

## Интерсолар Варна

БФБ регистрира акциите на Интерсолар Варна АД, като търговията с тях ще стартира на 18 юни. Размерът е 26 073 000 броя акции при референтна цена от 1.50 лв., която е определена, за да отговори на техническите изисквания на борсовия оператор.

Интерсолар Варна е собственост на компанията Интерсервиз Узунови, която притежава 99.77% от капитала. Останалите 0.23% от акциите са притежание на изпълнителния директор и член на СД на Интерсервиз Узунови, г-н Красимир Узунов.

Акционерите възнамеряват да предложат за продажба до 75% от притежаваните от тях книжа. Конкретните количества ще се определят в съответствие с търсенето и предлагането на фондовата борса. От информацията в медиите стана ясно, че пенсионни фондове и други инвеститори са проявили интерес към компанията. Водени са преговори с пенсионните фондове на Доверие, Алианс и ING. Едно от условията на кандидат-купувачите е Интерсервиз Узунови да запази между 20 и 30% от акциите на Интерсолар Варна, с което да се гарантира доброто оперативното управление на електроцентралата.

## Основна дейност

Дружеството е създадено през януари 2010 г. и основният му актив е фотоволтаичната електрическа централа „Равна гора“ с мощност от 4.990 мегавата. Изграденият фотоволтаичен парк е върху терен от 309 дка, от които 200 дка са използвани за разполагането на фотоволтаичните модули.

Фотоволтаичният парк на Дружеството е въведен в експлоатация преди влизане в сила на новия Закон за енергията от възобновяемите източници, което му дава значително предимство пред други производители на алтернативна енергия. С новия закон бяха намалени изкупните цени на произведената електрическа енергия. Интерсолар Варна има подписан 23.03.2011 г. 25-годишен договор с Е.Оп за продажба на енергия на цена от 699 лева за мегаватчас. Тарифата за изкупуване в момента 485 лева на мегават час, като от началото на юли се очаква ново намаление. Инвеститорите са привлечени от доходността на проекта. Промяната в цените на изкупуване означава, че в краткосрочен план не може да се очаква появата на много други подобни проекти, които да имат добра доходност.

Управлението на централата се осъществява с договор с Компания за Мениджърски Проекти

ООД, който включва цялостна поддръжка по управление, мониторинг, охрана и гаранционно обслужване.

## Финансови показатели

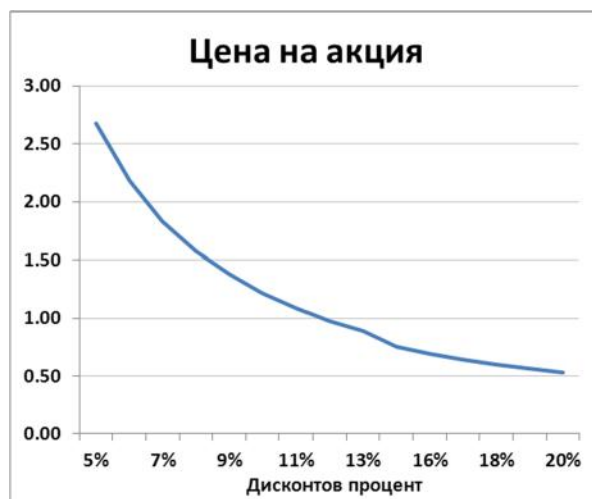
Годишният капацитет на производство на електрическа енергия е 6 479 000 киловатчаса. Гарантираните приходи от продажбата ѝ са в размер на 4 529 534 лв. годишно. Разходите на компанията в момента са 300 000 лв. годишно, от които 40 000 лв. са за материали, а останалите за външни услуги, за да се осигури експлоатацията и поддръжката на инсталациите. При изчисленията за паричните потоци приемаме, че тези разходи ще останат без промяна, но това е малко вероятно. Инфлацията ще има негативен ефект върху разходите на компанията, като в същото време не може да се очаква никакво увеличение на приходите от продажби. Повишаването на разходите за услуги е основният риск пред проекта.

Финансовите разходи включват плащанията по лихви и главницата на заемите на компанията. В проспекта са указани точните срокове и размер на плащанията. Последният отчет на дружеството към октомври 2011 г. показва наличието на 9 875 000 лв. задължения към банки и свързани лица, от които 220 000 лв. трябва да са платени през миналата година. Интерсолар Варна ще плати 11 767 000 лв. лихви и главници за периода от 2012 г. до 2018 г.

Дружеството планира да раздава като дивидент печалбата си.

## Оценка на акция

Оценката на акцията е направена чрез дисконтиране на очакваните парични потоци за акционерите на дружеството.



**МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН**

Графиката представя цената на акция според нормата на дискотиране на нетната печалба за 10-годишен период. Очакваните парични потоци са представени в таблицата. Амортизацията върху дълготрайните материални активи е начислена за 25-годишен период. Паричният поток от нея не се реинвестира в дружеството, а се предполага, че ще бъде разпределян като дивидент всяка година. Оперативните разходи се запазват без промяна, а финансовите разходи са включени до изплащането на задълженията на дружеството. Паричният поток за инвеститорите е дискотиран с 8%. При тази очаквана възвръщаемост цената на акция е 1.57 лв. Следва да се има предвид, че данъкът върху

дивидентите ще намали реалната възвръщаемост за някои инвеститори с 5%.

Моделът включва и постоянен годишен доход след 2021 г. в размер на последните приходи за акционерите. Това обаче не съвпада с реалността, защото проектът ще продължи да работи 25 години, след които няма да генерира същите приходи или ще бъде ликвидирани. Разликата в изчисленията на приходите за 25 г. и с прилагането на постоянен годишен доход е значителна – 7 млн. лв. или близо 30 ст. на акция. Това обаче ще бъде компенсирани с продажбата на активи на компанията, основно земята, върху която са построени инсталациите.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal Year
<b>Приходи</b>	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	4 529 534	
<b>Оперативни разходи</b>	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	
<b>Финансови разходи</b>	2 296 000	2 246 000	1 541 000	1 544 000	1 578 000	1 553 000	1 009 000				
<b>Амортизация</b>	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	1 247 200	
<b>Печалба преди данъци</b>	686 334	736 334	1 441 334	1 438 334	404 334	1 429 334	1 973 334	2 982 334	2 982 334	2 982 334	
<b>Нетна печалба</b>	617 700	662 700	1 297 200	1 294 500	263 900	1 286 400	1 776 000	2 684 100	2 684 100	2 684 100	
<b>Паричен поток за инвеститорите</b>	1 864 900	1 909 900	2 544 400	2 541 700	2 511 100	2 533 600	3 023 200	3 931 300	3 931 300	3 931 300	3 931 300
<b>PV FCF</b>	1 726 760	1 637 432	2 019 827	1 868 226	1 709 013	1 596 598	1 764 008	2 123 959	1 966 629	1 820 953	
<b>Sum of PV FCF</b>	18 233 404										
<b>PV of Continuing Value</b>	22 761 909										
<b>Total PV Free Cash Flows</b>	40 995 313										
<b>Брой акции</b>	26 073 000										
<b>Дисконтов процент</b>	8.00%										
<b>Цена на акция</b>	1.57										

**Пояснения:**

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документи, 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

**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 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:** Оценките 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 компанията, индустрията или държавата. 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](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

**Интернет:**  
[www.elana.net](http://www.elana.net)  
[www.elana.net](http://www.elana.net)