
Първично публично предлагане на Енемона

Основна информация

Енемона е частна българска инженерингова компания, основана през 1990 г. Компанията е лидер на пазара на енергийно-ефективни услуги за публичния сектор, на основа на бизнес-модела ЕСКО. Едновременно с това през 2007 г. ЕСКО моделът е развит и успешно адаптиран за приложение в индустрията. Тази година Енемона подписа първият договор за България за реализирането на енергийно – ефективни дейности. Компанията не само възнамерява да играе водеща роля в сектора, но и успешно да увеличи предлаганите услуги.

Енемона ще предложи 2 000 000 акции в диапазона между 11.00 лв. и 16.80 лв. Общия брой акции след успешно проведено публично предлагане ще е 11 933 600, а очаквания free-float е около 16.7%. Средствата, получени от емисията ще се вложат в инвестиционната програма на дружеството. Пазарната капитализация при максималната цена от 16.80 лв. е 220.5 млн. лв.

Анализът представява кратко описание на текущите проекти на Енемона, процедурата по първичното предлагане и времевата рамка, както и на текущото финансово състояние и прогнози на мениджмънта. Оценката на компанията по цени от първичното предлагане се основава на коефициенти, сравнения с подобни компании в Централна и Източна Европа и дисконтирани парични потоци.

Бизнес описание

Енемона притежава контролен пакет акции в няколко компании и изготвя консолидиран отчет, според изискванията на българското законодателство. Бизнесът на дружеството може да се раздели на два сегмента – строителство и инженерна дейност, както и енергийно производство, доставки и търговия. Дейностите включват:

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

В Енемона е внедрена система за управление на качеството, съгласно изискванията на международния стандарт EN ISO 9001.

Текущи проекти

Енергиен Проект Ломски Лигнити (ЕПЛЛ) е част от ломско находище на каменни въглища, единственото лигнитно находище в Северна България. Целта на ЕПЛЛ е на база на находището да бъде създаден енергиен и мултифункционален център, включително с топло електроцентраля. Проектът ще се реализира на три етапа. Първият е вече завършен. Вторият етап е проучване и разработване на находището. Финалната фаза ще се реализира съвместно с чуждестранни инвеститори. ЕПЛЛ се основава на двугодишни проучвания, анализи, технически и икономически оценки.

През годината Енемона спечели търг за изграждане на топлоцентраля в град Никопол. Стойността на проекта възлиза на 72 млн. лв., а мощността на централата ще е 10 МВт. Наскоро компанията завърши подобен проект в Банско, но с по-ниска мощност на завода – 5 МВт.

Сред значимите проекти, по които дружеството в момента работи са реконструкцията и модернизацията на пети и шести енергоблок в АЕЦ “Козлодуй”, обекти в комплексите “Марица-Изток”, летище София и реконструкцията и модернизацията на Съдебната палата в гр. София.

IPO процедура и времева рамка

Енемона ще предложи 2 000 000 нови акции в диапазона между 11.00 лв. и 16.80 лв. Цената и алокацията ще бъдат определени по метода **book-building** и ще бъдат еднакви за всички участници. Поръчки се приемат до 26 ноември включително, а периодът за плащане е до 4 декември. Цената на предлагането ще бъде обявена на деня, следващ този на приемането на поръчките.

В случай, че емисията се запише изцяло общият брой акции ще е 11 933 600. Настоящите акционери няма да имат право да продават съществуващите си акции шест месеца. Очакваната дата за вторична търговия е 8 януари 2008 г.

Презаписване

Последното първично публично предлагане – на Трейс Груп Холд, беше презаписано 1500 пъти, тъй като нямаше предварително изискване на парични средства и цената беше определена. Това ограничи ценовия риск и повечето спекуланти подадоха големи оферти, доста над техния финансов потенциал. Публичното предлагане на Енемона ще предизвика значителен интерес от пазара, но инвестиционните посредници вече взеха мерки за ограничаване на презаписването.

Изискването за поръчки, основани на действителни финансови активи ще позволи пропорционално участие на институционални инвеститори и спекуланти. Въпреки това, компанията е атрактивна и презаписването ще е над средното за останалите публични предлагания тази година – Първа инвестиционна банка, Корпоративна търговска банка, Каолин и Девин.

Финансово състояние и прогнози

Компанията очаква силен растеж на приходите си през 2007 и 2008 г. Третият етап от енергийния проект Ломски лигнити, който включва изграждането на ТЕЦ, ще подкрепи ръста и в по-дълготраен етап, като се очаква 2009 г. да бъде най-силната в това отношение. Енемона ще разчита на големите проекти в енергийния сектор и в бъдеще – втората атомна централа и ТЕЦ-овете от Марица Изток, като обществените поръчки ще осигурява половината от приходите на компанията. Енемона също така планира да придобие допълнителни активи, за да увеличи пазарния си дял в строителството.

Компанията очаква значително подобрене на нормата на печалба през следващите няколко години. Допълнителните приходи от продажбата на финансови активи ще подкрепят печалбата през 2007 и 2008 година, когато се предвижда още намаляване на дела в Ломско пиво. Очаква се стабилизиране на нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация (ЕБИТДА) на ниво от 22% през 2012, когато компанията ще навлезе в по-зрял етап на растеж. Енемона има значителен дълг, включително и облигационна емисия, с който е финансира разрастването на дейността си. Част от привлечения капитал ще се използва за покриване на дълговете, а компанията планира ново набиране на средства през борсата за финансиране на бъдещите си проекти.

лева '000	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Продажби	82 595	80 192	118 118	149 343	178 134	188 456
Ръст на продажбите	35,5%	36,6%	52,3%	30,7%	23,2%	13,4%
ЕБИТДА	9 859	16 047	31 562	45 955	61 695	70 410
Норма на ЕБИТДА	11,9%	14,2%	18,4%	20,5%	22,3%	22,4%
Амортизация	3 160	3 755	6 424	10 001	14 229	15 357
ЕБИТ	6 699	12 292	25 138	35 954	47 465	55 053
Норма на ЕБИТ	8,1%	10,9%	14,6%	16,0%	17,1%	17,5%
ЕВТ	9 878	18 824	24 203	26 397	35 172	41 878
Нетна печалба	9 300	17 765	21 978	24 022	32 062	38 204

Прогнози: Енемона

Оценка според коефициенти

Оценката според основните коефициенти показват много атрактивни стойности спрямо ликвидните български компании. Изчисляването на финансовите резултати за последните дванадесет месеца е на база консолидираните отчети, като бързият растеж в началото на годината ги поставя по-високо от прогнозите на компанията за продажбите и печалбата през 2007. При изчисляването на цена/счетоводна стойност (P/B) включваме и капиталът, който ще бъде набран чрез публичното предлагане. Големият дълг на компанията увеличава стойността на предприятието (EV), но при намаление на дълга и вливане на свободен паричен ресурс ще се наблюдава подобрене на коефициентите EV/EBITDA и EV/Sales. При максималната цена компанията се предлага десет пъти над печалбата преди данъци, лихви и амортизация.

Коефициентите, калкулирани чрез прогнозираните резултати на Енемона, са по-високи, поради по-ниската очаквана нетна печалба за 2007 година. Според нашите оценки обаче, нетната печалба за годината трябва да надхвърли 11.3 млн. лв. Прогнозата за четвъртото тримесечие е направена на база очаквания ръст на приходите и норма на печалба преди данъци, лихви и амортизация от 11%, независимо от по-високата стойност досега. Ръстът на продажбите и печалбата през 2008 г. водят до значително подобрене в коефициентите цена/печалба и цена/продажби. Компанията очаква още посилен растеж през 2009 г. Изключваме показателя цена/счетоводна стойност, тъй като той ще бъде по-нисък заради натрупването на нетната печалба и добавянето на средствата от IPO-то. .

Цена	11,00	16,80
Брой акция	11 933 600	11 933 600
Пазарна капитализация	131 269 600	200 484 480
Нетна печалба	13 186 000	13 186 000
цена/печалба	9,96	15,20
Приходи	87 900 000	87 900 000
цена/приходи	1,49	2,28
Собствен капитал	31 159 000	31 159 000
цена/счетоводна стойност	4,21	6,43
Капитал, след IPO	53 159 000	64 759 000
цена/счетоводна стойност	2,47	3,10
EV	171 252 600	240 467 480
EBITDA	20 203 000	20 203 000
EV/EBITDA	8,48	11,90
EV/Приходи	1,95	2,74

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цена	11,00	16,80
Брой акция	11 933 600	11 933 600
Пазарна капитализация	131 269 600	200 484 480
2007 Прогнози от Енемона		
Нетна печалба	9 300 000	9 300 000
цена/печалба	14,12	21,56
Приходи	82 595 000	82 595 000
цена/приходи	1,59	2,43
2007Прогнози от ЕЛАНА Трейдинг		
Нетна печалба	11 345 000	11 345 000
цена/печалба	11,57	17,67
EBITDA	17 165 000	17 165 000
цена/EBITDA	7,65	11,68
2008 Прогнози от Енемона		
Нетна печалба	17 765 000	17 765 000
цена/печалба	7,39	11,29
Приходи	112 819 000	112 819 000
цена/приходи	1,16	1,78

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнение със сектора

Компаниите в сектора на строителството в Източна Европа се радват на силен растеж на приходите през последните няколко години. Поради това те се търгуват 20-30 пъти над печалбите си, като стойността на показателя е висока дори спрямо печалбата преди данъци, лихви и амортизация (EBITDA). Интересното е обаче, че повечето компании се търгуват близо или под стойността на техните приходи от продажби.

Компания	Страна	P/B	P/S	P/EBITDA	P/E	Estimated P/E	EBIT margin	Sales Growth
Polimex Mostostal	Полша	3,90	0,99	18,51	37,17	33,40	4,36	34,25
Enka Insaat Ve Sanayi	Турция	5,40	2,83	17,89	27,71	25,25	13,13	43,14
Putevi	Сърбия	5,58	1,73	12,28	27,78	-	2,61	-7,10
Budimex	Полша	3,59	0,58	56,29	-	42,87	12,73	78,05
Ulma Constuccion Polska	Полша	12,86	8,40	17,31	39,36	27,04	29,70	56,46
Hidroelektra Niskogradnija	Чехия	5,50	0,95	24,42	46,81	-	1,68	44,71
Sevzapelectrosetstroy	Русия	4,63	0,75	9,36	16,77	-	6,89	-
AS Eesti Ehitus	Естония	3,86	0,67	-	8,82	10,55	8,09	-
Средно		5,67	2,11	22,29	29,20	27,82	9,90	41,59

Източник: "Блумбърг"

Оценка с дисконтиране на паричния поток

Оценката ни с дисконтиране на паричните потоци е базирана на очакванията на Енемона за следващите пет години, към които добавяме модел на постепенно намаление на темповете на растеж. Запазваме нормата на печалба преди данъци, лихви и амортизация от 22%, като даваме на инвестициите и амортизацията дял от по 4% спрямо приходите от продажби. Анализът на чувствителността е на базата на дългосрочен растеж между 1.5 и 3.5% и среднопретеглена цена на капитала в рамките на 10 до 14%. Дисконтираният паричен поток отчита оценка на акция между 22,23 и 49,92 лв.

Енемона	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Terminal
BGN'000											Year
EBIT	12 292	25 138	35 954	47 465	55 053	61 543	67 698	75 202	79 714	82 903	84 976
EBIT(1-T)	11 063	22 624	32 359	42 719	49 548	55 389	60 928	67 682	71 743	74 613	76 478
Add: D&A	3 755	6 424	10 001	14 229	15 357	15 825	17 408	16 712	17 714	18 423	18 883
Less: Investments	30 000	25 000	20 000	14 229	15 357	15 825	17 408	16 712	17 714	18 423	18 883
Less: Change NWC	9 067	9 123	13 206	13 026	-6 403	7 536	7 034	6 189	5 013	3 543	2 360
FCF	-24 249	-5 075	9 153	29 692	55 950	47 853	53 894	61 493	66 730	71 070	74 118
PV FCF	-22 913	-4 282	6 895	19 970	33 599	25 657	25 800	26 284	25 466	24 217	
Sum of PV FCF	160 693										
				Growth Rate							
				WACC	SA	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	
			10,0%		41,04	42,85	44,89	47,23	49,92		
			11,0%		34,76	36,07	37,54	39,19	41,06		
			12,0%		29,73	30,71	31,79	33,00	34,34		
			13,0%		25,63	26,38	27,19	28,09	29,08		
			14,0%	22,23	22,81	23,44	24,12	24,87			
PV of Continuing Value	265 844										
Total PV Free Cash Flows	426 537										
Less: Outstanding Debt	47 117										
PV of Equity	379 420										
Брой акции	11 933 600										
Цена на акция	31,79										

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Ценови цели

Методите за оценка ни дават увереност, че цената на IPO-то ще бъде максималната или много близо до това ниво. Ценовата цел в едногодишен период ще зависи от способността на Енемона да преизпълни прогнозите за продажби и печалба. Очакваме акцията да се търгува на цена 25-30 пъти над печалбата без ефекта от извънредни приходи, през следващите едно или две тримесечия. По високо P/E лесно може да бъде постигнато, ако компанията покаже подобрение на нормата на печалба през следващата година и спечели доверието на пазара.

Финансови данни

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2005	2006	3Q2006	3Q2007
Продажи	46 351	60 959	33 835	60 776
Production expenses	39 040	49 602	31 766	49 447
Personnel expenses	4 765	4 448	6 309	6 309
Net income from financial activities	(205)	131	179	1 985
Other revenues and expenses	8	34	24	75
EBITDA	3 755	9 188	3 750	14 765
Depreciation	1 403	2 068	1 478	1 362
EBIT	2 352	7 120	2 272	13 403
Interest expense	630	1 317	573	1 839
Печалба преди данъци	1 722	5 803	1 699	11 564
Разходи за данъци	217	780	0	1 156
Печалба след данъци	1 505	5 023	1 699	10 408
Миноритарен интерес	15	151	68	463
Нетна печалба	1 490	4 872	1 631	9 945

Баланс (в хил. лв.)	2005	2006	3Q2006	3Q2007
Общо активи	38 949	66 865	52 969	98 789
Нетекущи активи	11 784	23 460	17 077	43 343
Дълготрайни материални активи	10 072	17 952	14 781	33 820
Инвестиции	1 347	1 115	1 185	2 318
Търговска репутация	80	(2 250)	80	(1 816)
Текущи активи	27 165	43 405	35 892	55 446
Запаси	7 935	11 536	10 681	22 300
Вземания	18 177	24 731	22 148	24 190
Финансови активи и пар. средства в брой	1 053	6 999	2 865	8 563
Задължения + Собствен капитал	38 949	66 865	52 969	98 789
Собствен капитал	9 323	13 041	11 966	31 159
Основен капитал	3 683	5 947	5 974	9 819
Резерви	1 836	1 728	3 885	10 912
Печалба	3 804	5 366	2 107	10 428
Задължения	29 626	53 824	41 003	67 630
Нетекущи пасиви	3 574	21 177	18 832	21 395
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	5 206	7 291	2 857	6 742
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	890	1 338	1 335	18 980
Текущи пасиви	19 805	20 816	17 413	18 125
Други задължения	0	0	0	0
Оборотен капитал	6 470	21 251	17 144	18 341

Отчет на паричните потоци (в хил. лв.)	2005	2006	3Q2006	3Q2007
Нетна печалба	1 490	4 872	1 631	9 945
Амортизация	1 403	2 068	1 478	1 362
Промени в оборотния капитал	-	14 781	(4 107)	1 197
Други постъпления от оперативна дейност	-	(25 436)	(10 278)	(13 424)
Нетен поток от оперативна дейност	(3 428)	(3 715)	(11 276)	(920)
Покупка на дълготрайни активи	4	3	(3 303)	(7 290)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(2 167)	(14 203)	89	331
Нетен поток от инвестиционна дейност	(2 163)	(14 200)	(3 214)	(6 959)
Постъпления/Плащания от ценни книжа	390	3 874	1 808	110
Постъпления/Плащания от заеми	3 624	20 398	14 898	12 075
Изплатени дивиденди	(66)	(90)	(73)	(117)
Други постъпления от инвестиционна дейност	(176)	(321)	(331)	(2 660)
Нетен паричен поток от финансова дейност	3 772	23 861	16 302	9 408
Изменения на паричните средства	0	0	0	0
Пар. средства в началото на периода	(1 819)	5 946	1 812	1 529
Пар. средства в края на периода	2 872	1 053	1 053	7 034

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 анализиранията 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 подсури 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 инвестициите 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 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 й.

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.

Повече информация за текущите препоръки на сайта на ЕЛАНА Трейдинг:

http://www.elana.net/analysis/reports/bul_f_pazar_7/LIST_Preporaki.pdf

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Цачев
Тамара Бечева

Телефон:
+359 2 810 00 23
+359 2 810 07 23

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net