

Препоръка	Предходна	От дата	52-седм. цел
Неутрална	Позитивна	17 септември 2009	11.43 лв.

Енемона

Бизнес описание

Енемона е водеща българска инженерингова компания, основана през 1990 г. Дейността на компанията включва:

- инженеринг и управление на проекти
- проектиране
- цялостно изграждане на обекти
- монтажни дейности
- строителни дейности
- проектиране и изграждане на енергийни и енергоспестяващи съоръжения
- енергийна ефективност

Компанията е лидер на пазара на енергийна ефективност, базиран на ЕСКО модела и няма съществен конкурент в сектора на вътрешния пазар. Едновременно с това през 2007 г. ЕСКО моделът е развит и успешно адаптиран за приложение в индустрията. Енемона притежава контролен пакет акции в няколко компании, които оперират в сфера, извън основната ѝ.

Текуща пазарна ситуация

Акцията на Енемона (**Е4А**) остана под натиск от октомври 2009. Позицията се установи на нива под 10.00 лв. и няма видими признаци за обрат. Търгуваните обеми са незначителни дори на фона на слабата активност на пазара. Инвеститорите очакват резултата от увеличението на капитала, въпреки че емисията варианти привлече сериозен интерес. Консолидираните резултати за 2009 г. също ще дадат отражение върху търговията с Енемона. Коефициентите на компанията са сред най-атрактивните в SOFIX и нетната печалба не е формирана от операции с ценни книжа. Основен риск за цената е емисията привилегировани акции, която ще абсорбира търсенето.



Финансова ситуация

Компанията отчете по-висока нетна печалба за първите девет месеца на годината на годишна база. Консолидираните приходи се повишиха с 66%. Деветмесечните резултати на компанията са близки до очакванията за цялата 2009 г. Строителството формира основната част от нетната печалба, но компанията предвижда дейностите по енергетиката и енергийната ефективност да допринасят най-много към финансовия резултат към 2012 г.

Показатели за оценка

Enterprise Value	172 364 200
Доход от дивиденди	-
Текущ P/E (ttm)	7.09
Прогнозиран P/E (2007)	7.43
PEG Ratio (5yr expected)	-
Цена/Продажби (ttm)	0.59
Цена/Счетоводна стойност (mrq)	1.18
Enterprise Value/Приходи (ttm)	0.90
Enterprise Value/EBITDA (ttm)	6.11

Рентабилност и растеж

Възвръщаемост на капитала	22.2%
Възвръщаемост на собств. капитал	16.6%
Възвръщаемост на активите	7.3%
EBITDA Margin	14.8%
Норма на Нетна печалба	8.3%
Ръст на приходите	66%
Ръст на печалбата на акция	21%
Ръст на капитала	17.6%
Ръст на активите	28%

Бизнес модел

Основната дейност на Енемона е строителството, което формира 51% от консолидираните приходи за 2009 г. ЕСКО договорите са вторият по големина източник на приходи с 46% дял. Сред услугите, които компанията предлага са оценката и изпълнението на енергийно-ефективни проекти и ангажимент за постигане на сигурен резултат. Енемона е най-голямата и най-опитна компания, която реализира тези договори в България и има уникален опит в тази област, която се очаква да се доразвие в бъдеще.



Източник: Енемона

Дъщерни дружества

Търговията с електроенергия увеличава дела си в консолидираните приходи на Енемона. Енемона Ютилитис – едно от 100% притежаваните дружества на компанията, се занимава основно с електроенергия и природен газ. Този сегмент е най-бързо разрастващия се в структурата на Енемона и ще продължи да поддържа ръста на продажбите. Други дъщерни дружества също работят в сектора, като изграждат инфраструктурата за търговия с природен газ.

Енемона е мажоритарен собственик на две финансови компании. Фонд за инвестиции в недвижими имоти (ФЕНИ) АДСИЦ и Фонд за енергетика и енергийни икономии (ФЕЕИ) АДСИЦ са публични компании, но са слабо ликвидни. АДСИЦ инвестират в офис сгради и земя. ФЕЕИ секюритизира вземания и повечето от договорите за 2008 г. са с Енемона. Това дъщерно дружество финансира основно ЕСКО договорите на компанията.

Основни дъщерни дружества

Енемона Ютилитис

Компанията е 100% собственост на Енемона. Създадена е през 2005 г. Енемона Ютилитис търгува с електроенергия, включително от производители в чужбина, когато цените са по-добри. Компанията купува електричество от големите български централи и продава на местните индустриални компании, включително публично търгуваните Монбат, Биовет и Фазерлес или чуждестранни потребители от Сърбия и Гърция.

Основна цел на Енемона Ютилитис е да стане основен участник на пазара на търговия на електричество и природен газ след либерализирането на енергийния пазар в средата на 2007 г. Приходите скочиха до 28.37 млн. лв. през 2008 г. от 8.96 млн. лв. през предходната година. Нетната печалба нарасна почти три пъти до 1.74 млн. лв. Енемона Ютилитис очаква да увеличи приходите си от природен газ (1.12% от общото за 2008 г) след привличане на

	Процент от капитала	Приходи 2008
Енемона Ютилитис	100.00%	28 369 000
Енемона Гълъбово	91.11%	12 719 000
Енергомонтаж комплекс	77.36%	10 204 000
Агро инвест инженеринг	99.98%	4 124 000
ЕСКО инженеринг	99.00%	680 000
ФЕЕИ АДСИЦ	69.23%	607 000
ФЕНИ АДСИЦ	60.80%	236 000
Хемус газ	50.00%	80 000
ТЕЦ Никопол	100.00%	5 000
Ботуня енерджи	0.00%	0
Нео Агро тех	90.00%	0
Неврокоп газ	90.00%	0
Пиринпауър	84.00%	0
Солар енерджи	80.00%	0

Източник: Енемона

Неврокоп Газ

нови клиенти и завършване на строителството на станциите за компресиране, които са връзка към градовете без доставка на газ. Енемона притежава 90% от капитала на фирмата. Основната дейност на Неврокоп Газ включва изграждането на инсталациите в гр. Гоце Делчев. Компанията ще доставя компресиран газ на всички административни и индустриални градове, който ще бъде транспортиран от газопровод на Булгартрансгаз.

Хемус Газ

Компанията е 50% собственост на Енемона. Дружеството планира да изгради оборудване за природен газ, за да подsigури доставките до Ботевград, Етрополе и Правец. Газта също ще бъде компресирана и транспортирана. Максималният капацитет на проекта е 40 млн. кубични метра годишно, а очакваният е 18 млн. кубични метра газ.

Енемона - Гълъбово

Основната дейност на компанията включва строителство на инфраструктурни енергийни проекти. Дружеството няма дългосрочни задължения, а проектите ѝ са финансирани с капитал или от външни източници на финансиране. Договорите от последните години осигуриха приходи от продажби и услуги за над 12 млн. лв. Нетната печалба за периода беше 1.12 млн. лв. Компанията е приемник на всички дейности на Енемона в рамките на ТЕЦ Марица Изток.

Енергомонтаж комп-лект (ЕМКО)

Дружеството се специализира в разработването на нестандартни метални конструкции. ЕМКО е сертифициран по ISO 9001:2000. Основен клиент са ТЕЦ Марица Изток 1 и 2 като подизпълнители на Алстом. Компанията успешно е участвала в над 50 проекта в 20 страни, включително ТЕЦ Василикос в Кипър. Производствената база на ЕМКО е разположена в строителната част на АЕЦ Белене. ЕМКО почти удвои нетната си печалба за 2007 г. на 1.2 млн. лв. Това е следствие на намаляване на разходите и по-високата цена на продукцията на фирмата. Компанията е уязвима на промяната в цените на суровините и платежоспособността на доставчиците ѝ.

ЕСКО инженеринг

ЕСКО консултира, създава и изгражда отоплителни и охладителни системи от възобновяеми енергийни източници. Приходите ѝ през 2008 г. намаляват до 680 000 лв. от 953 000 лв. през предходната година.

Агро инвест инженеринг

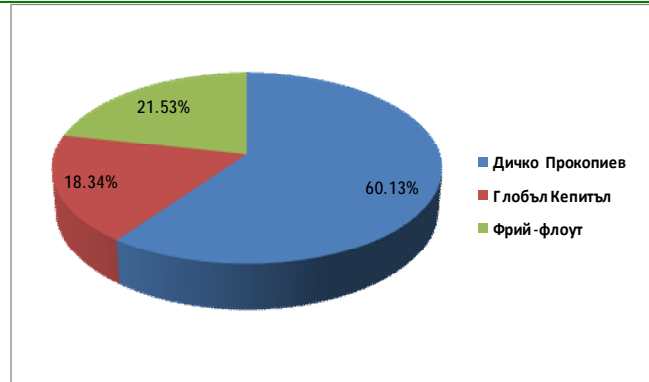
Компанията е ориентирана към селско-стопанския сектор - от закупуването на земя и специализирани машини до производството и търговията със селскостопанска продукция. Агро инвест инженеринг има планове за изграждане на силози за зърно. Финансира покупките си с банкови заеми и лизинг . Също така притежава земята от енергиен проект Ломски лигнити.

От една страна нецикличния характер на дейността на фирмата я прави устойчива на глобалната криза. От друга, Агро инвест инженеринг е зависима от резки климатични промени. Компанията притежава 53.19% от Ломско пиво.

Собственост

Енемона е частна компания с мажоритарен собственик. Председателят на борда на директорите и изпълнителен директор на Енемона притежава 60% от капитала и 96% от капитала на другия голям акционер – Глобъл Кепитъл.

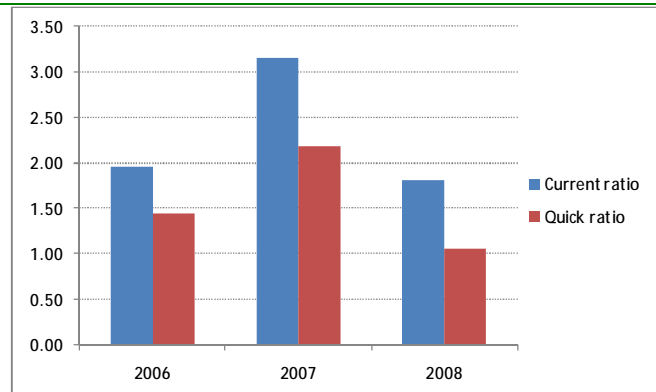
Фрий-флоутът е почти по равно разделен между индивидуалните и институционалните инвеститори, респективно 43.25% и 56.75%.



Към края на 2009 г.
Източник: Енемона

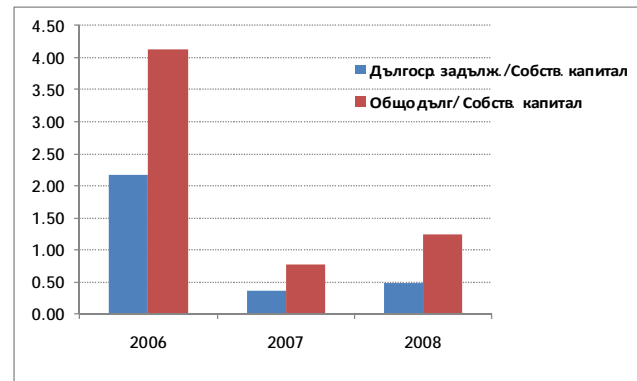
Финансова ситуация

Коефициентите за ликвидност на Енемона паднаха през 2008 г., тъй като дългът се увеличи. Компанията финансира дейностите си по разширяване с дълг, който включва краткосрочни банкови кредити и значително по-високи вземания от предишните години. Коефициентите се задържаха на нивата под тези от 2006 г. Проектите в областта на строителството в България обикновено се финансират със заеми, като компаниите поддържат високо ниво на вземанията в балансите си.



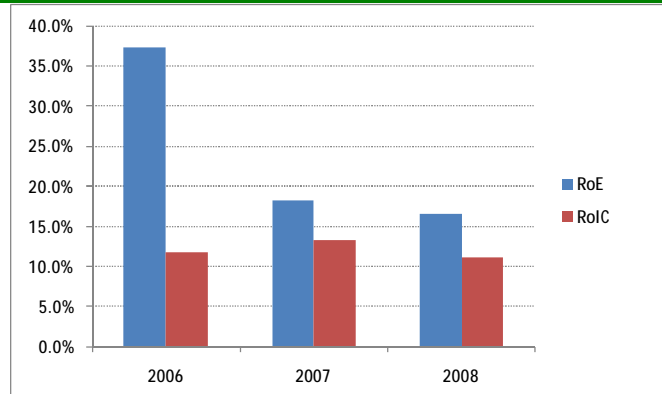
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Първичното предлагане през 2007 г. подобри съотношението дълг към капитал, тъй като частните компании обикновено поддържат минимум капитал за техните дейности. Въпреки това, Енемона е сред компонентите на SOFIX с най-високо съотношение дълг към капитал. Покритието на лихвите за 2008 г. беше 4, тъй като лихвените плащания са доста по-малко от EBITDA. Не очакваме компанията да срещне ликвидни проблеми и ще бъде в състояние да покрие текущите си задължения, но разширяването на дейността изисква допълнителен капитал.



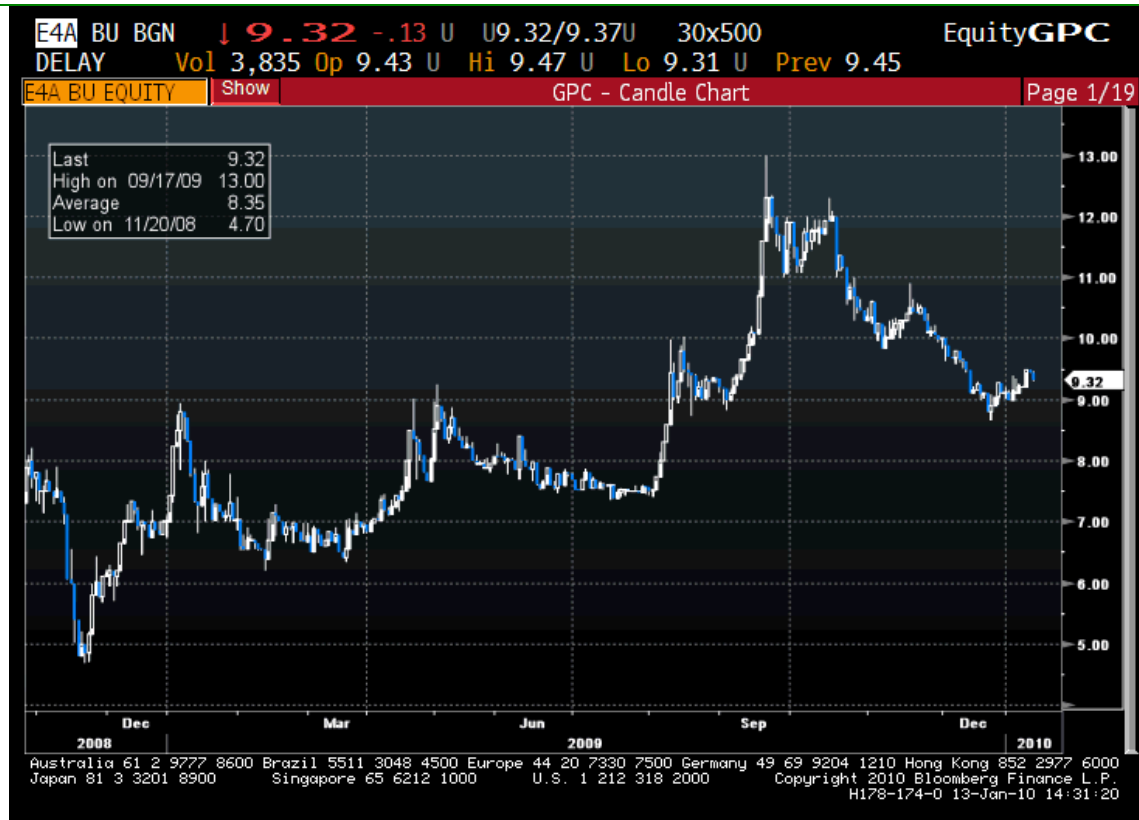
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Намалението на възвръщаемостта на капитала през 2008 г. е свързано с повишението на капитала от постепенното натрупване на неразпределената печалба. В същото време нивото на задълженията се увеличава и води до намаление на показателя възвръщаемост на инвестициите. Средната му стойност през последните три отчетни години е 12%, като показва стабилните темпове на възвръщаемост на капитала и дълга.



Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

Корпоративна история



- 16 май 2008 Енемона оповести дневния ред на общото събрание на акционерите, в което не е включено разпределяне на дивидент. Предлага се прехвърляне на вземания към дъщерното дружество ФЕЕИ АДСИЦ. Акциите на Енемона последваха краткосрочното възстановяване на капиталовия пазар, като преминаха нива над 20 лв.
- 30 юни 2008 ОСА не разпредели нетната печалба за 2007 г. като дивидент.
- 08 септември 2008 Бордът на директорите на БФБ реши да включи акциите на Енемона в основния индекс SOFIX. Цената им приключи без промяна, тъй като решението е очаквано от пазара.

06 октомври 2008	Акциите на Енемона паднаха с 16.9% за сесията, след като пазара ускори спада си след значителните загуби на международните пазари. Позицията започва да се представя по-слабо от пазара.
20 ноември 2008	Цената на акциите достигна дъно от 4.70 лв. и започва бавно да се възстановява под влияние на търсенето от местни и чуждестранни институционални инвеститори. Позицията е загубила 77% от върха си до този момент, като се представя по-добре от SOFIX.
08 януари 2009	Енемона оповести спечелването на договор с Министерството на правосъдието за строителство на административна сграда за повече от 100 млн. лв. Новината имаше слаб ефект върху търговията с акции.
27 януари 2009	Дневният ред на извънредно ОСА е публикуван. Решенията включват трансфер на вземания към дъщерното дружество ФЕЕИ АДСИЦ.
11 февруари 2009	Бордът на директорите на Енемона взе решение да увеличи капитала с емисия привилегирани акции на стойност до 30 млн. лв. Решението трябва да бъде одобрено от акционерите, като повече детайли не са публикувани.
10 март 2009	Общото събрание на акционерите взе решения по оперативни въпроси на Енемона, включително и продажбата на активи. В тях са включени допълнителни плащания на мениджмънта на компанията и назначаването на одитен комитет.
07 май 2009	Книжата на Енемона достигат връх от началото на годината до 9.25 лв., като цената им се удвоява спрямо дъното през предходната година. Пикът на цената съвпада с краткосрочен връх на целия пазар.
27 май 2009	Енемона оповестява дневния ред на годишното ОСА.
29 юни 2009	Бордът на директорите решава да емитира варанти за 5.967 милиона акции на минимална цена от 15.00 лв. и не повече от 10 години за упражняване. Новината няма влияние върху цената на акция.
30 юни 2009	ОСА взема решение да не разпределя нетната печалба за 2008 г. в размер на 8.96 млн. лв. като дивиденди. Гласуват се освен това и по-ниски бонуси на директорите спрямо предложението.
14 юли 2009	Бордът на директорите на Енемона взема решение да предостави на KBC Securities емисията привилегирани акции.
9 септември 2009	Енемона оповести параметрите на емисията варанти. Общият им брой е 5 966 800, а цената на упражняване е 18.50 лв. Емисионната стойност на вариантите е 0.17 лв.
16 октомври 2009	Бордът на директорите прие окончателните параметри на емисията привилегирани акции на Енемона. Емисионната стойност е 9.92 лв. на акция, като за всяка се гарантира 10% годишен кумулативен дивидент или 0.992 лв. на акция.

Бъдещи проекти

Енергиен проект Ломски лигнити е част от въглищното находище в Лом, което е единственото в Северна България. Доказаните резерви имат значителен енергиен потенциал. Освен това въглищата имат по-ниско ниво на сяра от лигнитните находища в Марица Изток и ще са по-ефективни при производството на електричество. Енемона вече има резултатите от изгарянето на 50 тона въглища на водеща лаборатория в САЩ, която е оценила качествата им и възможностите за най-ефективно изгаряне от ТЕЦ. Компанията притежава част от земята на находището и за площадката на бъдещата централа. Финалната фаза по строителството ще се осъществява с помощта на стратегически партньори. Мащабът на проекта е много по-голям отколкото възможностите на Енемона да го осъществи с дългово финансиране. Той включва мина за открит добив на 4-6 милиона тона годишно и строителството на ТЕЦ с инсталиран капацитет от 400-600 MW.

Бъдещи проекти в развитие

Енергиен проект Ломски лигнити	ТЕЦ Никопол	Виртуални газопроводи
14% от резервите на въглища в България	Планиран капацитет на централата - 18 MW	Инвестиции на стойност 4.6 млн. евро
Изграждане на 400-600 MW централа	Проектът ще започне през април 2010 г. и се очаква да приключи през 2012 г.	Двата газопровода са с приблизителен трансфер от 2.6 млн. куб. м.
Около 640 млн. евро инвестиции в мината	Около 50 млн. евро инвестиции за изграждането	Енемона предвижда изграждането на още 2 газопровода
Около 720 млн. евро инвестиции в централата	Приблизителен CapEx за следващите две години – 15 млн. евро	От 01 декември 2009 г. Енемона изнася компресиран газ за Република Македония
Делойт България е консултант по привличане на стратегически инвеститор		Приблизителен CapEx за следващата година – 4 млн. евро
Планирани инвестиции до 2012 г. - 15 млн. евро		Планирани инвестиции до 2012 г. - 5 млн. евро

До 2012 г. компанията предвижда инвестиции от 107 млн. евро в текущите си проекти, включително по програмите за околна среда на ЕС и оперативен капитал. Средствата, набрани от привилегированите акции и упражняването на варантите ще бъдат използвани за тези инвестиции. По-голямата част от него ще се насочи към ТЕЦ Никопол.

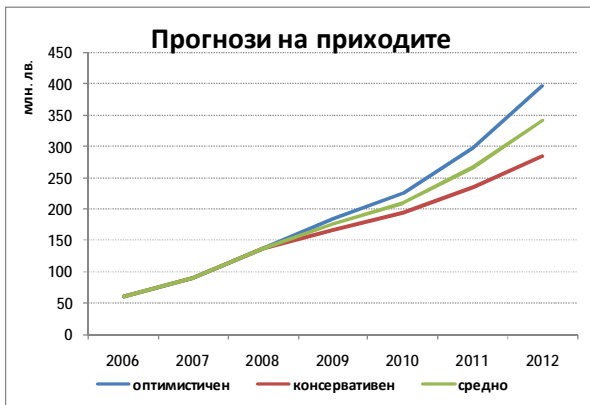
Големи енергийни проекти в България

АЕЦ Козлодуй	АЕЦ Белене	ТЕЦ Марица Изток
Инсталиран капацитет - 2000 MW	Бъдещ капацитет - 2000 MW	Инсталиран капацитет- 2490 MW
Очакван обем на изпълнение на Енемона - 25%	Очакван обем на изпълнение на Енемона - 20%	Очакван обем на изпълнение на Енемона - 20%
Енемона участва в: -реконструкция и модернизация -изваждане от употреба на старите блокове -годишна поддръжка	Енемона инвестира в разширяване на площадката, за да може да посрещне бъдещите нужди на централата	Енемона е: -основен подизпълнител на обновяването на блокове от 1 до 4 на Марица Изток 2 -поддръжка на Марица Изток 3
Енемона е подизпълнител на изграждането на специализиран участък, което ще позволи по-дългата експлоатация на 3-ти 4-ти блок	Обща стойност на услугите, които трябва да се извършат през следващите 10 години - 2 млрд. лв. (само български компании)	През 2010 в експлоатация ще бъдат въведени още две звена с капацитет допълнително 630 MW и 600 MW
Обща стойност на услугите, които трябва да се извършат през следващите 5 години - 100 млн. евро		Обща стойност на услугите, които трябва да се извършат през следващите 3 години - 1.2 млрд. евро

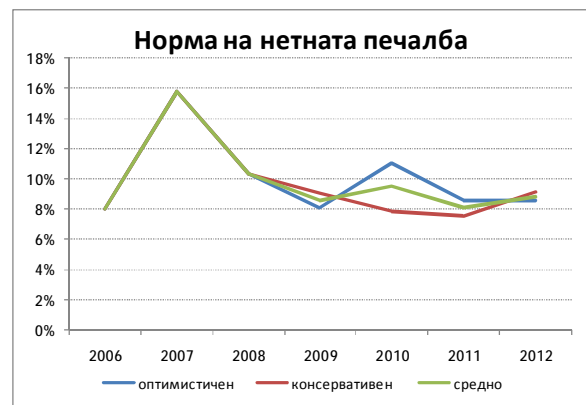
Прогнози

Прогнозите за следващите 3 години и очакванията за 2009 г. на мениджмънта на Енемона са представени в два сценария. Основната разлика между консервативния и оптимистичния сценарий е продажбата на дъщерното дружество Ломско пиво. Ръстът на продажбите при консервативния сценарий е по-нисък. Прогнозите на Енемона подценяват финансовия резултат, откакто компанията стана публична. За да изключим сложността от разглеждането на два сценария и предположенията за тяхната вероятност в DCF модела, ще използваме средната стойност на продажбите за следващите три години и нормата на печалба за десет години.

Нормата на нетната печалба и в двата случая се стабилизира на 8% през 2011 г. и 2012 г. По-добрият резултат в консервативния сценарий се дължи на еднократна печалба от продажбата на активи, който се включва в резултата за 2010 г. при оптимистичния сценарий. Ще използваме 8% норма на печалба в прогнозите за паричния поток.



Източник: Енемона



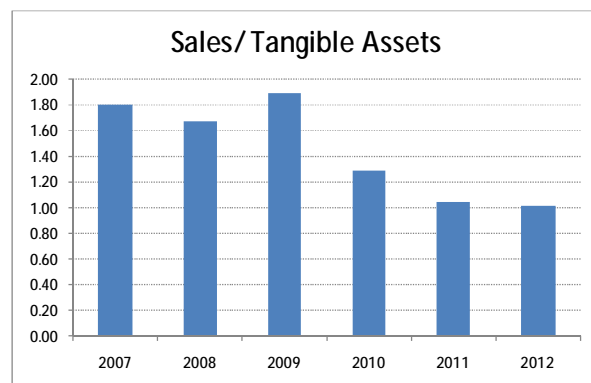
Източник: Енемона

Основен принос за ръста на приходите имат енергетиката и енергийната ефективност. Търговията с електричество вече допринася за растящите продажби, но ще се отрази в по-ниска норма на печалба. Разликата ще бъде напълно компенсирана от растящите приходи и Енемона очаква печалбата по сегменти да се удвои през 2012 г. в сравнение с 2009 г.



Прогнози според консервативния сценарий
Източник: Енемона

Прогнозираното нарастване на приходите е съществено. Средните приходи от двата сценария трябва да се увеличат с 95% през следващите три години. Нашите изчисления за края на десетата година показват 300% увеличение на продажбите. Очакваните инвестиции са 210 млн. лв. или почти два пъти повече от материалните активи на Енемона към края на 2009 г. Увеличеният капитал ще се отрази в по-ниски цени на акциите според модела на дисконтираните парични потоци. Енемона цели сътрудничество с голям инвеститор за реализирането на Енергиен проект Ломски лигнити, тъй като компанията не би могла да го реализира сама.



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Информация за акцията (БФБ код: E4A; Bloomberg код: E4A BU)

Последна цена	9.50	Пазарна капитализация	113 369 200	Диапазон за 1г.	4.70 лв.– 13.00 лв.	Среден обем	2 684
Beta	1.21	Промяна – 1 г.	-28.30%	Промяна на SOFIX	-15.80%	Промяна на BG40	-15.11%

Оценка

Оценката на Енемона е повлияна значително от очакваното увеличение на капитала с привилегировани акции и вече приключилата емисия варанти. Текущите резултати на компанията са сред най-добрите за българския пазар, както и спрямо строителните компании в Източна Европа. От друга страна, предстоящата инвестиционна програма е много амбициозна и ще има негативен ефект върху равнището на дълга на компанията и съответното увеличение на амортизацията и на лихвените разходи.

Анализ чрез коефициенти

Енемона е сред малкото български компании с нарастване на приходите и печалбата през 2009 г. Дейността ѝ е анти-циклична и отбелязва разрастване в повечето сектори. Понижението на цената подобри коефициентите на оценка.

Нашите очаквания за 2009 г. се базират на средната от прогнозите на Енемона, които са постижими според данните за първите девет месеца. Подобреното на нетната печалба в действителност е по-добро, тъй като част от резултата през 2008 г. се дължеше на еднократни приходи. EV/EBITDA се понижава поради спада на пазарната капитализация, докато дълга на компанията се увеличава през годината.

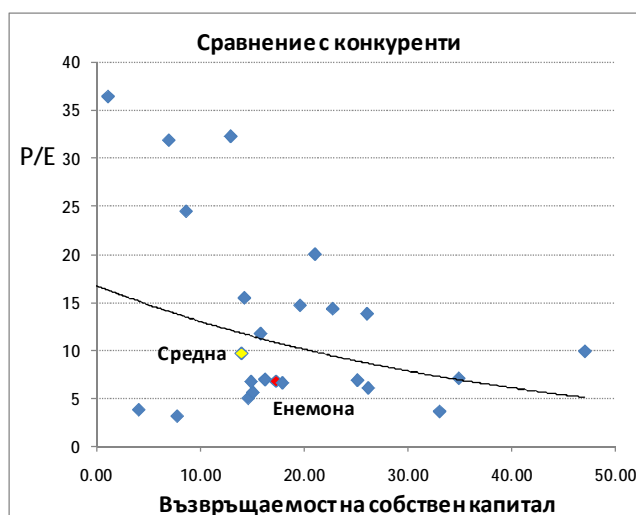
	2008	TTM	2009 (e)
Цена	9.50		
Брой акции	11 933 600		
Капитализация	113 369 200		
Нетна печалба	14 044 000	15 989 000	15 252 000
P/E	8.07	7.09	7.43
Приходи	136 247 000	192 158 000	173 049 000
P/S	0.83	0.59	0.66
Капитал	85 223 000	96 066 000	103 886 000
P/B	1.33	1.18	1.09
EV	160 874 200	173 796 232	159 006 200
EBITDA	24 349 000	28 465 000	26 131 000
EV/EBITDA	6.61	6.11	6.08
EV/Приходи	1.18	0.90	0.92

*Прогнози и изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение със сходни компании

Сравнението с компании от Източна Европа показва, че Енемона има по-добро P/E и възвръщаемост на капитала от средното. Поевтиняването на акцията я поставя сред най-добрите инвестиции в сектора. Освен това, няколко от компаниите в региона отчитат загуби и не са включени в графиката.

Показателят P/E е също атрактивен, когато се сравнява с компонентите на SOFIX и с публичните дружества в сектора на инфраструктурата. Енемона е по-малко циклична компания спрямо останалите български дружества и в това отношение носи по-малко риск за приходите и печалбите.



*Източник: Bloomberg

Сравнение със сходни компании

Подбраните компании в Източна Европа извършват основно дейности в строителството на индустриални сгради и на електроцентрали. Двете български дружества са за сравнение, въпреки че не са конкуренти с Енемона. Нашите изчисления показват по-ниски EV/EBITDA и P/E, като Енемона има съществено предимство и при двата показателя. Българската компания има по-висока норма на възвръщаемост на капитала и на активите.

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	RoE	RoA
Енемона	6.86	1.14	0.57	7.91	17.38	8.22
Средна	15.49	1.27	0.57	9.77	14.26	4.49
България						
Трейс Груп Холд	36.47	2.72	0.93	15.88	1.15	2.37
Холдинг Пътища	-	1.75	0.30	18.45	4.60	-0.79
Хърватска						
INSTITUT IGH	11.77	1.01	0.54	n/a	15.82	2.03
DALEKOVOD DD	6.77	1.18	0.27	4.30	14.90	4.83
ТЕХНИКА DD	31.92	0.91	0.23	4.02	6.98	0.57
INGRA DD	-	0.60	n/a	n/a	0.81	-
VIADUKT D.D.	3.84	0.59	0.09	0.95	4.11	3.41
LAVCEVIC DD	3.17	0.44	0.22	3.73	7.80	8.39
Естония						
AS MERKO EHITUS	5.04	0.73	0.32	14.97	14.63	7.69
AS NORDECON	14.73	1.02	0.28	n/a	19.61	2.35
Литва						
PANEVEZIO STATY	7.13	0.57	0.25	2.81	34.89	3.08
Полша						
ENERGOMONTAZ-POLNOC	7.01	1.68	0.80	5.32	16.25	16.79
ERBUD	74.63	2.54	0.61	7.14	4.82	1.30
UNIBEP	9.94	1.69	0.55	6.75	47.03	6.76
INSTAL KRAKOW	6.11	1.29	0.45	n/a	26.17	10.67
MOSTOSTAL PLOCK	6.93	1.61	0.68	n/a	25.14	15.97
MOSTOSTAL-EXPORT	3.67	0.63	0.91	n/a	33.03	10.72
MOSTOSTAL WARSZAWA	13.84	2.75	0.46	3.10	26.06	6.09
MOSTOSTAL ZABRZE	14.36	2.59	0.65	7.81	22.75	6.96
REMAK	5.65	2.04	0.33	3.12	15.08	14.85
POLNORD	24.51	0.59	2.52	57.22	8.65	1.35
PROCHEM	32.33	0.87	0.37	7.38	12.94	1.26
ABM SOLID	9.77	0.74	0.18	4.56	14.02	2.48
BUDOPOL - WROCLAW	-	1.27	0.90	25.36	5.77	-2.53
ENERGOPOL	-	1.36	0.73	n/a	-18.60	-2.46
Румъния						
CONCEFA	20.05	1.33	0.38	n/a	21.06	1.57
TRANSILVANIA CONSTRUCTII	-	0.21	0.98	2.41	7.15	-0.04
Словакия						
INZNIERSKE STAVBY AS KOSICE	6.64	1.15	0.16	0.14	17.93	3.54
Украйна						
KIYVGORSTRIY -1	-	0.92	0.84	n/a	2.9306	-3.39

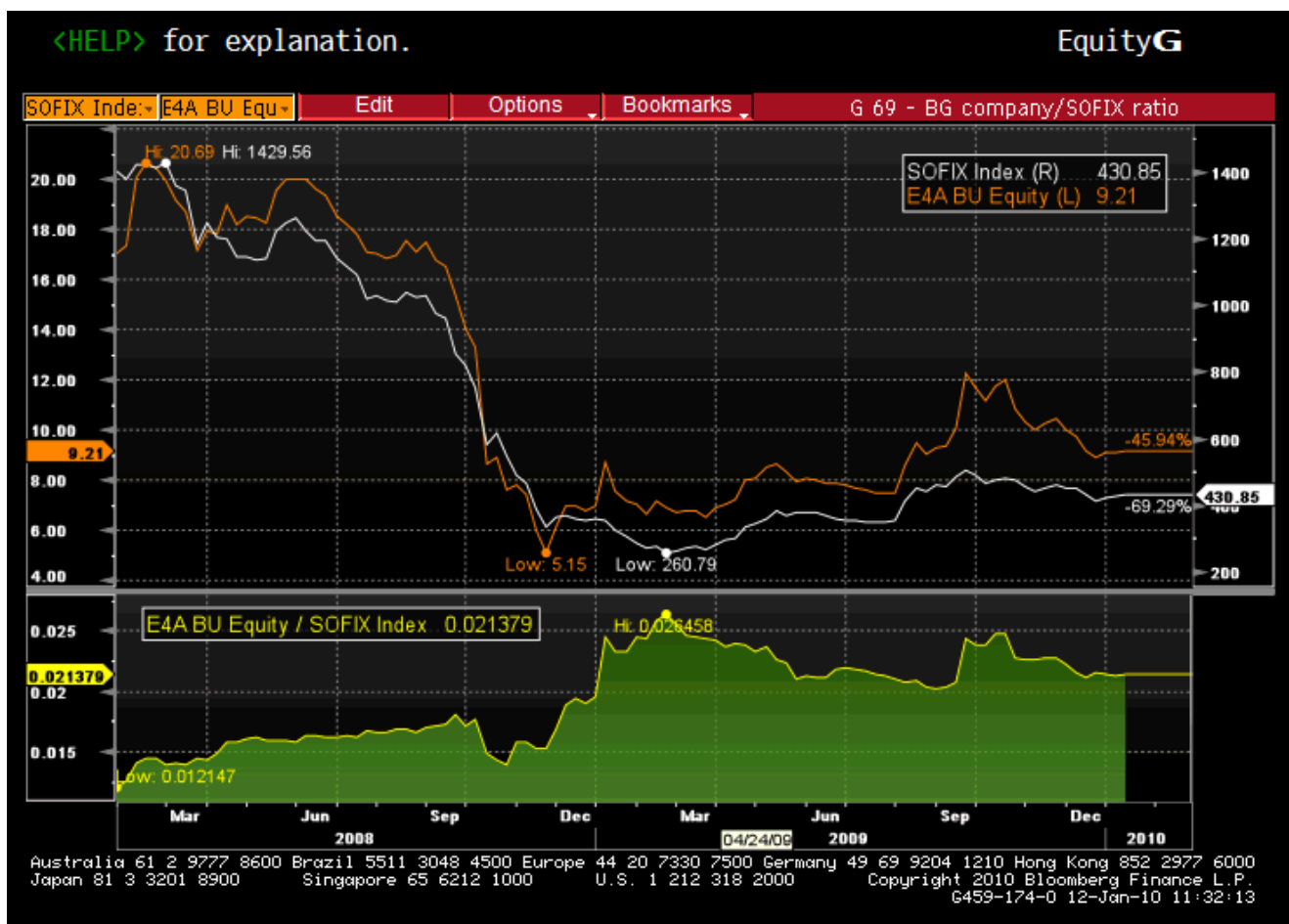
Източник: Bloomberg

Сравнение със SOFIX

Енемона се представи по-добре от индекса SOFIX през периода на спад на пазара. Акцията отчете дъното си през ноември 2008 г. и в последствие бързо се покачи, тъй като дейността на компанията се оказа слабо засегната от кризата. Последните няколко месеца не бяха така добри за позицията, като Енемона дори се оказа с по-голям спад от индекса от септември досега. Смятаме, че това се дължи на две причини. Първата са новините за увеличението на капитала. Подобна беше ситуацията с книжата на Химимпорт в средата на 2009 г. Местните инвеститори оттеглиха поръчките купува на по-ниски нива преди увеличението на капитала. Двете емисии на Химимпорт се търгуват на близки цени, като скочиха след приключването на увеличението на капитала. Акциите на Енемона бяха и под влияние на спада на пазара, като SOFIX загуби 20% в рамките на няколко месеца.

Втората причина е промяната в управляващото мнозинство и правителството, която има реално отражение върху дейността на Енемона с проекта за строителство на нова сграда за съда. Новината оказва слабо влияние върху цената на акцията, но затвърди низходящото ѝ движение. Въпреки че това има съществено отражение върху бъдещите парични потоци, прекратяването на този проект не оказва ефект върху прогнозните темпове на ръст на приходите и на печалбата. Акцентираме върху възможностите на Енемона да участва и да печели търговете за строителство на правителствени сгради или на големи частни проекти.

Емисията варианти приключи успешно през декември 2009 г. Всички варианти бяха записани при голям интерес на аукциона за неразпределени права. Енемона може да отчете по-добро представяне от SOFIX в краткосрочен период след приключване на публичното предлагане дори и при ниска степен на участие от страна на инвеститорите.



Оценка чрез коефициенти

Оценката при сравнението на Енемона със средните показатели за компании от региона е 14.15 лв. Поставяме еднаква тежест на всички коефициенти, въпреки че за някои дружества в списъка липсва информация за печалбата или техните EV/EBITDA показатели. P/B и P/S показват цени, които са близо до текущата на Енемона.

Коефициенти	Стойност	Цена	Тежест
P/E	15.49	20.76	25%
P/B	1.27	10.20	25%
P/S	0.57	9.17	25%
EV/EBITDA	9.77	16.45	25%
Цена (лв.)			14.15

*Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Дисконтирани парични потоци

Дисконтирането на паричните потоци на Енемона е на базата на оповестените прогнози от компанията. Нашият модел включва прогнозните инвестиции за следващите три години и финансирането им чрез привилегировани акции и упражняване на варанти през 2011 и 2012 г. След този период намаляваме постепенно темповете на растеж на приходите при сравнително стабилна норма на печалба. Това едва ли ще стане толкова плавно, като се вземат предвид обичайните колебания в приходите от строителство и енергийна ефективност. Темповете на растеж се очаква да намаляват постепенно до края на 10-годишния период. Енемона ще продължи да отчита високи темпове на нарастване на продажбите, поради държавните и общински инвестиции в енергийна ефективност, както и останалите проекти в строителството и енергетиката.

Очакваният темп на растеж в дългосрочен период е 3.50%, а средно-претеглената цена на капитала - 10%. Представяме и анализ на чувствителността на цената според тези два показателя.

Енемона											Terminal	
лева '000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Year	
EBIT	27 268	31 675	44 691	47 532	54 810	61 119	64 071	65 862	69 670	72 712	64 136	
EBIT(1-T)	24 541	28 507	40 222	42 779	49 329	55 007	57 664	59 276	62 703	65 441	57 722	
Add: D&A	8 745	14 011	18 319	19 267	19 913	20 177	20 256	20 388	20 565	20 788	16 348	
Less: Investments	65 000	82 500	67 500	34 122	30 027	24 322	21 484	22 451	23 349	24 283	16 348	
Less: Change NWC	-7 089	9 248	17 359	15 056	15 460	13 760	11 962	10 492	9 230	7 373	6 162	
FCF	-24 625	-49 230	-26 318	12 869	23 755	37 102	44 473	46 720	50 689	54 572	51 560	
PV FCF	-22 386	-40 686	-19 773	8 789	14 750	20 943	22 822	21 795	21 497	21 040		
Sum of PV FCF	48 792											
PV of Continuing Value	233 807											
Total PV Free Cash Flows	282 599											
Less: Outstanding Debt	65 595											
Plus: Financial Assets	21 678											
PV of Equity	238 682											
Брой акции	11 934											
Цена на акция	20.00											
					Growth Rate							
					SA	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%		
					8.0%	29.75	32.46	35.76	39.89	52.29		
					9.0%	22.65	24.38	26.42	28.87	35.61		
					10.0%	17.49	18.66	20.00	21.57	25.64		
					11.0%	13.59	14.41	15.33	16.39	19.03		
					12.0%	10.54	11.13	11.79	12.53	14.33		

Източник: ЕЛАНА Трейдинг

Настоящата стойност на капитала на компанията е 238 милиона лева, но е необходимо да се изчисли чрез промяна на броя на акциите, която да отчита увеличението на капитала. Прогнозираното изпълнение с 50% на емисията привилегировани акции от мениджмънта на Енемона ще добави още 3 милиона акции, което прави справедлива стойност на акция от 16 лв. Освен това се очаква упражняването на повече от 3 милиона варанти на цена от 16.78 лв. през 2011 и 2012 година. Моделът ни включва упражняването на останалите в края на 6-годишния период. По този начин цената трябва да слезе на 11.43 лв. според модела. Това е по-високо от текущата цена, но може да създаде трудности при упражняването на вариантите през следващата година, тъй като пазарът ще продължи да дисконтира разводняването на печалбата и акцията няма да скочи над нивото от 16 лв.

Привилегировани акции

Вторичната търговия с права ще започне на 25-ти януари. Привилегированите акции ще се конвертират в обикновени в края на седмата година. Те подлежат на мерки против разводняване при промяна на капитала.

Гарантираният дивидент по емисията е 10%, като при ликвидация се дължи 9.92 лв. на акция. Тези привилегии отпадат при конверсия. Процесът не изисква излишно съгласие от страна на акционерите. Уставът на Енемона дава възможност на акционерите на привилегирована емисия да се откажат от привилегиите си с $\frac{3}{4}$ от гласовете на общо събрание. По този начин привилегированите акции също може да се конвертират в обикновени.

Две права ще дават възможност за записване на една привилегирована акция, като минималният брой за успешна емисия е 1 милион. Права ще получат всички настоящи акционери. Те ще се търгуват две седмици, като в последствие ще има аукцион за незаписаните права.

Енемона може да набере до 59.19 млн. лв. капитал при емисионната цена от 9.92 лв. Разходите за покупка на права са допълнителни за инвеститорите, като цената им ще зависи от търсенето и предлагането на вторичен пазар.

Параметри на емисията привилегировани акции	
Брой права	11 933 600
Търговия с правата - края на януари	
Аукцион - февруари	
Брой привилегировани акции	5 966 800
Емисионна цена	9.92 лв
Увеличение на капитала	59 190 656 лв
Годишен дивидент	0.992 лв
Доход от дивидент	10%
Минимален брой за записване	1 000 000
Години до конвертиране	7

Източник: Енемона

Сравнение с емисията на Химимпорт

Привилегированата емисия акции на Химимпорт има много близки параметри с предлаганите книжа от Енемона. Двете емисии се конвертират в обикновени акции, като при емисията на Химимпорт съществува опцията за конверсия във всеки един момент. Единственото предимство на привилегированите акции на Енемона е по-високия фиксиран дивидент и възможността за разпределяне на по-голяма сума за всички акционери при решение на общо събрание.

Сравнение			
Характеристика	Енемона	Химимпорт	
Доход от дивидент	10%	9%	По-добри
Кумулативен	Да	Да	Без разлика
Фиксиран	Да	Да	Без разлика
Конверсия	Да	Да	Без разлика
Обратно изкупуване	Не	Не	Без разлика
Пут опция	Не	Не	Без разлика
Глас в ОСА	Не	Не	Без разлика
Ликвидационен дял	Да	Да	Без разлика
Участие в печалбата	Да*	Не	По-добри

* Съществува възможност за разпределяне на по-висок от фиксирания дивидент при решение на ОСА на Енемона

Сравнение: Елана Трейдинг

Платежоспособност и риск

Резултатите на Енемона за последните 12 месеца са достатъчни, за да гарантират изплащането на лихвите и на дивидента на привилегированите акции. Коефициентите на покритие на лихвите и на покритие на плащанията на лихви и дивиденти са значително по-високи от 1. Ликвидационният дял на акциите е двойно по-малък от капитала на компанията към момента преди емитирането на привилегированата емисия, ако се приеме изцяло записването ѝ.

Коефициент на покритие на лихвите	4.06
Коефициент на покритие на плащанията	1.84
Коефициент на покритие при ликвидация	2.07

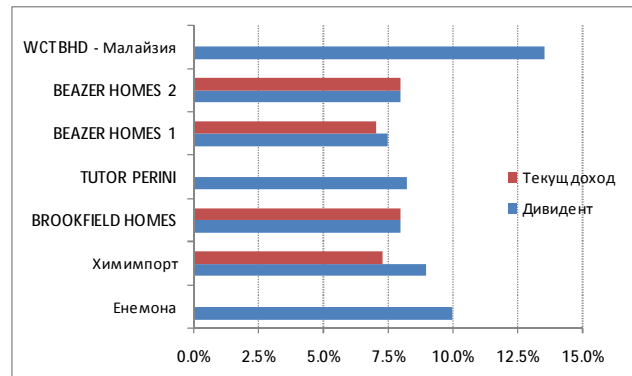
Източник: Консолидиран отчет към 30.09.2009 г. Коефициентът на покритие при ликвидация не включва набрания капитал от емисиите варианти и привилегировани акции.

Изчисления: Елана Трейдинг

Сравнение с дохода от дивиденди

Привилегированите емисии на компании от строителството са няколко в глобален мащаб. Някои от тях са конвертируеми, като в сравнението е добавена и емисията на Химимпорт.

Изводът е, че привилегированите акции на Енемона носят добър доход, който е значително по-висок спрямо щатските компании, включително и на текущите нива. Той е по-висок и от 7.3% текущ доход на Химимпорт, който би отговарял на цена от **13.6 лв.** на привилегированите акции на Енемона.



Източник: Bloomberg

Препоръка и ценова цел

Пазарът вече е дисконтирал значителното разводняване на капитала на компанията и намалението на печалбата на акция с емитирането на привилегировани акции и на варианти. Освен това, текущата пазарна цена е много по-ниска от дисконтираните парични потоци. Енемона е сред малкото компании със стабилен темп на растеж и привлекателна бизнес ниша. Двата метода за оценка на обикновените акции показват средна цена от 12.79 лв. Цената при сравнение със средни показатели за индустрията е 14.15 лв., а дисконтираните парични потоци показват справедлива цена от 11.43 лв. с увеличения брой акции. Привилегированите акции са атрактивна инвестиция, поради 10% дивидент и по-високата справедлива стойност на обикновените акции.

От друга страна, предвидените инвестиции ще имат негативен ефект върху паричните потоци, като според нас не са адекватно представени в модела по отношение на бъдещите приходи. Това оставя възможност за позитивни изненади в дългосрочен период, които към този момент не може да бъдат оценени. Намаляваме препоръката си на **пазарно представяне** поради увеличеното предлагане в момента и възможността от разводняване на капитала при упражнението на варианти през 2011 и 2012 г. Спадът на цената на акциите на Енемона показва, че позицията не разчита на подкрепата на местни институционални инвеститори. Ценовата цел на обикновените акции в период от една година е получена от дисконтирането на паричните потоци или 11.43 лв. Все пак трябва да се има предвид, че е очакван краткосрочен ръст след емисията, а в средно-срочен период е възможно цената да бъде подкрепена от връщането на капиталите към борсата.

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2006	2007	2008
Продажби	60 959	89 382	136 247
Продуктови разходи	46 342	66 986	98 588
Разходи за персонала	5 640	7 156	17 667
Нетен приход от финансова дейност	131	5 153	3 545
Други приходи и разходи	80	352	812
ЕБИТДА	9 188	20 745	24 349
Амортизация	2 068	1 952	3 038
ЕБИТ	7 120	18 793	21 311
Разходи за лихви	1 317	3 522	5 217
Печалба преди данъци	5 803	15 271	16 094
Разходи за данъци	780	889	1 586
Печалба след данъци	5 023	14 382	14 508
Миноритарен дял	151	396	464
Нетна печалба	4 872	13 986	14 044
Печалба на акция	0.41	1.17	1.18
Баланс (в хил. лв.)	2006	2007	2008
Общо активи	66 865	134 551	191 085
Невнесен капитал	0	0	0
Нетекущи активи	23 460	49 637	80 963
Дълготрайни материални активи	17 952	41 842	64 736
Инвестиции	3 497	3 664	11 836
Текущи активи	43 405	84 914	110 122
Запаси	11 536	26 216	45 492
Вземания	24 731	25 542	40 432
Финансови активи	0	0	1 625
Парични средства в брой	6 999	33 106	22 519
Задължения + Собствен капитал	66 865	134 551	191 085
Собствен капитал	13 041	76 354	85 223
Основен капитал	5 947	11 934	11 934
Резерви	1 728	49 932	59 300
Печалба	5 366	14 488	13 989
Задължения	53 824	58 197	105 546
Нетекущи пасиви	21 177	20 162	23 825
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	7 291	8 069	17 544
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	1 338	7 566	28 655
Текущи пасиви	20 816	19 289	32 393
Други задължения	33	29	0
Оборотен капитал	21 251	58 059	49 074
Брой акции:	11 933 600	11 933 600	11 933 600
Цена в лв- края на периода:	n/a	17.67	13.40
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)	n/a	210 866 712	159 910 240

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2006	2007	2008
Нетна печалба	4 872	13 986	14 044
Амортизация	2 068	1 952	3 038
Промени в оборотния капитал	0	36 808	(8 985)
Други постъпления от оперативна дейност	(10 655)	(56 753)	(1 403)
Нетен поток от оперативна дейност	(3 715)	(4 007)	6 694
Покупка на дълготрайни активи	(8 677)	(12 177)	(25 753)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(5 523)	33 475	11 552
Нетен поток от инвестиционна дейност	(14 200)	21 298	(14 201)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	5 874	175	1 658
Постъпления/Плащания от заеми	20 398	16 672	5 744
Изплатени дивиденди	(90)	(44)	(767)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(2 321)	(7 987)	(9 715)
Нетен паричен поток от финансова дейност	23 861	8 816	(3 080)
Изменения на паричните средства	5 946	26 107	(10 587)
Пар. средства в началото на периода	1 053	6 999	33 106
Пар. средства в края на периода	6 999	33 106	22 519
Пар. средства на акция:	0.59	2.77	1.89

Показатели	2006	2007	2008
Коефициенти за оценка			
Цена/Печалба (P/E)	n/a	15.08	11.39
Счетоводна стойност (BV)	n/a	6.40	7.14
Цена/счет. стойност (P/B)	n/a	2.76	1.88
Приходи на акция	n/a	7.49	11.42
Цена/Приходи (P/S)	n/a	2.36	1.17
Цена/Паричен поток	n/a	13.23	9.36
EV (в лева)	n/a	178 366	161 911
EV/Приходи	n/a	2.00	1.19
EV/EBITDA	n/a	8.60	6.65
EV/EBIT	n/a	9.49	7.60
Ликвидност			
Текуща ликвидност	1.96	3.16	1.80
Бърза ликвидност	1.44	2.19	1.06
Дълг			
Дълг към активи	0.80	0.43	0.55
Interest coverage	5.41	5.34	4.08
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	2.18	0.37	0.49
Дълг/Собствен капитал	4.13	0.76	1.24
Активи			
Inventory turnover	5.28	3.41	2.99
Days sales outstanding	146	103	107
Fixed asset turnover	2.60	1.80	1.68
Total asset turnover	0.91	0.66	0.71
Рентабилност			
Profit margin on sales	8.0%	15.6%	10.3%
EBITDA норма	15.1%	23.2%	17.9%
Basic earning power	10.6%	14.0%	11.2%
Възвращаемост на активите	7.3%	10.4%	7.3%
Възвращаемост на Собстен капитал	37.4%	18.3%	16.5%
Възвращаемост на инвестициите	11.7%	13.4%	11.1%
Информация за дивиденди			
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a

Пояснения

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) изразеното мнение отразява точно негово или нейно лично виждане за споменатите ценни книжа или емитенти; (2) никаква част от заплащането на анализатор е, е било или ще бъде обвързано по пряк или непряк начин с изразената препоръка или мнения в този документ.

Финансов интерес: ЕЛАНА Трейдинг може да търгува или притежава акции на анализиранияте компании. ЕЛАНА Трейдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компанията, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компанията, освен ако не е изрично споменато.

Регулаторен орган: Комисия за финансов надзор, София 1303, улица Шар Планина 33

Разкриване на информация: Положена е дължимата грижа, за да се подsigури точност на цитираните факти, надеждност на източниците на информация и ясно определяне на направените допускания, предвиждания, прогнози и очаквани цени в този документ. Препоръките се базират на публично достъпна информация, която се счита за благонадеждна, но за която не се поема отговорност за пълнотата и точността. Нито на ЕЛАНА Трейдинг, нито на служителите на компанията, трябва да се търси отговорност за използваната публично достъпна информация. Изразеното мнение в този документ може да се различава от оповестено виждане в други отдели и направления в ЕЛАНА Трейдинг или от други служители. Допълнителна информация по този документ е налична при поискване. Източниците на информация в таблиците и графиките в този документ са изчисления на ЕЛАНА Трейдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трейдинг предприема необходимите организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликтна интереси във връзка с изготвяните препоръки.

Рискове за инвеститорите: Информацията в този документ не трябва да се разглежда като предложение за покупки или продажби на финансови инструменти. Инвестиционните възможности, дискутирани в този документ, може да не са подходящи за определени инвеститори в зависимост от техните инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на цялостното им финансово състояние. Рисковете свързани с инвестиции във финансовите инструменти, споменати в този документ, не са обяснени в тяхната цялост. Цената или стойността на инвестициите може да се понижи или покачи. Ценните книжа или инвестициите може да доведат до загуби за инвеститора. Предходно постижение не е гаранция за бъдещо представяне. Промени във валутните курсове може да имат неблагоприятен ефект върху стойността, цената или дохода от инвестиции в ценни книжа.

Методи за оценка: Оценка на стойността на компанията са базирани на следните методи: съотношения (цена/печалба, цена/счетоводна стойност, стойност на предприятието/печалба без данъци, амортизация и лихви), историческа оценка, сравнение с конкуренти, дисконтиране (дисконтиране на парични потоци или дивиденди) и методи за оценка на активите. Оценката зависи от макроикономически фактори, включително лихвени проценти, валутни курсове, цени на суровини, очакванията за икономиката и за движенията на пазара. Тя е базирана на очаквания, които може да бъдат променени значително и без предупреждение, в зависимост от специфични фактори за компания, индустрия или държава. Поради това препоръките получени чрез тези модели може да бъдат своевременно променени. Прилагането на моделите зависи от прогнозите за редица икономически променливи и поради тази причина е налице диапазон на изменение в самия модел. Оценката, получена чрез модели, зависи от входящите данни, които от своя страна са базирани на субективното мнение на анализатор(и), отговорни за създаването ѝ.

Препоръки: Препоръките от анализатор(и) са базирани на специфични фактори за компанията, сектора, страната и глобалното развитие, като са сравнени с пазарните индекси. Препоръките и мненията отговарят на очакванията на ЕЛАНА Трейдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трейдинг си запазва правото да изрази различно или противоречиво мнение и препоръка за различни времеви скали или различни типове инвеститори. Освен изрично оповестено, очакваното представяне за период от 12 месеца след публикуването на препоръката за български акции е следното

Позитивна Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

Неутрална Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40

Негативна Повече от 5% по-слабо представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

Честота на препоръките: Няма предварително разписания за публикуването на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.

Повече информация за текущите препоръки на сайта на ЕЛАНА Трейдинг:

http://analysis.elana.net/bg/spravki_preporaki.aspx

Авторски права: Анализите на ЕЛАНА Трейдинг са изключителна собственост на ЕЛАНА Финансов Холдинг и всяко публикуване, разпространение, препечатване и цитиране на съдържание е възможно само след изричното писмено съгласие на отдел "Анализ" на компанията. Не се допуска използване на анализите на инвестиционния посредник от трета страна с комерсиални цели.

За повече информация:**Анализатор****Цветослав Цачев****Тамара Бечева****Телефон:****+359 2 810 00 23****+359 2 810 00 27****E-mail:****tsachev@elana.net****becheva@elana.net****Интернет:****www.elana.net****www.elana.net**