)**;
- **запазва** „стабилна“ перспективата по кредитните рейтинги;


При оценката на „Етропал“ АД са взети предвид формираното подобрение на резултатите от дейността през последната година (като пряк резултат от повишаване на приходите от продажби), протекло при подобрение в структурата на пасива. Отрицателно влияние върху дружеството продължава да оказва високия размер на вземанията и риска за събираемостта на част от тях.

Използвана е официално приетата от БАКР методология за изготвяне на кредитен доклад и присъждане на корпоративен кредитен рейтинг - https://www.bcra-bg.com/files/Corporate_Methodology_2016_bg.pdf

За изработването на кредитния доклад и присъждането на кредитен рейтинг е използвана информация от оценяваното дружество, Национален Статистически Институт, БНБ, база данни на БАКР, консултанти и други източници на публична информация.

Политическата обстановка в България се запазва стабилна. През 2017г. **икономиката на страната** бележи реален ръст от 3.6% (3.9% през 2016г.), като основен двигател на растежа на БВП е вътрешното търсене. Ръстът на крайното потребление се ускорява до 4.5% на годишна база, като положителна динамика се наблюдава както в частните, така и в правителствените разходи. Подкрепено от продължаващото нарастване на доходите и увеличение на заетостта, потреблението на домакинствата бележи ръст от 4.8%. Положителен принос към растежа на икономиката е отчетен и по линия на инвестициите в основен капитал – 3.8% (след регистрирания спад от 6.6% през 2016г.). Нетният износ има отрицателен принос към нарастването на БВП на страната през 2017г.

Към края на 2017г. международните **резерви на БНБ** възлизат на 23 662 млн. евро. (46.9%

	<p>КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ „ЕТРОПАЛ“ АД Дългосрочен / краткосрочен кредитен рейтинг: BB / B (перспектива: стабилна) Дългосрочен/ краткосрочен рейтинг по национална скала: BBB (BG) / A-2 (BG) (перспектива: стабилна) септември 2018г.</p>
<p>Евлоги Георгиев 95, ет. 1 гр. София 1142</p>	<p>тел.: (+359-2) 987 6363 www.bcra-bg.com</p>

от БВП), което е солиден буфер, който централната банка използва, за да гарантира стабилността на валутния борд и да предпазва от евентуални външни шокове.

През 2017г. притокът на **преки чуждестранни инвестиции** продължава да се понижава до 1.9% от БВП (с номинален спад от 12% спрямо 2016г.).

Данните за **трудовия пазар** през 2017г. отбелязват рекордно високи показатели за икономическата активност и заетостта на населението. Възходящ остава и трендът при доходите от труд. Коефициентът на безработица достига близо до предкризисните си нива (5.7% за последното тримесечие на 2017г.).

Ценовото равнище в България (измерено чрез средногодишния ХИПЦ), продължава плавно да се покачва. За периода септември 2017г. – март 2018г. инфлацията достига 1.4%, като през първите три месеца на 2018г. по-съществен принос за формирането ѝ имат ускореното нарастване на цените на услугите и повишението на административните цени, докато влиянието на международните цени отслабва. Вътрешните фактори, които също благоприятстват нарастването на ценовия индекс, са ръстът на доходите и потреблението на домакинствата.

Нарастващата икономическа активност през последните години осигурява подобрене в състоянието на **публичните финанси на страната**. След като през 2016г. балансът по Консолидираната фискална програма (КФП) отчете излишък, през 2017г. тази тенденция е затвърдена и бюджетният баланс за втора поредна година е положителен. Салдото по КФП за 2017г. е в размер на 846 млн. лв. (0.9% от БВП) и се формира, както от излишък по националния бюджет, така и от излишък по европейските средства. Заложена първоначално бюджетна цел за 2017г. бе дефицит в размер на 1.4% от БВП, тоест салдото отчита подобрене с 2.3 п.п. спрямо прогнозата.

Целта за дефицита по КФП за 2018г. е 1% от БВП. Правителството заявява намерение за продължаване на политиката за постепенна консолидация и в актуализираната средносрочна бюджетна прогноза залага цел за

дефицита през 2019г. в размер на 0.5% от БВП и достигане на балансиран бюджет през 2020г.

Нивото на **държавния дълг**, представено като съотношение „държавен дълг / БВП“, спада до 23.9% в края на 2017г. (27.4% в края на 2016г.). Страната остава с ниво на дълга значително по-ниско от максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергенция от 60%. В сравнителен план със страните-членки, България запазва третата си позиция по най-ниско ниво на държавна задлъжнялост, като пред нея се нареждат само Естония и Люксембург.

Банковата система на страната остава стабилна, като се характеризира с продължаващо нарастване на активите, при поддържан в последните две години ръст в кредитирането и нарастване на привлечените средства под форма на депозити. Запазват са високите нива на капиталова адекватност и ликвидност, при подобряване качеството на активите, в т.ч. свиване на необслужваните експозиции до 10.2% в края на 2017г. (12.9% в края на 2016г.).

Секторът, в който оперира дружеството отчита задържане на приходите от продажби (и дори лек спад в последната година от анализа), при формирано повишение на общия положителен нетен финансов резултат. Обвързаността на сектора с държавните здравни заведения в страната, които продължават да изпитват сериозни финансови затруднения е висока и като логичен за бизнеса ход се явява търсенето на външни пазари за реализация на продукцията. Последното, увеличава валутния риск и налага по-внимателно определяне на условията по търговските договори. В края на периода 2012-2016г. (последни потвърдени данни НСИ) дружествата от сектора отбелязват значително нарастване на вземанията от клиенти (18.4%), което следва да се разглежда и като индикатор за влошена събираемост и общи затруднения за бизнеса.

Материалната база на предприятията в сектора отчита свиване (4.6%) в последната година от анализа, след постоянно, трайно нарастване в предходните четири години. В края на анализирания период, в общата стойност на *Текущите активи* не се отчита

почти никакво изменение, което може да се приема и като индикатор за моментно насищане на намеренията за разрастване на дейността в сектора. Наблюдава се и задържане на цените за основни суровини и материали (след период на някои значителни намаления - петрол и деривативни негови продукти, стомана и т.н.), в резултат на което облекчението в разходите за суровини на производствените предприятия от сектора, влияещо положително в предходен краткосрочен период, може да се окаже също изчерпано.

Задлъжнялостта в сектора (основно към доставчици) продължава да се покачва, като и тук е формирано известно забавяне в тренда (ръст от 4.0% за 2016г., след 20.5% за 2015г. и 80.0% за 2014г.). Дългосрочните задължения продължават да превъзхождат значително краткосрочните, поддържайки по-ниско ниво на ликвиден риск. Финансовата 2016г. е и първата година с отчетено намаление на задълженията към финансови предприятия, които остават със значително по-ниски размери спрямо тези към доставчиците.

Участниците в сектора генерират приходите си основно от продажба на продукцията и в по-малка степен от продажби на стоки и услуги. Финансовите приходи и разходи представляват незначителна част във финансовите потоци на предприятията в сектора.

В периода на преглед на кредитният рейтинг не са настъпили промени в правния статут и организационна структура на **„Етропал“ АД**. Дружеството функционира от 1976г., като от 1986г. произвежда системи за хемодиализа, запазвайки и до момента монополната си позиция на единствено българско предприятие произвеждащо консумативи за хемодиализа – системи за хемодиализа, хемодиализатори и фистулни игли. Предметът на дейност на дружеството е „Научно-изследователска, експериментална и развойна дейност в областта на ортопедията и травматологията, производство на ендопротези и имплантанти, специални биокерамични материали и сплави за медицински нужди, специален хирургически инструментариум, остеосинтезни средства, производство на спринцовки за еднократна употреба, хемодиализатори и хемолинии,

медицински материали за еднократна употреба“.

Акционерният капитал на компанията е без промяна за разглеждания период - в размер на 5 000 хил. лв., разпределени в 5 000 000 броя обикновени, безналични, поименни, свободен прехвърляеми акции, всяка с номинал 1 лв, които се търгуват на Българска Фондова Борса, сегмент Standard, борсов код 5EO. Мажоритарен собственик на дружеството е „Синтетика“ АД (51.01%).

Акционерна структура на „Етропал“ АД:

Акционер – дял от капитала (%)	30.06.2018
Синтетика АД	51.01%
УПФ Бъдеще	6.96%
Евроинс Румъния С.А.	9.91%
УПФ и ППФ Топлина (общо)	11.55%
Други физически и юридически лица	20.57%


Няма промяна в управлението на „Етропал“ АД – осъществявано от Съвет на директорите в състав: Иван Петков, инж. Пламен Патев (който е и Изп.Директор) и инж. Николай Пенчев.

Структурата на приходите остава доминирана от приходите от продажба на продукцията (основно диализатори и хемолинии) – но с намаляващ до 68% дял (77% за 2016г.), за сметка нарастване на приходите от услуги - от дейност по изработка „на ишлеме“ и дейност по стерилизация и опаковане на изделия.

Дружеството поддържа производство „на ишлеме“ за LCH – Франция (лидер в областта на еднократните медицински изделия и продукти), а от началото на 2018г. произвежда кръвни линии за хемодиализа за италианската FM ALLBRIGHT S.R.L. (водещ европейски производител за този тип изделия). Делът на износа се задържа около 60-70%.

Конкурентните дружества на местен и външни пазари са представители на утвърдени световни производители (Fresenius, Gambro, Nipro), като силен се запазва и конкурентният натиск от страна на производители/търговци на по-евтини продукти от Китай и Индонезия, оказващ сериозно влияние върху ценовата политика на предприятието на по-слабо платежоспособните пазари.

В клиентската структура на „Етропал“ АД не се наблюдава значителна концентрация, но

	<p>КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ „ЕТРОПАЛ“ АД Дългосрочен / краткосрочен кредитен рейтинг: BB / B (перспектива: стабилна) Дългосрочен/ краткосрочен рейтинг по национална скала: BBB (BG) / A-2 (BG) (перспектива: стабилна) септември 2018г.</p>
<p>Евлоги Георгиев 95, ет. 1 гр. София 1142</p>	<p>тел.: (+359-2) 987 6363 www.bcra-bg.com</p>

дружеството се характеризира със сравнително голям период на събиране на вземанията от клиенти и наличие на значителен размер на просрочени вземания. През периода на преглед, като несъбираеми са отписани вземания в размер на 119 хил. лв. (0 лв. за предходен). Делът на вземанията в чужда валута (различна от евро) се запазва нисък (под 4%).

Характерът на дейността на „Етропал“ АД е предпоставка за наличието на концентрация и при **доставчиците**, която се запазва и през периода на преглед, при формирано намаление в обема на задълженията към доставчици с 20.1%. Това, съчетано с отчетеното увеличение на приходите, довежда до значимо подобрене в показателя срок за погасяване на задълженията към доставчици в дни.

В периода на актуализация на кредитния рейтинг предприятието отчита намаление в общата стойност на **актива**, формирано в най-голяма степен от понижаването в балансовата стойност на притежаваните машини, оборудване, транспортна техника и компютърно оборудване, което не се компенсира от придобитите активи в резултат на изпълнените инвестиции в подобряване на сградния фонд и закупуване на спомагателно производствено оборудване. Запазена е структурата на дълготрайните материални активи.

В частта на **пасива**, основните промени за „Етропал“ АД през анализирания период са свързани с намалението на задължения по банкови заеми, протекло при превишаващото ги нарастване в задължения към предприятието-майка („Синтетика“ АД), което при запазените нива на показателите за ликвидност, може да се приема и за подобрене в способността за разплащане. Общата **задлъжнялост** остава без изменение и поддържа относително еднаква стойност в трета поредна година.

Кредитните експозиции на дружеството са рефинансирани при договорени по-добри условия за кредитополучателя.

През 2017г. е отчетен общ ръст в нетните **приходи от продажби** (на консолидирана основа) с 10.4%, като позитивната им посока на промяна е подкрепена и от данните за полугодieto на 2018г., когато е отчетен ръст в техния размер с 23.5% (спрямо полугодieto на предходната година). Това се отразява позитивно на нетния финансов резултат, а оперативният резултат за 2017г. достига до стойност от 420 хил. лв., при 251 хил. лв. за предходната година. Разходите се увеличават с 8.2% - изоставайки спрямо ръста в приходите, като се запазват тенденциите на намаление на разходите за персонал (но с вече минималните 1.2%) и разходите за суровини и материали (с 9.3%).

Подобреният финансов резултат се отразява благоприятно на показателите за **рентабилност**. Силно негативно влияние върху тези за **ефективност**, продължава да оказва дългия период на събиране на вземанията, съчетан с протичащо значително общо увеличение в размера им, независимо от извършеното в анализирания период отписване на несъбираеми такива. Съотношението на **оперативен резултат спрямо разходи за лихви** нараства до ниво над единица, а съотношението **EBITDA / разходи за лихви** нараства до 3.80, спрямо поддържаното средно за предходни три години ниво от 2.74.

Изготвената от БАКР **финансова прогноза** за състоянието на дружеството за тригодишен период показва, че „Етропал“ АД ще се може да поддържа **задоволителна кредитоспособност** в краткосрочен и средносрочен план.

КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ
„ЕТРОПАЛ“ АД

Дългосрочен / краткосрочен кредитен рейтинг:

BB / B (перспектива: **стабилна**)

Дългосрочен / краткосрочен рейтинг по национална скала:

BBB (BG) / A-2 (BG) (перспектива: **стабилна**)

септември 2018г.
Евлоги Георгиев 95, ет. 1
 гр. София 1142

тел.: (+359-2) 987 6363
www.bcra-bg.com
Основни финансови данни:
На консолидирана база

Показател	2017	2016	2015	2014	2013
Активи	12 518	12 431	13 166	12 936	14 266
Приходи от дейността	7 410	6 711	7 917	8 821	8 431
Оперативен резултат	420	251	318	424	332
Нетен финансов резултат	60	-11	14	30	-172
ЕБИТДА	875	913	983	1 023	906
Нетна рентабилност	0.66%	-0.09%	0.18%	0.34%	-1.99%
Текуща ликвидност	1.17	1.20	1.24	1.27	0.98
Бърза ликвидност	0.75	0.67	0.80	0.79	0.69
Ливъридж (обща задлъжнялост)	0.56	0.56	0.59	0.59	0.62
ЕБИТДА / разходи за лихви	3.80	3.07	2.68	2.46	1.78

Кредитна история

КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ	Мониторинг	Преглед	Преглед
Дата на Рейтингов комитет:	06.01.2017	09.08.2017	26.09.2018
Дата на публикуване:	11.01.2017	10.08.2017	28.09.2018
Дългосрочен рейтинг:	BB+	BB	BB
Перспектива:	<i>стабилна</i>	<i>стабилна</i>	<i>стабилна</i>
Краткосрочен рейтинг:	B	B	B
Дългосрочен рейтинг по национална скала	BBB+ (BG)	BBB (BG)	BBB (BG)
Перспектива:	<i>стабилна</i>	<i>стабилна</i>	<i>стабилна</i>
Краткосрочен рейтинг по национална скала	A-2 (BG)	A-2 (BG)	A-2 (BG)

КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ	Първоначален рейтинг
Дата на Рейтингов комитет:	30.06.2016
Дата на публикуване:	01.07.2016
Дългосрочен рейтинг:	BB+
Перспектива:	<i>стабилна</i>
Краткосрочен рейтинг:	B