

Енемона АД - емисия привилегировани акции



Дата

22.Януари.2010

Препоръка

Купувай

Ценова цел за следващите 52 седмици

12.17

Потенциал за поскъпване

31%

Във връзка със стартирането на процедура по увеличение на капитала на публичната компания „Енемона” АД с емисия привилегирани акции, Ви предлагаме кратко представяне на компанията и на самата емисия.

Енемона е една от водещите холдингови компании в сферата на инженеринга и строителството, енергетиката и енергийната ефективност. Първата група дейности включва управление на проекти и инженеринг, изграждане на нови и модернизация на съществуващи мощности, а втората група дейности включва търговия с електроенергия и природен газ, енергийна ефективност и разработка на енергийни проекти. Клиенти на компанията са индустриални и газоразпределителни предприятия, общинския и държавен сграден фонд, енергийни компании и други инвеститори в енергийни мощности проекти. Енемона е лидер в сферата на енергийната ефективност, базирана на т.нар. ЕСКО договори.

Енемона се ползва със статута на една от най-качествените борсови компании и по отношение на корпоративна култура, публичност и отношение към инвеститорите. На Българска фондова борса компанията стъпва през 2005 година с облигационна емисия на стойност 2,5 млн. лева. През 2007 година Енемона осъществява и първично публично предлагане на свои акции на стойност 33 млн. лева. Емисията е презаписана 30 пъти и е една от най-успешните в досегашната история на българския капиталов пазар. В края на миналата и началото на тази година Енемона осъществи и първата емисия варианти на българския пазар. Варантите дават правото да се участва в увеличение на капитала на компанията. Те могат да се упражнят в срок от най-късно шест години, като един вариант дава правото да се купи една нова обикновена акция на емисионна стойност от 18.50 лв. Всяко увеличение на капитала на Енемона през периода на валидност на варантите автоматично променя цената на

упражняването им. След приключване на увеличението на капитала с привилегирани акции Енемона ще бъде освен най-голяма инженерингова и енергийна компания, търгувана на БФБ, но и единствената компания с три борсово търгувани недългови емисии – обикновени и привилегирани акции и варианти.

От гледна точка на позиционирането ѝ на капиталовия пазар в България Енемона е част от водещия борсов индекс SOFIX, както и от по-широкия индекс BG40 и е сред 20-те най-ликвидни позиции на БФБ. Акции ѝ са включени в портфейлите на голяма част от българските институционални инвеститори. Допълнително за ликвидността на двете емисии акции ще се грижи и маркет мейкър, който е задължен по всяко време да поддържа котировки „купува” и „продава”.

Настоящата емисия е в размер на 5 966 800 привилегирани акции. Емисионната цена е 9.92 лева. По привилегированата акция е налице гарантиран, кумулативен, годишен дивидент в размер на 10% от емисионната цена от 9.92 лева. (0.992 лв.) за период от 7 години. Конвертирането в обикновени акции е задължително след изтичане на 7-та година. По всяка стара обикновена акция се издава едно право, като за записването на една привилегирована акция за необходими две права. Борсовата търговия с правата стартира на 25 януари и приключва на 08 февруари. Незаписаните права ще се предложат на аукцион на 17 февруари, а крайната дата за записване на привилегирани акции е 24 февруари.

Акционерна структура

Към момента на изготвяне на проспекта (Октомври 2009) за публично предлагане на привилегирани акции основен акционер в Енемона АД е Дичко Прокопиев Прокопиев, който притежава 78.48% от капитала на дружеството (60.13% пряко и 18.34% чрез Глобал Кепитъл ООД, в което той притежава 96% от капитала).

Инвестиции

Енемона планира инвестиции до 2012 година в размер на 215 млн. лева, част от които ще бъдат финансирани с набраните средства от привилегированата емисия. За финансиране на планираните инвестиции ще се разчита и на упражняване на емисията варианти. От дружеството очакват 2.1 млн. варианти да бъдат упражнени през 2011 година и още 1.1 млн. през 2012 година на цена от 16.78 лв., което означава, че според мениджмънта на компанията пазарната цена на обикновените акции още в началото на следващата година ще надхвърли 16.78 лева за акция. Това според нас е малко вероятно. В този смисъл за реализация на инвестиционната програма на компанията през периода 2011-2012 година ще се разчита на заемно финансиране в по-голяма степен от предвиденото. Планираните инвестиции са разпределени, както следва:

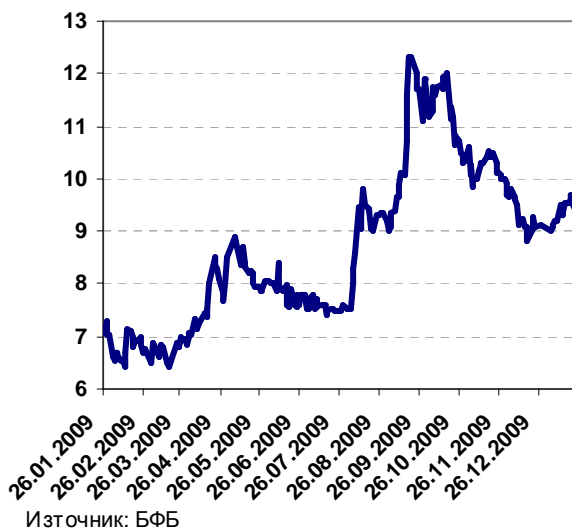
- Енергиен Проект Ломски Лигнити – мина (250 млн. тона лигнитни въглища) и ТЕЦ (между 400 и 600 MW) - 30 млн. лв. Общата инвестиция в проекта се предвижда да бъде около 3 млрд. лева, поради което Енемона използва услугите на Делойт за намиране на стратегически инвеститор и структуриране на сделката.
- ТФЕЦ Никопол (18MW с гориво биомаса) - 120 млн. лв.
- Оперативен Капитал по ОП Околна Среда и Води (2 млрд. евро грант за около 200 съоръжения с краен срок за изграждане 2015 година) - 30 млн. лв.
- Виртуални Газопроводи - 10 млн. лв.
- Инженеринг и Строителство (бази, оборудване) - 10 млн. лв.
- Оперативен Капитал Ютилитис - 15 млн. лв.

Вътрешна норма на възвръщаемост и нетен марж на печалбата по отделните инвестиции

- Енергиен Проект Ломски Лигнити – очаквана вътрешна норма на възвръщаемост от 8%
- ТФЕЦ Никопол – очаквана вътрешна норма на възвръщаемост от 10%
- Виртуални Газопроводи – текуща вътрешна норма на възвръщаемост от 12%
- ОП Околна Среда и Води (пълнен инженеринг и строително-монтажни дейности) – текущ нетен марж на печалбата от 9%
- Инженеринг и Строителство – текущ нетен марж на печалбата от 9%
- Търговия с Енергийни Носители - текущ нетен марж на печалбата от 4,5%

Борсово представяне

Ценова графика, 12м



Ценова статистика

Цена на акция към 22.1.2010	9.3
52 седм. Врх, лв.	13.0
52 седм. Дъно, лв.	6.2
Среднодневен обем, бр.	2 914

Източник: БФБ

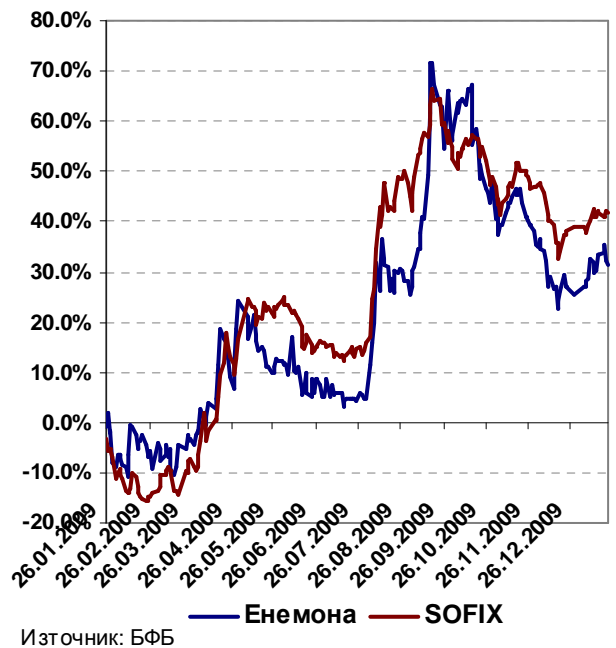
Основни ценови коефициенти

Цена на акция 22.01.2010, лв.	9.3
Пазарна капитализация (Мсар), млн.лв.	110 986
Стойност на компанията (EV),млн.лв.	132 306
P / E, 2009	7.4x
P / B, 2009	1.1x
P / S, 2009	0.7x
EV / EBITDA, 2009	4.8x
EV / EBIT, 2009	5.8x
EV / Revenues, 2009	0.8x

Източник: Енемона, БТБ

Акциите на Енемона са включени в индексите SOFIX, BGTR30, BG40 и са считани за един от блу-чиповете на борсата. Ценовото движение на книгата на Енемона наподобява много това на SOFIX. За последните 12 месеца акциите на Енемона поскъпват с 31.5% при 40.8% ръст за SOFIX. Акциите на Енемона обаче пострадна много по-слабо спрямо пазара. Текущата пазарна цена от 9.3 лева за акция се намира на 56% под върха от края на 2007 година, докато SOFIX е 78% под максимума си. Това показва, че инвестицията в акции на Енемона е успяла да запази значително по-голяма част от нетната си стойност спрямо представянето на пазара.

Процентно изменение на акциите на Енемона и на индекса SOFIX, 12м



Справедлива цена по метода на дисконтираните парични потоци

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
Приходи	166 400	194 700	235 800	285 000	327 750	360 525	396 578	
Себестойност на продукцията	138 782	163 553	196 905	233 706	268 762	295 638	325 202	
Амортизация	4 793	4 892	10 815	13 822	17 665	20 315	22 346	
ЕБИТДА	27 618	31 147	38 895	51 294	58 988	64 887	71 376	
ЕБИТ	22 825	26 255	28 080	37 472	41 323	44 572	49 029	
ЕБИТ*(1-t)	20 543	23 630	25 272	33 725	37 191	40 115	44 126	
Инвестиции в ДМА	-14 478	52 290	70 965	56 025	33 615	30 254	30 254	
Investment in NWC (non-cash)	1 130	1 079	1 177	1 354	1 557	1 790	2 059	
FCFF	38 684	-24 848	-36 055	-9 832	19 684	28 386	34 161	406 435
PV FCFF		-22 700	-29 919	-7 409	13 473	17 647	19 290	233 625
Стойност на фирмата	224 007							
Лихвен дълг	66 299							
Собствен капитал	151 100							
Справедлива цена на акция	12.66							
Собствен капитал	220 421	(с отчетена емисия на 2.99 млн. привилегировани акции и упражняване на 3.2 млн варианти)						
Справедлива цена на акция	12.17	(с отчетена емисия на 2.99 млн. привилегировани акции и упражняване на 3.2 млн варианти)						

Източник: БТБ, Енемона

Направили сме допускането, че средно претеглената цена на капитала (СПЦК) е равна на 10.09%, а следпрогнозният ръст на нетния паричен поток възлиза на 2%. Получената справедлива цена е 12.66 лева на акция, но без да се отчита успешното увеличение на капитала с привилегировани конвертируеми акции и упражняването на издадените варианти. Прилагайки информацията от корпоративната презентация на Енемона¹ за успешното емитиране на близо 3 млн. привилегировани акции, справедливата цена на акция се понижава до 12.10 лева поради по-ниската емисионна цена на привилегированите акции от първоначално изчислената справедлива такава. След отчитане на упражняването на близо 3 млн. варианти при емисионна цена от 16.78 лева за акция справедливата цена се повишава до 12.17 лева. Ние допускаме тяхното упражняване да е факт в началото на 2013 година

В нашите изчисления не сме използвали прогнозираните от емитента график¹ за упражняване на вариантите, според който през 2011 година се очаква да се упражнят 2 119 000 варианта при цена на упражняване от 16.78 лева, а за 2012 1 077 000 броя варианти при емисионна цена от 16.78 лева. За нас е малко вероятно упражняването на вариантите при тази емисионна цена толкова скоро, при планираните от Енемона¹ данни за приходите от продажба и печалбата до 2012 и оскъдната информация за евентуалната продажба на инвестиционни проекти и последващите финансови ефекти от това.

¹ Корпоративна Презентация, Януари 2010, http://enemona.bg/File/Documents/Enemona_IPO2_BG.pdf

Справедлива цена по метода на пазарните множители

Компания (Борса:Код)	EV/Rev	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/Tang BV
RPS Group plc (LSE:RPS)	1.2x	6.8x	7.9x	11.7x	11.9x
Entrepose Contracting (ENXTPA:ENTC)	0.4x	5.0x	6.3x	13.2x	6.3x
Interserve plc (LSE:IRV)	0.2x	3.1x	4.1x	4.5x	NM
WSP Group plc (LSE:WSH)	0.3x	4.0x	5.3x	5.9x	NM
Costain Group plc (LSE:COST)	0.0x	2.7x	3.1x	10.3x	NM
Nippon Koei Co. Ltd. (TSE:1954)	0.4x	7.8x	13.8x	44.0x	0.7x
Renew Holdings Plc (AIM:RNWH)	0.0x	1.3x	1.8x	60.4x	17.2x
May Gurney Integrated Services plc (AIM:MAYG)	0.3x	4.9x	8.4x	47.1x	6.7x
Chicago Bridge & Iron Company N.V. (NYSE:CBI)	0.5x	5.3x	6.5x	11.2x	NM
Oranjewoud NV (ENXTAM:ORANW)	0.4x	4.9x	7.4x	10.3x	3.2x
Instal Krakow SA (WSE:INK)	0.4x	3.6x	3.8x	5.8x	1.2x
Energopol-Poludnie S.A (WSE:EPL)	0.6x	6.0x	14.3x	NM	1.4x
Енемона S.A. (BUL:E4A)	0.8x	4.8x	5.8x	7.4x	1.1x
Висока	1.2x	7.8x	14.3x	60.4x	17.2x
Ниска	0.0x	1.3x	1.8x	4.5x	0.7x
Ср.аритметична	0.4x	4.7x	6.8x	19.4x	5.5x
Медиана	0.4x	4.9x	6.3x	10.7x	3.2x
Тегло на ценовия множител в оценката	20%	20%	20%	10%	30%
Справедлива цена на акция	12.16				

Източник: БТБ, CapitalIQ

Справедливата цена на акция по метода на пазарните множители е 12.16 лева за брой, като в нея е отчетено записване на 50% от предложените привилегировани акции, като е коригиран размерът на собствения капитал с очакваната реализация на 50% от предложената емисия. За изчисляваните пазарни множители са използвани прогнозни финансови данни за 2009 година от корпоративната презентация на компанията. Използвани са пет вида пазарни множители, с различно тегло, най-голямо е то за показателя Стойност на компанията / Нетни приходи (EV / Revenues)- в размер на 20%, следван от коефициентите Стойност на компанията / Печалба преди данъци, лихви и амортизация (EV / EBITDA)-20%, Стойност на компанията / Печалба преди данъци и лихви (EV / EBIT)-20%, Цена / Печалба (P / E)-10% и Цена / Стойност на собствения капитал без нематериални дълготрайни активи (P / tangible B)-30%.

Справедлива цена на акция на Енемона

Справедливата цена на акция на Енемона получена като средно претеглена стойност от двата оценъчни метода (при тегло от 50% за цената от всеки метод) е **12.17** лева за акция, предоставяйки потенциал за поскъпване от 31%. Това е и нашата ценова цел за следващите 12 месеца. Издаваме препоръка **Купувай** за акциите на Енемона.

Пояснения

Информацията и мненията изложени в този аналитичен материал са подготвени от ИП Бул Тренд Брокеридж ООД. Последният е лицензиран да извършва дейност като инвестиционен посредник от Комисията за Финансов Надзор и е член на Българска Фондова Борса АД. Този аналитичен материал е единствено с информационна цел и не представлява предложение за покупка или продажба на финансови инструменти. Използвана е само публично достъпна информация, за която не гарантираме, че е точна и надеждна. Цените на финансовите инструменти разгледани в анализа подлежат на изменения. ИП Бул Тренд Брокеридж ООД, както и свързаните с него лица е възможно да притежават или търгуват с разгледаните финансови инструменти. Търговията с финансови инструменти е високо рискова дейност, която може да доведе до загуба на първоначално инвестираната сума. ИП Бул Тренд Брокеридж ООД и Авторите не носят отговорност за причинени загуби вследствие инвестиране на база информация от този аналитичен материал.

Конфликт на интереси

Авторите на този аналитичен материал и служители на ИП Бул Тренд Брокеридж ООД не притежават финансови инструменти издадени от Енемона АД. Клиенти на ИП Бул Тренд Брокеридж ООД притежават финансови инструменти издадени от Енемона АД.

Автори



Владимир Малчев –
Сертифициран брокер на ФИ и
инвестиционен консултант от
КФН, управител на ИП Бул
Тренд Брокеридж ООД
+359 2 815 56 74,
malchev@bulltrend-bg.com



Петър Пешев – Сертифициран
Инвестиционен консултант и
брокер на ФИ от КФН
+359 2 815 56 75,
peshev@bulltrend-bg.com;

Препоръки, пояснения

Препоръка	Очаквано годишно изменение, %
Купувай	>12%
Задръж	-2%>12%<
Продавай	-2%<