

## **ЕВН България Електроразпределение ЕВН България Електроснабдяване**



Приватизацията на държавния дял (33%) на електроразпределителните дружества в България ще започне с акциите на ЕВН България Електроразпределение и ЕВН България Електроснабдяване. Те са собственост на местната дъщерна компания на австрийското дружество EVN AG.

Услугите на ЕВН България Електроразпределение включват поддържането на мрежи и доставянето на електричество до клиентите. Компанията функционира на енергийния пазар, след юридическото разделяне на дейностите по разпределение и снабдяване от 1 януари 2007 г. През 2010 г. компанията е доставила 8 TWh електроенергия на 1.64 млн. клиента. Поддържа около 55 600 км ел. мрежа с висок, среден и нисък волтаж и над 12 000 трафопостове, станции и подстанции.

ЕВН България Електроснабдяване притежава лиценз за снабдяване на клиентите с ел. енергия на регулиран пазар. През 2010 г. компанията е доставила 7.87 TWh електричество.

Приватизацията е осъществена в началото на 2005 г., когато ЕВН закупи 67% от електроразпределителните компании в Пловдив и Стара Загора.

Акциите на двете дружества ще бъдат предложени за приватизация на 21 декември през БФБ и чрез метода на смесен, закрит аукцион. Минималната цена на всяка емисия е определена както следва:

- 51 612 акции на ЕВН България Електроразпределение ще бъдат предложени на минимална цена 1 373.92 лв. с присвоен борсов код **EV6**. Общата стойност на държавният дял ще е най-малко 70.9 млн. лв.
- Минималната цена за 62 106 акции на ЕВН България Електроснабдяване е 120.31 лв. за акция, с борсов код **1EV**. Държавният дял е с минимална стойност 7.5 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.

Средната годишна инвестиция за последните 5 години надвишава 120 млн. лв., като фокусът им е основно модернизацията на мрежата. Компанията възнамерява да поддържа това ниво. ЕВН България Електроразпределение намали загубите си по мрежата от 17% през 2005 г. на 12% през 2010 г., което се отрази в спестяване на 400 GWh. Прекъсванията на тока също падат с 39%. Събираемостта на вземанията се повишава от 93% през 2005 г. на 99% през 2010 г.

## Финансов анализ

### Приходи

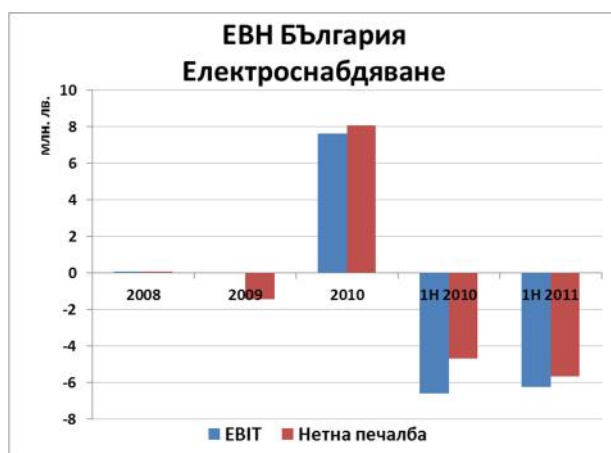
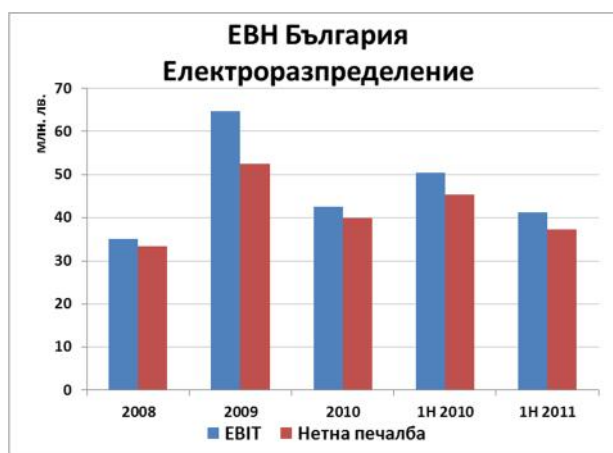
Приходите на ЕВН намаляват през 2010 г. и през първата половина на 2011 г., въпреки че доставеното електричество е с 1.2% повече през миналата година. Двете дружества отчетоха по-силен спад през полугодиято спрямо всяка от предишните две години. Сравнителните данни с всяка от другите компании показват същата зависимост – аналозите на ЕВН България Електроразпределение отчитат 8% спад на приходите през 2010. Дружествата на Е.ОН и ЧЕЗ обаче имат по 1% ръст на приходите от продажби за крайните клиенти.



### Финансови резултати

Компаниите на ЕВН България имат най-големите печалби през 2010 г. в сравнение с останалите електроразпределителни дружества в страната. Въпреки че намалението през полугодиято е значително спрямо година по-рано, ЕВН Електроразпределение генерира голяма печалба през периода. Резултатите на ЕВН Електроснабдяване са много по-волатилни, като печалбата от 2010 г. може да се окаже изключение. Сравнението с другите компании показва, че само дружествата на Е.ОН отчитат загуби за миналата година.

Финансовите резултати зависят в голяма степен от политиката на регулаторния орган, но в дългосрочен период се очаква компаниите да работят на печалба. Крос-субсидиите между отделните двойки компании не са разрешени от закона.



**Оценка**

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

	ЕВН България Електроразпределение	ЕВН България Електроснабдяване
Последна цена	1 373.92	120.31
Брой акции	156 400	188 200
Капитализация	214 881 088	22 642 342
Държавен дял	71 627 029	7 547 447
Нетна печалба	31 931 000	7 108 000
P/E - цена/печалба	6.73	3.19
Собствен капитал	545 716 000	67 115 000
P/B - цена/капитал	0.39	0.34
Продажби	303 245 000	584 884 000
P/S - цена/продажби	0.71	0.04
RoE	5.85%	10.59%
RoA	4.04%	5.10%

Източник: ЕВН България  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Изчислихме показателите за оценка по минималната цена на всяка от двете емисии. Тези ценови равнища са много атрактивни, но трябва да се има предвид, че те са и 3.3 пъти по-ниски от нивата при приватизацията в началото на 2005 г.

**Сравнение със сходни компании**

Сравнихме двете подразделения на ЕВН България с най-големите компании по света, които работят в сектора на електрическата енергия.

**Таблица 2**  
**Сравнение**  
**със сходни**  
**компани**

ЕВН Електроразпределение			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	12.80	1.24	0.86
Капитализация	408 754 000	545 716 000	303 245 000
Цена	2613.52	3489.23	1938.91
Тежест	50%	40%	10%
Текуща цена		1373.92	
Справедлива стойност		2896.34	
Премия (отбив) от текущата цена		110.81%	

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

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

ЕВН Електроснабдяване			
Показатели	P/E	P/B	P/S
Медиана	12.80	1.24	0.86
Капитализация	90 990 681	83 249 580	503 423 988
Цена	483.48	442.35	2674.94
Тежест	50%	50%	0%
Текуща цена		120.31	
Справедлива стойност		462.91	
Премия (отбив) от текущата цена		284.77%	

Източник: Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Даваме по-голяма тежест на печалбите при оценката на ЕВН Електроразпределение, като приходите не са от съществено значение за оценката на другото дружество. Равнището на собствения капитал също подкрепя идеята за постигане на по-високи цени от минималните, но вероятно финансовите инвеститори ще се фокусират основно върху текущата норма на печалба и възвръщаемостта на капитала.

### **Препоръки и ценова цел**

Компаниите на ЕВН България са най-малките в сектора у нас по отношение на приходите. Въпреки това приватизацията им изпълнява две много важни условия:

- Минималните цени са много ниски и няма да са пречка пред навлизането на инвеститорите в трудния за капиталовите пазари период и липсата на доверие. Още по-важно е, че те дават възможност за добри капиталови печалби, които отново ще върнат интереса към фондовата борса и българските акции;
- Смесеният-закрит аукцион е сред най-добрите начини за определяне на пазарната цена чрез търсенето. Той е добра възможност за участие и от страна на индивидуалните инвеститори.

Това са причините за поне неутрално отношение към целия процес на приватизацията на дружествата в трудните борсови времена днес. Прекалено много фактори сочат срещу успеха на сделките в тяхната им функция на катализатор за развитието на капиталовия пазар. Съмняваме се, че времето на публичното предлагане е достатъчно дълго, за да бъде привлечен нормален инвестиционен интерес. Българските институционални инвеститори определят разпространената информация преди предлагането като недостатъчна. Преобладаващото чувство е, че акциите ще бъдат купени от един или няколко големи инвеститора, което ще ограничи изключително много вторичната търговия.

Нашата препоръка към инвеститорите е да участват в аукциона с лимитирани поръчки на цени поне 25% по-ниски от справедливата цена на акция, която се получава чрез сравнението с фирми от отрасъла. По отношение на структурата на инвестицията препоръчваме покупката на повече акции от ЕВН България Електроразпределение и поддържането само на малък дял на ЕВН България Електроснабдяване в портфейла поради много волатилните финансови резултати на дружеството.

---

**ЕВН България Електроразпределение**

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Приходи от пренос по разпределителната мрежа</b>	159 406	179 346	323 185	354 240	356 440
Приходи от други услуги	10 125	10 044	19 928	20 590	12 047
Други оперативни приходи	1 317	808	1 639	2 725	4 777
Отчетна стойност на продадените стоки	(3)	(18)	(53)	(650)	(23)
Капитализирани разходи	2 870	2 824	6 086	8 482	2 368
Технологични разходи за пренос по мрежата	(45 988)	(44 522)	(99 679)	(104 440)	(96 849)
Приходи/(Загуби) от обезценка	(1 579)	213	(2 311)	(1 236)	(22 707)
Разходи за материали	(8 152)	(10 303)	(21 669)	(20 876)	(29 255)
Разходи за външни услуги	(19 353)	(18 706)	(44 927)	(45 309)	(50 898)
Разходи за амортизации	(34 200)	(35 818)	(71 752)	(75 678)	(55 920)
Разходи за персонала	(31 165)	(31 121)	(64 443)	(65 218)	(63 916)
Други оперативни разходи	7 826	(2 308)	(3 539)	(7 992)	(20 988)
<b>Резултат от оперативна дейност</b>	<b>41 104</b>	<b>50 439</b>	<b>42 465</b>	<b>64 638</b>	<b>35 076</b>
<b>Финансови Приходи/разходи - нетно</b>	<b>(673)</b>	<b>92</b>	<b>2 268</b>	<b>(5 315)</b>	<b>2 207</b>
<b>Резултат за периода преди данъци</b>	<b>40 431</b>	<b>50 531</b>	<b>44 733</b>	<b>59 323</b>	<b>37 283</b>
Разходиза данъци, нетно	(3 171)	(5 281)	(4 812)	(6 818)	(3 932)
<b>Печалба/загуба за периода</b>	<b>37 260</b>	<b>45 250</b>	<b>39 921</b>	<b>52 505</b>	<b>33 351</b>

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Активи</b>					
Общо нетекущи активи	685 676	663 101	684 906	646 493	592 777
<i>Машини, съоръжения и оборудване</i>	<i>660 050</i>	<i>637 333</i>	<i>657 509</i>	<i>622 726</i>	<i>571 604</i>
Общо текущи активи	104 797	94 329	76 445	89 980	88 883
<b>Общо Активи</b>	<b>790 473</b>	<b>757 430</b>	<b>761 351</b>	<b>736 473</b>	<b>681 660</b>

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Капитал и резерви</b>					
Регистриран капитал	1 564	1 564	1 564	1 564	1 564
Резерви	506 892	466 970	466 970	419 465	71 775
Неразпределена печалба/(Непокрита загуба)	37 260	45 250	39 921	52 505	347 690
<b>Общо собствен капитал</b>	<b>545 716</b>	<b>513 784</b>	<b>508 455</b>	<b>473 534</b>	<b>421 029</b>
<b>Задължения</b>					
Общо нетекущи задължения	197 469	186 254	193 152	183 857	171 780
Общо текущи задължения	47 288	57 392	59 744	79 082	88 851
<b>Общо задължения</b>	<b>244 757</b>	<b>243 646</b>	<b>252 896</b>	<b>262 939</b>	<b>260 631</b>
<b>Общо собствен капитал и задължения</b>	<b>790 473</b>	<b>757 430</b>	<b>761 351</b>	<b>736 473</b>	<b>681 660</b>

**ЕВН България Електроснабдяване**

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Приходи от продажби</b>	<b>303 642</b>	<b>357 340</b>	<b>638 582</b>	<b>684 818</b>	<b>624 009</b>
Други приходи	10 067	7 908	13 638	19 431	18 934
Отчетна стойност на продадената ел. енергия	(304 417)	(348 566)	(624 350)	(665 252)	(613 427)
Загуби от обезценка	(799)	(1 641)	(3 121)	(1 265)	(13 459)
Разходиза материали	(5)	(28)	(53)	(42)	(27)
Разходиза външни услуги	(5 099)	(4 649)	(9 398)	(7 593)	(6 155)
Разходиза външни услуги - вътрешногрупови	(3 905)	(4 492)	(9 061)	(10 488)	(7 189)
Разходиза амортизации			(1)	(1)	(1)
Разходиза персонала	(624)	(719)	(1 327)	(1 116)	(1 274)
Други оперативни разходи	(5 078)	(11 738)	2 750	(18 467)	(1 346)
<b>Резултат от оперативна дейност</b>	<b>(6 218)</b>	<b>(6 585)</b>	<b>7 659</b>	<b>25</b>	<b>65</b>
<b>Финансови Приходи/разходи - нетно</b>	<b>(8)</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>84</b>	<b>(154)</b>
<b>Резултат за периода преди данъци</b>	<b>(6 226)</b>	<b>(6 582)</b>	<b>7 663</b>	<b>109</b>	<b>(89)</b>
Разходиза данъци, нетно	557	1 902	434	(1 517)	162
<b>Печалба/загуба за периода</b>	<b>(5 669)</b>	<b>(4 680)</b>	<b>8 097</b>	<b>(1 408)</b>	<b>73</b>

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Активи</b>					
Общо нетекущи активи	5 463	6 465	5 122	4 112	4 494
Общо текущи активи	133 823	139 421	147 947	153 546	157 579
<b>Общо Активи</b>	<b>139 286</b>	<b>145 886</b>	<b>153 069</b>	<b>157 658</b>	<b>162 073</b>

(в хил. лв)	30 Юни 2011	30 Юни 2010	2010	2009	2008
<b>Капитал и резерви</b>					
Регистриран капитал	1 882	1 882	1 882	1 882	1 882
Резерви	70 902	64 213	64 213	64 213	9 888
Неразпределена печалба/(Непокрита загуба)	(5 669)	(6 088)	6 689	(1 408)	54 325
<b>Общо собствен капитал</b>	<b>67 115</b>	<b>60 007</b>	<b>72 784</b>	<b>64 687</b>	<b>66 095</b>
<b>Задължения</b>					
Общо нетекущи задължения	1 338	978	947	339	79
Общо текущи задължения	70 833	84 901	79 338	92 632	95 899
<b>Общо задължения</b>	<b>72 171</b>	<b>85 879</b>	<b>80 285</b>	<b>92 971</b>	<b>95 978</b>
<b>Общо собствен капитал и задължения</b>	<b>139 286</b>	<b>145 886</b>	<b>153 069</b>	<b>157 658</b>	<b>162 073</b>

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

**Разкриване 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 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

<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 публикуването 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)