



Цена на акцията на Енемона



• Енемона обяви 11% спад на приходите през четвъртото тримесечие в сравнение с преди година. Продажбите за цялата 2011 г. са с 1.5% по-високи, въпреки че дела на търговията с електричество продължи да нараства и достигна 54% през четвъртото тримесечие. Приходите от сегмента надминаха 90 млн. лв. през 2011 г. Това допринесе за влошаване на възвръщаемостта.

• Оставащият обем на подписани договори в строителството беше на стойност 131 млн. лв. в края на 2011 г. Това е ръст от 4% на тримесечна база. 90% от подписаните договори са с клиенти в чужбина. Енемона също така обяви сключването на нови договори за 36.8 млн. лв. през последното тримесечие.

• Дружеството беше дълбоко „на червено“ през последните години – генерира загуби през последните три от четири тримесечия. Разходите по търговията с ел. енергия се повишиха, едновременно с нарастването на обемите. Другите групи разходи се понижиха, но не значително, за да повлияят на доходността. Разходите за материали са под 20% от общите приходи, докато делът на разходите за външни услуги се стабилизира на 15%.

• Загубата за 2011 г. беше 8.5 млн. лв. Въпреки това Енемона имаше значителни разходи за обезценка. Те надвишиха 35 млн. лв., а най-голям дял (22.6 млн. лв.) се дължеше на вземания по договори за изграждане на източници на зелена енергия. Енемона обяви, че получава плащания, които са гарантирани но предпочита да отпише активи. Други 11 млн. лв. вземания и заеми също са отписани. Репутацията на компанията намалю с 1.3 млн. лв. от придобиването на дъщерната ЕМКО.

• Еднократните ефекти имаха значително влияние върху финансовите резултати на Енемона, включително печалбата от замяната на вземания срещу акции на публичната компания Енергони (2EL). Позитивният ефект беше 2.55 млн. лв. и се отрази през декември. Очакваме значителна печалба от акциите на компанията, които при текущите цени са на стойност 10 млн. лв. Пазарът няма да подкрепи книгата на Енемона поради значителната финансова печалба. Друг еднократен ефект беше продажбата на дъщерни дружества. Енемона продаде 99.98% от капитала на Агро инвест инженеринг през март 2011 г. за 18.4 млн. лв. Негативният резултат беше 5.3 млн. лв.

• Отписванията се отразиха в спад на вземанията до 40% от активите. Паднаха до 93 млн. лв. в края на 2011 г. и това ниво отговаряше на средното за 2010 г. В същото време задълженията са два пъти по-малко от вземанията. Съотношението дълг към собствен капитал е стабилно през последните години – 0.76. Структурата на банковите заеми се промени през 4 тримесечие след като дългосрочните заеми намалюха до 14.2 млн. лв.

Оценка

Таблица 1
Сравнение
на коефици-
енти

	2009	2010	2011
Последна цена	9.10	7.10	3.49
Брой акции	11 933 600	13 036 501	13 036 501
Капитализация	108 595 760	92 559 157	45 497 388
Нетна печалба	14 816 000	4 662 000	-8 535 000
P/E - цена/печалба	7.33	19.85	-5.33
Собствен капитал	96 497 000	106 295 000	97 256 000
P/B - цена/капитал	1.13	0.87	0.47
Продажби	185 513 000	188 897 000	179 768 000
P/S - цена/продажби	0.59	0.49	0.25
EV	153 378 760	173 748 157	107 949 388
ЕВITDA	26 701 000	15 052 000	-387 000
EV/ЕВITDA	5.74	11.54	-278.94
RoE	15.35%	4.39%	-8.78%
RoA	6.42%	1.86%	-3.45%

Източник: Енемона
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Загубата на Енемона оказа натиск върху цената на акцията до рекордно ниско ниво. Въпреки че съотношението цена към печалба е отрицателно, останалите два важни коефициента паднаха значително. Половината от тази загуба е следствие на еднократни ефекти. Също така планираме да променяме бъдещата печалба с финансовия резултат от инвестициите. Ниското съотношение цена към продажби не е сравнимо с това на строителните компании, след като половината от приходите са от търговия с ел. енергия. Въпреки това, коефициентите изключват оценката на бъдещите дейности от проекта Ломски лигнити.

Сравнение със сходни компании

Сравняваме Енемона с компании, свързани с изграждането на големи енергийни проекти или техни мощности, въпреки че българското дружество увеличава дела на приходите от търговия с ел. енергия до ниво, което променя коефициентите за доходност. Използваме медианата на коефициентите.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
компани

Показатели	P/E	P/B	P/S	EV/ЕВITDA
Медиана	11.71	0.90	0.43	6.99
Капитализация	-99 962 133	87 541 828	77 655 192	-65 156 788
Цена	-7.67	6.72	5.96	-5.00
Тежест	0%	50%	50%	0%
Текуща цена		3.49		
Справедлива стойност		6.34		
Премия (отбив) от текущата цена		81.55%		

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Енемона отчете загуба за 2011 г., която направи съотношенията цена/печалба и EV/ЕВITDA неизползваеми за оценка. Добавихме ги с тегло нула, за да оценим влиянието им при определянето на справедливата цена, тъй като изключването им допринася към нея. В такъв случай, получаваме цена, която не може да използваме като едногодишна ценова цел.

Накратко, намаляващите резултати на Енемона представят стойността на компанията в негативна светлина и без подобрене на печалбата няма причина за позитивна реакция на пазара към акциите.

Дисконтирани парични потоци

Моделът на дисконтираните парични потоци включва бъдещите възможност за растеж. Енемона промени чувствително структурата на приходите си и възвръщаемостта ѝ в миналото не е водеща при определяне на възвръщаемостта при подобрене на пазарните условия.

Таблица 3, Дисконтирани парични потоци

Енемона	Terminal										
BGN'000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Year
ЕБИТ	2 078	4 779	11 470	19 785	21 764	23 505	24 915	26 161	27 338	28 432	29 427
ЕБИТ(1-Т)	1 870	4 301	10 323	17 807	19 588	21 155	22 424	23 545	24 605	25 589	26 484
Плюс: Амортизации	4 156	4 779	5 735	6 595	7 255	7 835	8 305	8 720	9 113	9 477	9 809
Минус: Инвестиции	4 156	4 779	5 735	6 595	7 255	7 835	8 305	8 720	9 113	9 477	9 809
Минус: Промяна об. капитал	-5 443	6 234	9 558	8 602	6 595	5 804	4 701	4 153	3 924	3 645	3 433
FCF	7 313	-1 932	765	9 205	12 992	15 351	17 723	19 393	20 680	21 944	23 051
PV FCF	6 648	-1 597	574	6 287	8 067	8 665	9 095	9 047	8 771	8 460	
Sum of PV FCF	64 017										
PV of Continuing Value	136 727										
Total PV Free Cash Flows	200 744										
					Growth Rate						
					SA	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	
Минус: Лихвоносен дълг	81 840				8.0%	13.30	16.03	17.85	20.12	26.95	
Плюс: Финансови активи	4 886				9.0%	9.98	11.76	12.89	14.25	17.99	
НС на капитала	123 790				10.0%	7.53	8.75	9.50	10.37	12.64	
Брой акции (хил.)	13 037				11.0%	5.64	6.51	7.03	7.62	9.10	
Цена на акция	9.50				12.0%	4.16	4.79	5.16	5.58	6.60	

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Моделът е базиран на очакванията ни за растеж на приходите с пик през 2014 г. Растежът ще дойде основно от строителство, като дори повишихме нормата на ЕБИТДА на 8% през 2015 г. Нормата на печалба ще остане под средното от 17% отчетено през 2007-2009 г. Моделът е позитивно повлиян от ниското ниво на инвестиции, което сме включили. Въпреки това, в случай на развитие по проекта Ломски лигнити, Енемона няма да е инвеститор. В модела не са включени оценка на приходите от проекта. Цената на акция е 9.50 лв. Това е значително над текущата цена на акция и показва потенциала за генериране на стойност за акционерите.

Препоръки и ценова цел

- Препоръка:** Даваме препоръка ЗАДРЪЖ на Енемона, поради ниската цена на акция.
ЗАДРЪЖ Акцията е на историческото си дъно, но предпочитаме да видим подобрене във финансовите резултати преди да препоръчаме покупка. Поради
- Ценова цел:**
 - това не даваме и едногодишна ценова цел.
- Нагоре:**
 -

Енемона (Е4А)

Финансов отчет 2011

30 март 2012

Финансови данни:

Отчет на приходите и разходите (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Продажби	89 382	136 247	185 513	177 097	179 768
Продуктови разходи	66 986	98 588	129 022	136 730	155 719
Разходи за персонала	7 156	17 667	34 516	30 406	28 408
Нетен приход от финансова дейност	5 153	3 545	3 948	2 996	3 861
Други приходи и разходи	352	812	778	0	111
ЕБИТДА	20 745	24 349	26 701	12 957	(387)
Амортизация	1 952	3 038	4 665	3 121	3 177
ЕБИТ	18 793	21 311	22 036	9 836	(3 564)
Разходи за лихви	3 522	5 217	5 040	4 990	4 746
Печалба преди данъци	15 271	16 094	16 996	4 846	(8 310)
Разходи за данъци	889	1 586	1 771	399	612
Печалба след данъци	14 382	14 508	15 225	4 447	(8 922)
Миноритарен дял	396	464	409	(215)	(387)
Нетна печалба	13 986	14 044	14 816	4 662	(8 535)
Печалба на акция	1.17	1.18	1.24	0.36	(0.65)

Баланс (в хил. лв.)	2007	2008	2009	2010	2011
Общо активи	134 551	191 085	230 716	250 140	247 502
Невнесен капитал	0	0	0	0	0
Нетекучи активи	49 637	80 963	104 602	115 648	84 470
Дълготрайни материални активи	41 842	64 736	72 423	80 964	52 551
Инвестиции	3 664	11 836	15 373	9 917	4
Текущи активи	84 914	110 122	126 114	134 492	163 032
Запаси	26 216	45 492	20 715	12 245	4 481
Вземания	25 542	40 432	81 971	115 570	93 115
Финансови активи	0	1 625	49	49	53 700
Парични средства в брой	33 106	22 519	23 379	6 628	11 736
Задължения + Собствен капитал	134 551	191 085	230 716	250 140	247 502
Собствен капитал	76 354	85 223	96 497	106 295	97 256
Основен капитал	11 934	11 934	11 934	13 037	13 037
Резерви	49 932	59 300	55 176	75 345	75 452
Печалба	14 488	13 989	29 387	17 913	8 767
Задължения	58 197	105 546	133 903	143 845	150 246
Нетекучи пасиви	20 162	23 825	7 111	9 757	17 842
Дългосрочни задължения по получени банк. заеми	8 069	17 544	11 987	20 422	14 294
Краткоср. задълж. по получени банкови заеми	7 566	28 655	56 175	67 395	59 894
Текущи пасиви	19 289	32 393	52 494	40 034	56 038
Други задължения	29	0	0	0	0
Оборотен капитал	58 059	49 074	17 445	27 063	47 100

Отчет на паричните потоци (в хил. лв)	2007	2008	2009	2010	2011
Нетна печалба	13 986	14 044	14 816	4 662	(8 535)
Амортизация	1 952	3 038	4 665	3 121	3 177
Промени в оборотния капитал	36 808	(8 985)	(31 629)	9 618	20 037
Други постъпления от оперативна дейност	(56 753)	(1 403)	33 895	(45 355)	(13 996)
Нетен поток от оперативна дейност	(4 007)	6 694	21 747	(27 954)	683
Покупка на дълготрайни активи	(12 177)	(25 753)	(21 364)	(10 443)	74
Други постъпления от инвестиционна дейност	33 475	11 552	(16)	(1 155)	12 540
Нетен поток от инвестиционна дейност	21 298	(14 201)	(21 380)	(11 598)	12 614
Постъпления/Плащания от ценни книжа	175	1 658	1 014	11 099	23
Постъпления/Плащания от заеми	16 672	5 744	7 221	20 504	(920)
Изплатени дивиденди	(44)	(767)	(113)	(1 464)	0
Други постъпления от инвестиционна дейност	(7 987)	(9 715)	(7 427)	(7 338)	(7 292)
Нетен паричен поток от финансова дейност	8 816	(3 080)	695	22 801	(8 189)
Изменения на паричните средства	26 107	(10 587)	1 062	(16 751)	5 108
Пар. средства в началото на периода	6 999	33 106	22 519	23 379	6 628
Пар. средства в края на периода	33 106	22 519	23 379	6 628	11 736
Пар. средства на акция:	2.77	1.89	1.96	0.51	0.90

Енемона (Е4А) Финансов отчет 2011

30 март 2012

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
Коефициенти за оценка					
Цена/Печалба (P/E)	15.08	11.39	7.33	19.85	-5.91
Счетоводна стойност (BV)	6.40	7.14	8.09	8.15	7.46
Цена/счет. стойност (P/B)	2.76	1.88	1.13	0.87	0.52
Приходи на акция	7.49	11.42	15.55	13.58	13.79
Цена/Приходи (P/S)	2.36	1.17	0.59	0.52	0.28
Цена/Паричен поток	13.23	9.36	5.57	11.89	-9.42
EV (в лева)	178 366	161 911	109 737	110 451	63 235
EV/Приходи	2.00	1.19	0.59	0.62	0.35
EV/ЕБИТДА	8.60	6.65	4.11	8.52	-163.40
EV/ЕБИТ	9.49	7.60	4.98	11.23	-17.74
Ликвидност					
Текуща ликвидност	3.16	1.80	1.16	1.25	1.41
Бърза ликвидност	2.19	1.06	0.97	1.14	1.37
Дълг					
Дълг към активи	0.43	0.55	0.58	0.58	0.61
Interest coverage	5.34	4.08	4.37	1.97	-0.75
Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.37	0.49	0.20	0.28	0.33
Дълг/Собствен капитал	0.76	1.24	1.39	1.35	1.54
Активи					
Inventory turnover	3.41	2.99	8.96	14.46	40.12
Days sales outstanding	103	107	159	235	186
Fixed asset turnover	1.80	1.68	1.77	1.53	2.13
Total asset turnover	0.66	0.71	0.80	0.71	0.73
Рентабилност					
Profit margin on sales	15.6%	10.3%	8.0%	2.6%	-4.7%
ЕБИТДА норма	23.2%	17.9%	14.4%	7.3%	-0.2%
Basic earning power	14.0%	11.2%	9.6%	3.9%	-1.4%
Възвращемост на активите	10.4%	7.3%	6.4%	1.9%	-3.4%
Възвращемост на Собствен капитал	18.3%	16.5%	15.4%	4.4%	-8.8%
Възвращаемост на инвестициите	13.4%	11.1%	12.8%	3.4%	-6.6%
Информация за дивиденди					
Доход от дивиденди	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Дивидент на акция	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Брой акции:					
	11 933 600	11 933 600	11 933 600	13 036 501	13 036 501
Цена в лв- края на периода:					
	17.67	13.40	9.10	7.10	3.87
Паз. Капитализация в края на периода (лв.)					
	210 866 712	159 910 240	108 595 76092	559 157	50 451 259

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

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: Оценките 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 съвременно 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:

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

Bloomberg Code: ELAN