

## **Енерго-Про Продажби (4ES) Енерго-Про Мрежи (2EG)**



Приватизацията на държавния дял (33%) на електроразпределителните дружества в България, която започна с акциите на ЕВН България Електроразпределение и ЕВН България Електроснабдяване продължава. В момента на дневен ред са книгата на Енерго-Про Продажби и Енерго-Про Мрежи (бивше наименование Е.ОН България Продажби и Е.ОН България Мрежи).

През 2004 г.- 2005 г. Е.ОН придобива 67% от ЕРП Варна и ЕРП Горна Оряховица за сумата от 275 млн. лв. (140.7 млн. евро). В края на 2006 г. компанията прави разделение на дейностите и така се отделят Е.ОН България Мрежи (дистрибутор на електроенергия) и Е.ОН България Продажби (доставчик на електроенергия). В края на 2011 Е.ОН изкупува обратно 8%-тния дял от Европейска банка за възстановяване и развитие (които ѝ продава в началото на 2006 г.), а през юни 2012 г. Енерго-Про закупува дейността на Е.ОН в България. Цената на сделката не е обявена. В момента дружествата са в петгодишен регулаторен период, който изтича 2013 г.

Енерго-Про Продажби е третият по големина доставчик на електроенергия в страната и оперира в Североизточна България. Основната част от приходите на компанията са от домакинства – 50%, следвани от приходи от корпоративни клиенти с 20% дял. Дружеството е с 30-годишна концесия, която изтича през 2039 г.

Енерго-Про Мрежи обслужва 1.2 милиона електромера в страната. Планираните инвестиции за периода 2011 г. -2013 г. са на стойност 218 млн. лв., като основното им предназначение е намаляване загубите на електроенергия. Компанията е свила енергийните си загуби до 14.8% за 2011 г. спрямо 15.8% за 2010 г.

Основното предимство на компаниите са стабилните и сравнително предвидими приходи.

Акциите на двете дружества ще бъдат предложени за приватизация на **3 октомври** през БФБ и чрез метода на смесен, закрит аукцион. Минималната цена на всяка емисия е определена както следва:

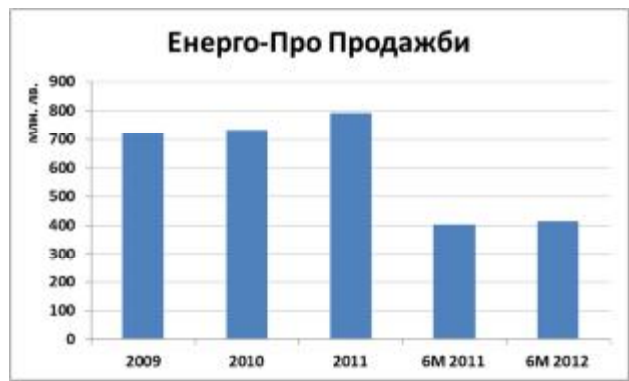
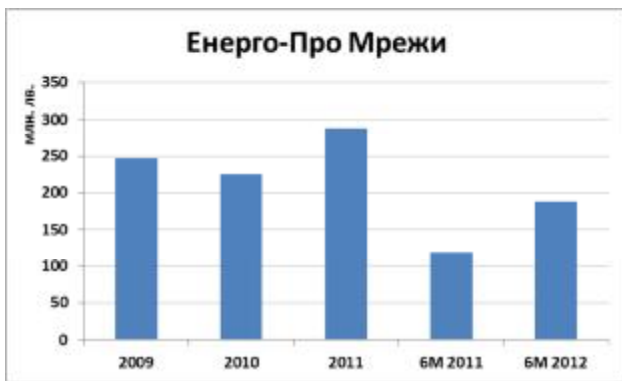
- **495 330 акции на Енерго-Про Продажби** ще бъдат предложени с първоначална цена **11.09 лв.** с присвоен борсов код **4ES**. Общата стойност на държавният дял ще е най-малко 5.5 млн. лв.
- Първоначалната цена за **434 940 акции на Енерго-Про Мрежи** е **109.87лв.** за акция, с борсов код **2EG**. Държавният дял е с минимална стойност 48 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**

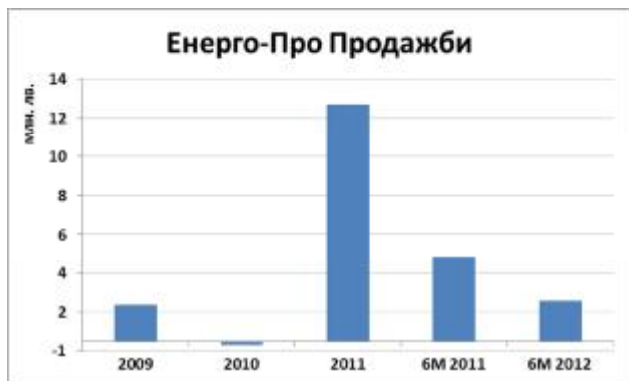
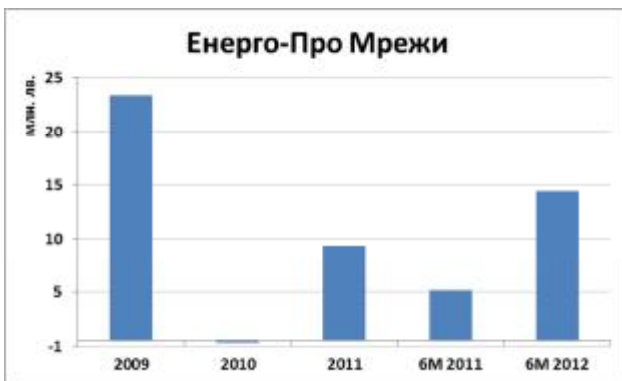
**Приходи**

Приходите на Енерго-Про Продажби нарастват с 8.4% за 2011 г. спрямо година по-рано, като изцяло отразяват прираста в продажбата на електричество от 8.9%. Делът на приходите от ел. енергия в общите приходи се запазва 56% и през второто тримесечие на 2012 г. Постъпленията на Енерго-Про Мрежи се увеличават с 28% за 2011 г. и достигат 290 млн. лв. в края на годината. През второто тримесечие на 2012 г. ръстът се ускорява до 58% спрямо същия период на миналата година. Нарастването 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. Ръководството на компанията очаква положителните перспективи пред дружеството да се запазят и през 2012 г., което отчасти ще се дължи и на ръст от 2.5% в количеството пренесена енергия.



**Финансови резултати**

И двете дружества отчитат повишение на нетната печалба за 2011 г. спрямо загубата за предходната година. Основната причина е решение на ДКЕВР засягащо цените на пренос и достъп до разпределителната мрежа, влезли в сила през юли 2010 г. Енерго-Про Мрежи отчита нетна печалба от 8.8 млн. лв. при загуба от 0.18 млн. лв. за 2010 г. Най-големият риск е дружеството да не успее да контролира нивото на загуби от електрическа енергия, което ще има неблагоприятен ефект върху финансовите резултати. Допустимите технологични разходи, утвърдени от ДКЕВР в момента са 15%. Освен технически загуби съществуват и т.нар. търговски загуби в резултат на нерегулиран достъп или неправилно отчитане. За 2011 г. са в размер между 4% и 6%. При Енерго-Про Продажби положението е сходно - печалба от 12 млн. лв. при загуба от 0.2 млн. лв. през 2010 г. Дейността на компанията е силно зависима от регулаторната рамка и събираемостта на вземанията и непрекъснатостта на снабдяване с електрическа енергия.



**Оценка**

**Таблица 1**  
**Сравнение**  
**на**  
**коэффициенти**

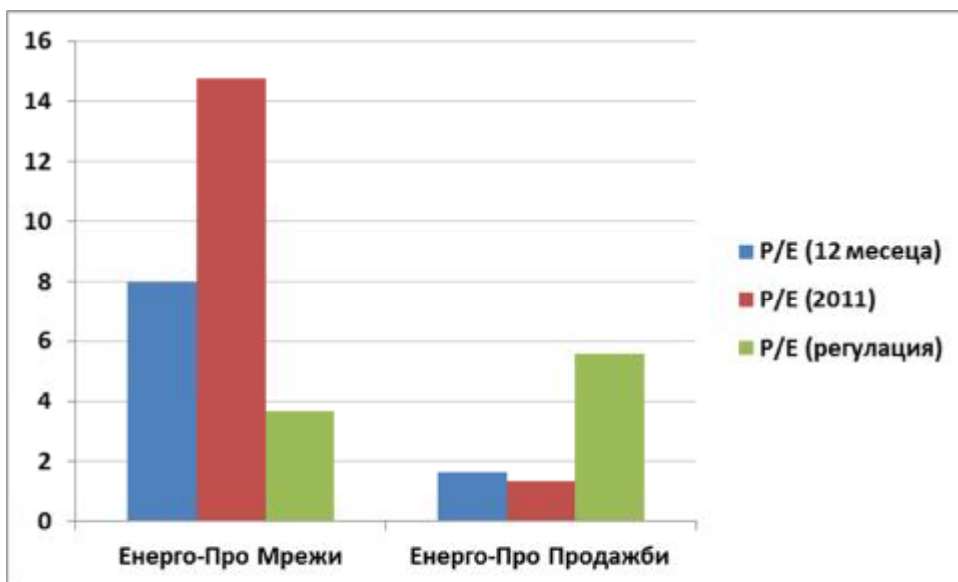
	Енерго-Про Мрежи	Енерго-Про Продажби
Минимална цена	109.87	11.09
Брой акции	1 318 000	1 501 000
Капитализация	144 808 660	16 646 090
Държавен дял	47 786 858	5 493 210
Нетна печалба	18 117 000	9 973 000
P/E - цена/печалба	7.99	1.67
Собствен капитал	332 476 000	38 738 000
P/B - цена/капитал	0.44	0.43
Продажби	358 642 000	803 494 000
P/S - цена/продажби	0.40	0.02
RoE	5.45%	25.74%
RoA	3.82%	7.55%

Източник: Енерго-Про  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Представяме показателите за оценка, изчислени по минималната цена на предлагането на всяка от двете компании. Данните са от финансовите отчети към средата на 2012 г., като от мениджмънта оповестиха влошаване на резултатите през юли и август в следствие на новото ценообразуване. Печалбата на Енерго-Про Продажби е значително над възвръщаемостта на активите, която е определена за регулаторния период на базата на средно-претеглената цена на капитала. Поради това текущите показатели цена/печалба имат значителна разлика между двете фирми. Показателите цена/капитал са много близки един до друг.

**Сравнение на показателя цена/печалба**

**Графика**  
**Сравнение**  
**на показател**  
**P/E**



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Графиката представя показателя цена/печалба според резултатите към средата на 2012 г., към края на 2011 г. и изчисленията според регулаторно определената възвръщаемостта на активите от 12%, която е определена за периода на базата на средно-претеглената цена на капитала и не

зависи от структурата на капитала на отделните компании. Енерго-Про Мрежи отчита съществено подобряване на финансовия си резултат през първото полугодие на 2012 г. Показателят P/E при възвръщаемост на акциите от 12% би трябвало да бъде под 4, но компанията не може да постигне такава възвръщаемост. Печалбата на Енерго-Про Продажби е значително по-висока от регулацията в сектора и текущия P/E е много нисък.

### Сравнение със сходни компании

Сравнихме двете подразделения на Енерго-Про с най-големите компании по света, които работят в сектора на електрическата енергия. Това 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**

Енерго-Про Мрежи			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	13.85	1.30	0.93
Капитализация	250 832 238	332 476 000	358 642 000
Цена	190.31	252.26	272.11
Тежест	50%	40%	10%
Текуща цена		109.87	
Справедлива стойност		223.27	
Премия (отбив) от текущата цена		103.21%	

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**Таблица 3**  
**Сравнение**  
**със сходни**  
**компани**

Енерго-Про Продажби			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	13.85	1.30	0.93
Капитализация	138 077 491	50 209 871	751 037 894
Цена	91.99	33.45	500.36
Тежест	20%	80%	0%
Текуща цена		11.09	
Справедлива стойност		45.16	
Премия (отбив) от текущата цена		307.20%	

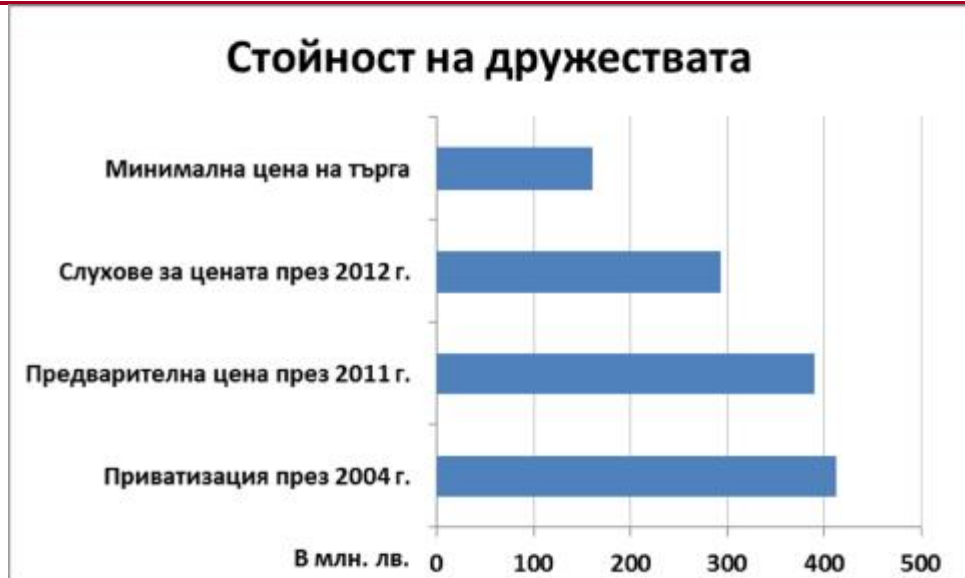
Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Даваме различна тежест на показателите при оценката на всяко от двете дружества. От най-голямо значение при Енерго-Про Мрежи е капитала и нормата на печалба, докато оценяваме Енерго-Про Продажби основно на базата на капитала на дружеството и изключваме изцяло приходите от продажби. Получените стойности при сравнение със сектора са по-високи от минималните цени.

### Сравнение със сделки за мажоритарния пакет

Сравняваме минималната стойност на двете компании при предстоящото предлагане спрямо продажбата на мажоритарния пакет от 67%. Изчисленията са направени за общата стойност на двете компании.

Графика 5  
Сравнение  
със сделки за  
контрол

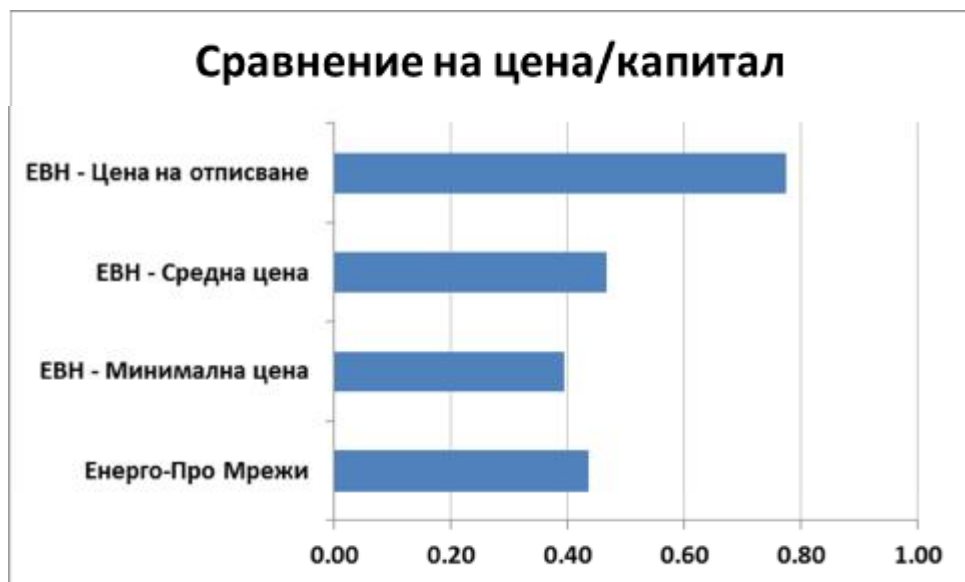


Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Приватизацията през 2004 г. за 67% от капитала на стойност 140.7 млн. евро отговаря на над 400 млн. лв. стойност на двете дружества. Предварително обявената сума за продажбата на мажоритарния дял от Е.ОН в края на 2011 г. е 133 млн. лв., а според слухове крайната цена на сделката през юни е между 95 и 105 млн. евро. Намалението на стойността на компанията от 2004 г. досега се дължи на глобалната криза, която доведе до преоценка на риска и на активите. От голямо значение обаче е, че дружествата на Енерго-Про не са успели да достигнат достатъчно висока възвръщаемост на капитала, като максимумът през последните 3 г. е 7%.

#### Сравнение с приватизацията на ЕВН Електроразпределение

Графика 6  
Сравнение  
по P/V



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Графиката показва сравнение по показателя цена/собствен капитал между Енерго-Про Мрежи и ЕВН Електроразпределение според минималната и средната цена при приватизацията в края на 2011 г., както и според цената на търговото предлагане при отписването на дружеството от борсата. P/V на Енерго-Про Мрежи е близо до нивата от продажбата на държавния дял на ЕВН Електроразпределение и е почти наполовина по-малък спрямо

---

равнището при отписването на компанията.

**Препоръка и ценова цел**

Приватизацията на държавните дялове в дружествата на Енерго-Про има предимството да е след сделките с акциите на ЕВН, при които мажоритарният собственик закупи голяма част от книгата на сравнително ниски цени и успя лесно да получи контрол. Участието на пазара в първата приватизация беше много слабо. Интересът на инвеститорите този път ще бъде по-голям поради две основни причини:

- Минималните цени са много ниски и няма да отблъснат дългосрочни инвеститори или краткосрочни спекуланти. Сравнението с показателя P/B показва възможност за капиталови печалби, ако има подобрение на възвръщаемостта на компанията след търга. От дружествата обаче оповестиха влошаване през третото тримесечие на годината.
- Отписването на акциите на ЕВН Електроснабдяване и ЕВН Електро-разпределение стана при значително по-висока цена от средната при приватизацията. Това ще привлече капитали с цел краткосрочни печалби и очаквания за покупка от мажоритарния собственик на основната част от акциите.

Обемът на двете емисии е много голям за мащабите на българския фондов пазар при текущото му състояние и не може да бъде абсорбиран само от ресурсите на местни индивидуални или институционални инвеститори. Без участието на мажоритарния собственик или на инвеститор, който да акумулира голям пакет, продажбата ще бъде много трудна. Възможно е такова търсене да не се появи през първия ден на предлагането.

Нашата препоръка към инвеститорите е да участват 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 на повече акции от Енерго-Про Мрежи и поддържането само на малък дял на Енерго-Про Продажби в портфейла поради по-волатилните финансови резултати и обема на емисията, която няма да бъде ликвидна.

---

**Енерго-Про Мрежи**

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	6М 2011	6М 2012
Приходи	246 527	225 926	289 222	118 856	188 276
Себестойност, вкл. амортизация	193 886	186 199	254 876	100 642	158 843
Брутна печалба	52 641	39 727	34 346	18 214	29 433
Административни и други разходи	27 121	38 410	23 834	13 038	15 309
ЕБИТДА	63 113	41 291	52 877	25 979	36 197
Оперативна печалба	25 520	1 317	10 512	5 176	14 124
Финансови приходи/(разходи)	-113	-1 505	-862	-572	-218
Печалба преди данъци	25 407	-188	9 650	4 604	13 906
Нетна печалба	22 852	-183	8 815	4 604	13 906

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	6М 2011	6М 2012
Имоти, машини и съоръжения	360 953	387 846	410 657	384 023	409 911
Нетекучи активи	360 990	387 918	410 673	384 043	410 042
Вземания	49 456	58 102	55 434	56 240	28 699
Парични средства	2 192	1 098	117	223	12 250
Текущи активи	62 442	70 108	63 971	67 798	51 214
Общо активи	423 432	458 026	474 644	451 841	461 256
Собствен капитал	314 674	308 764	318 570	313 367	332 476
Провизии	21 141	20 428	19 448	20 282	18 880
Пасиви по отсрочени данъци	43 841	54 200	58 540	53 860	63 392
Нетекучи пасиви	71 609	80 298	83 329	79 999	88 007
Търговски и други задължения	19 629	42 615	47 025	16 522	31 455
Текущ финансов дълг	8 511	16 917	15 719	30 842	10
Текущи пасиви	37 149	68 964	72 745	58 475	40 773

**Енерго-Про Продажби**

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	6М 2011	6М 2012
Приходи	719 446	730 748	792 037	404 247	415 704
Ел. енергия	399 362	408 313	444 815	221 664	233 948
Други приходи	320 084	322 435	347 222	182 583	181 756
Себестойност, вкл. амортизация	699 699	703 943	753 523	387 164	399 005
Брутна печалба	19 747	26 805	38 514	17 083	16 699
Административни и други разходи	18 564	26 522	24 816	12 711	13 869
ЕБИТДА	1 334	408	13 837	4 448	2 869
Оперативна печалба	1 183	283	13 698	4 372	2 830
Финансови приходи/(разходи)	587	-503	-137	-53	-286
Печалба преди данъци	1 770	-220	13 561	4 319	2 544
Нетна печалба	1 852	-204	12 211	4 319	2 081

<i>в хил. лв.</i>	2009	2010	2011	6М 2011	6М 2012
Нетекущи активи	6 954	6 485	5 058	6 473	4 974
Вземания	111 066	105 806	125 319	93 775	96 279
Парични средства	10 839	1 660	1 801	2 862	1 308
Текущи активи	126 340	107 467	127 121	96 637	97 862
Общо активи	133 294	113 952	132 179	103 110	102 836
Собствен капитал	24 641	24 421	36 657	28 740	38 738
Нетекущи пасиви	33	63	43	65	50
Търговски и други задължения	74 495	79 536	76 705	73 366	47 222
Текущ финансов дълг	34 043	9 010	15 510	0	15 011
Текущи пасиви	108 620	89 468	95 479	74 305	64 048



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 компаниите, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компаниите, 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 подсигури 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 компаниите 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 компаниите, 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:

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
<b>Негативна</b>	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)