

ЧЕЗ Електро България (1CZ) ЧЕЗ Разпределение България (3CZ)



Последните ЕРП-та ще станат публични компании в края на октомври 2012 г. Държавата ще предложи за продажба 33%-тния си дял в ЧЕЗ Електро България и ЧЕЗ Разпределение България. Твърде вероятно е сценарият с тях да е сходен с този при предлагането на дружествата на ЕВН и Енерго-Про. Миналата година, представител на мажоритарния собственик изказа вероятност да вземе участие в аукционите.

ЧЕЗ Електро България снабдява с електроенергия над 1.79 млн. домакинства и над 0.28 млн. стопански субекта, основно на територията на Западна България. От 16 юли 2012 г. разходите от ВЕИ се прехвърлят върху снабдителите, което влошава финансовите резултати на компанията.

ЧЕЗ Разпределение България Дружеството е с най-голям пазарен дял от трите разпределителни компании – около 40%. Технологичните загуби от преноса на електроенергия са 14.31% средно за последните три години. От началото на годината са 12.37%, като процентът ще се повиши през третото тримесечие, поради сезонни фактори. Компанията сваля процента с 0.2-0.25% годишно, благодарение на инвестициите си. 1% от вземанията на дружеството са несъбираеми. За 12 дни таксата за достъп до ВЕИ води до приход от 1.3 млн. лв. - положителен ефект за дружеството.

Енергийният сектор е силно регулиран. Предимство за компанията в него е сравнително стабилното и прогнозируемо търсене, както и способността да пренасят негативния ефект от повишаване на разходите върху цената за крайния потребител с лаг във времето.

Акциите на двете дружества ще бъдат предложени за приватизация на **29 октомври** през БФБ и чрез метода на смесен, закрит аукцион. Минималната цена на всяка емисия е определена както следва:

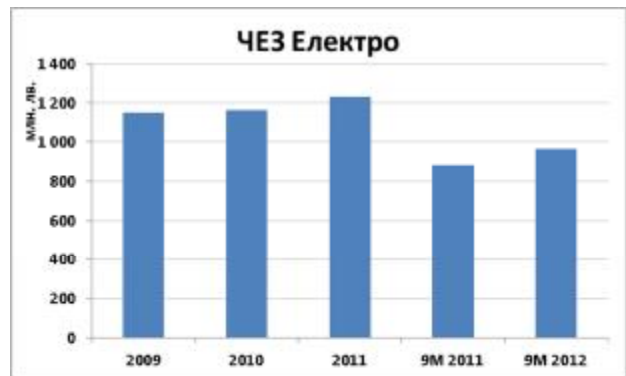
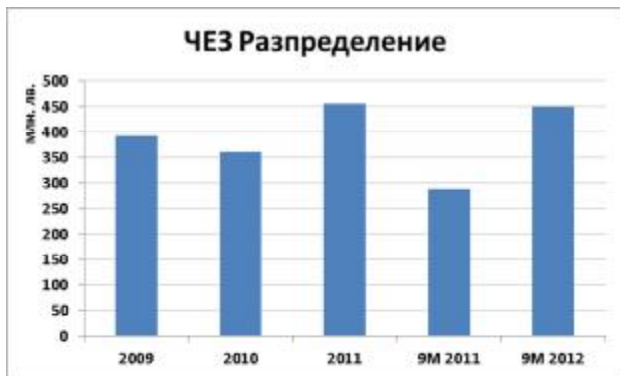
- **1 650 акции на ЧЕЗ Електро България** с номинал 10 лв., ще бъдат предложени с първоначална цена **8 660 лв.** с присвоен борсов код **1CZ**. Общата стойност на държавният дял ще е най-малко 14.3 млн. лв.
- Първоначалната цена за **63 624 акции на ЧЕЗ Разпределение България** е **1 415 лв.** за акция, с борсов код **3CZ** и номинал 10 лв. Държавният дял е с минимална стойност 90 млн. лв.

Аукционът ще продължи **30 дни** или до продажбата на цялото количество предложени акции. Книжата вече са регистрирани за търговия на БФБ на Приватизационен сегмент.

Финансов анализ

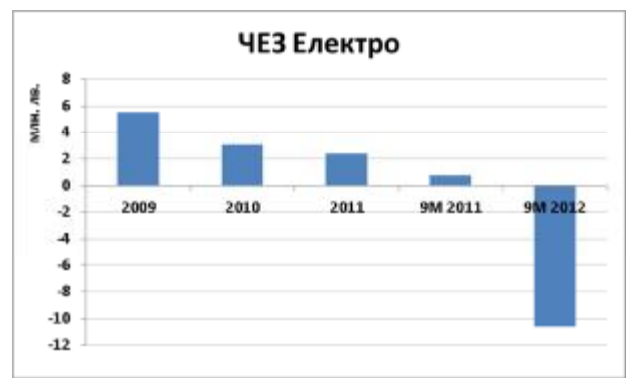
Приходи

Дружествата на ЧЕЗ отчитат ръст на приходите от продажби през 2011 г., като повишението е значително при ЧЕЗ Разпределение – 26% покачване, спрямо свиване от 8% година по-рано. ЧЕЗ Електро има по-стабилни темпове на повишаване на приходите, както може да се очаква, тъй като компанията продава на крайни потребители. Технологичният разход, признат в цената за разпределение на електрическа енергия е 15%, според последните промени след 1 юли 2011 г. В момента технологичните загуби остават високи – около 14%. Нарастването на приходите се дължи основно на промяна в регулацията, след която дружеството започва да фактурира добавките за пренос и достъп, включително добавките за зелена енергия и енергия от високоефективно комбинирано производство. Ръстът на приходите идва и с увеличаване на плащанията към НЕК, като ЧЕЗ Разпределение има 100 млн. лв. повече разходи в тази категория през 2011 г. спрямо предходната година. Това се запазва и от началото на тази година. По-слаб ръст имат приходите на ЧЕЗ Електро, които за 9 месеца нарастват с 9% на годишна база. Това се дължи на повишаването на цените и на студената зима, довела до по-високо потребление. Либерализацията на пазара през следващата година ще доведе до висок растеж на приходите на ЧЕЗ Разпределение.



Финансови резултати

Печалбата на дружествата намалява, въпреки ръста на приходите, тъй като има съществена промяна във фактурирането на таксите за пренос и достъп от НЕК и ЕСО. При тези промени, ЧЕЗ Разпределение България купува услугите от НЕК и ЕСО и прехвърля разходите към ЧЕЗ Електро България до крайните потребители. Промяната във финансовите резултати през 2012 г. е съществена и се дължи на регулацията в сектора. Разходите от ВЕИ се прехвърлят върху снабдителните предприятия, което води и до голямата загуба на ЧЕЗ Електро. Цената за достъп за ВЕИ е довела до повишение на печалбата на ЧЕЗ Разпределение, заедно с намаление на технологичните разходи, повишаването на приходите през зимата и таксите за ново присъединяване на ВЕИ-мощности, които имат еднократен характер.



Оценка

Таблица 1
Сравнение
на
коэффициенти

	ЧЕЗ	ЧЕЗ Електро
	Разпределение	
Минимална цена	1 415.00	8 660.00
Брой акции	192 800	5 000
Капитализация	272 812 000	43 300 000
Държавен дял	90 027 960	14 289 000
Нетна печалба	44 059 000	-8 918 000
P/E - цена/печалба	6.19	-4.86
Собствен капитал	588 731 000	60 294 000
P/B - цена/капитал	0.46	0.72
Продажби	618 777 000	1 315 229 000
P/S - цена/продажби	0.44	0.03
RoE	7.48%	-14.79%
RoA	5.46%	-5.02%

Източник: ЧЕЗ
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Минималните цени на акция на аукционите са съответно 1 415 лв. за ЧЕЗ Разпределение и 8 660 лв. за ЧЕЗ Електро. При тези цени показателите за оценка сочат малко по-скъпи акции спрямо публичното предлагането на другите електроразпределителни дружества. Съотношението цена/собствен капитал е съответно 0.46 и 0.72 за ЧЕЗ Разпределение и ЧЕЗ Електро. За сравнение, при минималните цени на разпределителните дружества на ЕВН и Енерго-Про показателите P/B бяха 0.39 и 0.44. Данните са към края на септември и благодарение на повишението на печалбата на ЧЕЗ Разпределение, неговите показатели отговарят на стойностите на конкурентните дружества. Промените в регулаторната рамка и одобряването на отделните категории разходи и инвестиции правят печалбата много волатилна и непредсказуема. ЧЕЗ Разпределение обаче има значително по-добри перспективи за развитие и поддържане на нормата на печалба.

Сравнение със сходни компании

Сравнението на подразделенията на ЧЕЗ с най-големите компании по света, които работят в сектора на електрическата енергия, има за цел да даде отправна точка при оценката на акциите. Не считаме, че сравнението дава добра представа за справедливата цена на акция в момента, поради значителното разминаване на нормата на печалба с нормативно определената възвръщаемост на капитала. Показателите за оценка, използвани за сравнение, са цена/печалба, цена/капитал и цена/продажби.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани

ЧЕЗ Разпределение			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	13.85	1.30	0.93
Капитализация	610 002 627	588 731 000	618 777 000
Цена	3163.91	3053.58	3209.42
Тежест	30%	60%	10%
Текуща цена		1415.00	
Справедлива стойност		3102.27	
Премия (отбив) от текущата цена		119.24%	

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Таблица 3
Сравнение
със сходни
компани

ЧЕЗ Електро			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	13.85	1.30	0.93
Капитализация	-123 470 878	78 149 465	1 229 364 275
Цена	-24694.18	15629.89	245872.85
Тежест	20%	80%	0%
Текуща цена		8660.00	
Справедлива стойност		7565.08	
Премия (отбив) от текущата цена		-12.64%	

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Даваме различна тежест на показателите при оценката на всяко от двете дружества. От най-голямо значение при ЧЕЗ Разпределение е капитала и нормата на печалба, докато оценяваме ЧЕЗ Електро основно на базата на капитала на дружеството и изключваме изцяло приходите от продажби, които са значителни и изкривяват стойността на компанията. Акцията на ЧЕЗ Разпределение изглежда значително подценена, благодарение на скока на печалбата през тази година, докато справедливата стойност на ЧЕЗ Електро става дори по-ниска. Данните за печалбата не са променени, за да отчетат еднократния характер на част от тях.

Сравнение със сделката за мажоритарния пакет

Акцията е много атрактивна след сравняване на минималната стойност на двете компании при предстоящото предлагане с цената от приватизацията през 2004 г. При продажбата на мажоритарния пакет от 67% е постигната стойност за двете дружества в размер на 826 млн. лв. За сравнение, при минималната цена на акция за двете дружества при търга на 29 октомври се получава обща стойност в размер на 316 млн. лв. Разликата е 2.6 пъти и се дължи на влошаването на резултатите на дружествата на ЧЕЗ в България през последните години и кризисната ситуация на БФБ. Компаниите на ЧЕЗ не успяват да достигнат висока възвръщаемост на капитала, въпреки регулациите.

Сравнение с приватизацията на другите ЕРПта

Графика 7
Сравнение
по P/B



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Графиката показва сравнение по показателя цена/собствен капитал между Енерго-Про Мрежи, ЕВН Електроразпределение и ЧЕЗ Разпределение. Стойността на съотношението е близо до изчислените при минимални цени на предишните две приватизационни сделки. Вероятно ще видим и повишение на средната цена в рамките на поне 15% спрямо минималната. При показателя цена/печалба има разлика – ЧЕЗ Разпределение е на ниско ниво, но при изчистване на еднократните ефекти се получава двойно по-висока стойност. Загубата на ЧЕЗ Електро вероятно също ще бъде компенсирана от регулатора на бъдещ етап.

Препоръка и ценова цел

Приватизацията на държавните дялове в дружествата на Енерго-Про промени съществено отношението на пазара към предстоящите сделки. При Енерго-Про спекулативният интерес беше преобладаващ. Възвръщаемостта от тези сделки е почти нулева за един месец, въпреки силния старт на вторичния пазар. Много индивидуални инвеститори ще се откажат да участват, заради постигнатата незначителна доходност на предната приватизация, но и поради административните изисквания за подаване на поръчки. Факторите в подкрепа на институционалния интерес също са от значение и сочат към поява на купувачи:

- Минималните цени не са ниски, но са близо до съответните равнища при предишните две приватизационни сделки. Сравнението с цената на продажбата на мажоритарния пакет през 2004 г. е несъпоставимо с текущата ситуация.
- Оценката на акциите показва атрактивни нива за ЧЕЗ Разпределение и сериозни препятствия пред дейността на ЧЕЗ Електро, като и двете компании се сблъскват с трудния за прогнозиране енергиен сектор у нас.
- Еднократният характер на част от печалбата на ЧЕЗ Разпределение означава, че резултатите няма да се запазят същите и че инвеститорите ще бъдат привлечени най-вече от възможността за придобиване на миноритарните дялове от мажоритарния собственик. Това остава основният сценарий за инвеститорите при публичното предлагане, като очакванията са да се стигне до сваляне от търговия.
- Дългосрочните перспективи пред компанията зависят в голяма степен от политиката на регулации. Освен непредсказуемостта на таксите за пренос и достъп от значение са също така инвестициите, включително за изкупуване на съоръженията за присъединяване на ВЕИ, промяната в начина на изчисляване на печалбата като надценка над закупената цена от следващия период, както и структурата на капитала.
- В момента регулаторът признава за разход 70 млн. лв. инвестиции годишно при необходимост от 150 млн. лв. годишно. Така се постига слабо намаление на технологичните загуби с около 0.2-0.25% от приходите на година. Подлежат на изкупуване и съоръжения за 131 млн. лв., с които са присъединени ВЕИ-мощности.
- Променя се и структурата на капитала на ЧЕЗ Разпределение, като през тази година дългът нараства с 60 млн. лв. Регулаторът залага равни дялове на собствен и привлечен капитал, като процесът по увеличение на заемите ще подобри нормата на печалба.

ЧЕЗ Разпределение в момента е атрактивна и ще привлече вниманието на инвеститори, които разчитат на дългосрочните перспективи пред сектора и на участието на мажоритарния собственик. ЧЕЗ Електро вероятно няма да бъде търсена от инвеститорите, което означава много слаба вторична тър-

говия и липса на движения на цените по подобие на дружествата на Енерго-Про.

Нашата препоръка участие в аукциона с пазарни поръчки, в очакване на появата на големи поръчки за покупка. В случай, че такива не се появят, рисковете от покупка на високи нива са ниски, защото ще се изпълнят голямо количество поръчки на минималната цена. Възможно е участие и с лимитирани поръчки, които може да не се изпълнят при изкупуване на големи обеми на по-високи цени. По отношение на структурата на инвестицията препоръчваме покупката предимно на акции от ЧЕЗ Разпределение.

ЧЕЗ Разпределение

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	9М 2011	9М 2012
Приходи	393 105	360 949	456 599	288 476	450 654
Разходи за дейността, в т.ч.	361 411	344 819	442 604		
персонал	50 954	51 484	52 686		
външни услуги	73 463	58 929	65 605		
пренос и достъп	1 561	2 052	100 966		
технологични загуби	143 149	135 337	138 202		
Оперативна печалба	31 694	16 130	13 995	6 562	41 851
Финансови приходи/(разходи)	4 269	2 845	1 419		-403
Печалба преди данъци	35 963	18 975	15 414		41 448
Нетна печалба	35 104	17 027	13 867	6 872	37 064

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	9М 2011	9М 2012
Имоти, машини и съоръжения	555 746	550 782	558 800		596 890
Нетекучи активи	1 697	10 720	10 741		9 874
Вземания	74 123	39 274	80 411		65 855
Парични средства	131 068	62 420	67 023		131 639
Текущи активи	223 835	119 226	151 134		200 602
Общо активи	223 835	119 226	151 134		807 366
Собствен капитал	601 815	537 798	551 667	544 688	588 731
Отсрочени приходи	41 772	37 472	31 449		28 652
Пасиви по отсрочени данъци	17 342	16 277	15 789		20 173
Нетекучи пасиви	63 575	68 897	61 067		125 187
Търговски и други задължения	34 914	31 295	16 698		68 059
Задължения към свързани лица	61 305	21 835	30 233		
Текущи пасиви	115 974	74 033	107 671		93 448

ЧЕЗ Електро

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	9М 2011	9М 2012
Приходи	1 154 318	1 167 661	1 234 434	882 275	959 060
Ел. енергия	1 149 428	1 163 660	1 236 286		
Други приходи	4 890	4 001	7 148		
Разходи за закупена електроенергия	769 759	814 346	788 931		
Разходи по разпределение	358 728	326 135	420 005		
Разходи за външни услуги	16 881	15 451	16 319		
Разходи за персонал	1 928	1 841	2 085		
Оперативна печалба	1 462	1 118	1 193		-12 234
Финансови приходи/(разходи)	4 683	2 289	1 475		994
Печалба преди данъци	6 145	3 407	2 668		-11 241
Нетна печалба	5 528	3 051	2 401	728	-10 591

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	9М 2011	9М 2012
Нетекущи активи	3 068	3 707	4 655		5 304
Вземания	105 698	113 741	123 598		94 580
Парични средства	103 503	66 917	89 714		76 907
Текущи активи	224 858	181 094	213 663		172 471
Общо активи	227 926	184 801	218 318		177 775
Собствен капитал	108 870	68 486	70 885		60 294
Нетекущи пасиви	14 042	14 379	11 942		10 444
Търговски и други задължения	51 987	62 639	44 826		39 948
Задължения към свързани лица	50 836	38 996	85 959		62 979
Текущи пасиви	105 014	101 936	135 491		107 037

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 анализирани 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

Разкритие 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 конфликти на 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 публикуване 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 публикуване на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.

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