

на основание чл.149а, ал.1
от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК)

„ЕНЕРГО-ПРО ВАРНА“ ЕООД

отправя

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

към акционерите на

**„ЕНЕРГО-ПРО ПРОДАЖБИ“ АД,
ГР. ВАРНА**

за закупуване на акции на

„Енерго-Про Продажби“ АД,
гр. Варна

Присвоен номер по ISIN	BG1100027116
Вид на акциите	Обикновени, поименни, безналични
Номинална стойност	1 (един) лев
Предлагана цена на акция	23.25 лева (двадесет и три лева и двадесет и пет стотинки).

***КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА
ВЕРНОСТТА НА ДАННИТЕ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.***

Дата на регистрация на търговото предложение в Комисията за финансов надзор:
28 януари 2015 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. Данни за търговия предводител	6
2. Данни за упълномощения инвестиционен посредник	7
3. Данни за дружеството – обект на търгово предложение („Дружеството“)	7
4. Участие на Предложителя в гласовете на общото събрание на дружеството – обект на търгово предложение.....	7
5. Предлагана цена на акция.....	9
6. Обосновка на предлаганата цена на акция	9
6.1. Резюме	9
6.2. Обосновка в детайли.....	15
7. Обещание за правата на акционерите, които могат да бъдат ограничени съгласно чл.151а, ал.4 от ЗППЦК.....	107
8. Срок за приемане на търговото предложение.....	108
9. Условия за финансиране на търговото предложение	108
10. Ред за приемане на търговото предложение	108
10.1. Приемане на търговото предложение.....	108
10.2. Допълнителни документи, които се прилагат към волеизявлението за приемане	109
10.3. Място, където приелите предложението акционери подават писмено заявление за неговото приемане и депозират удостоверителните документи за притежаваните акции	109
10.4. Приемане на търговото предложение чрез подаване през друг инвестиционен посредник.....	109
10.5. Срок за заплащане на цената от предложителя.....	110
10.6. Начин за заплащане на цената от предложителя	110
10.7. Разходи за акционери, приели търговото предложение	111
11. Намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение, включително:	111
11.1. Намерения на предложителя относно двете дружества	111
11.2. Стратегически планове относно дружеството.	112
12. Информация за приложимия ред, ако търговото предложение бъде оттеглено от Предложителя.....	114
13. Информация за възможността приемането на предложението да бъде оттеглено от приелия го акционер	115
14. Достъп до годишните счетоводни отчети на Предложителя за последните 3 години и получаване на допълнителна информация за Предложителя и за неговото предложение	116
15. Разходи по търговото предложение.....	116
16. Двамата централни ежедневника, в които Предложителят ще публикува търговото предложение, становището на управителния орган дружеството – обект на търгово предложение и резултата от търговото предложение.....	116
17. Приложимо право относно договорите между Предложителя и акционерите при приемане на търговото предложение. Компетентен съд.....	116
18. Право на Предложителя да изкупи акциите с право на глас в общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД при условията на чл. 157а от ЗППЦК.....	117
19. Право на акционерите на „Енерго-Про Продажби“ АД да изискат от Предложителя да изкупи, притежаваните от тях акции с право на глас в общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД при условията на чл. 157б от ЗППЦК.....	117
20. Отписване на дружеството – обект на търгово предложение от регистъра на КФН ...	117
21. Други данни, които по преценка на Предложителя имат съществено значение за осъществяването търгово предложение	117

Приложение 1	119
Приложение 2	123
Приложение 3	126
Приложение 4	127
Приложение 5	149
Приложение 6	154
Приложение 7	157
Приложение 8	164

Основни документи, приложени към търговото предложение:

1. Образци за заявление за приемане на търгово предложение и на заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение;
2. Удостоверение за актуално състояние на „Енерго-Про Варна“ ЕООД;
3. Актуален учредителен акт на „Енерго-Про Варна“ ЕООД;
4. Пълномощно от „Енерго-Про Варна“ ЕООД за „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД (БКК ИП ЕАД) за целите на търговото предложение;
5. Удостоверение от “УниКредит Булбанк“ АД за наличие на средствата за финансиране на търговото предложение;
6. Удостоверение за актуално състояние на „Енерго-Про Продажби“ АД;
7. Актуален устав на „Енерго-Про Продажби“ АД;
8. Декларация по чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК, че „Енерго-Про Варна“ ЕООД като търгов преджител е подало необходимите уведомления;
9. Удостоверение, издадено от "Българска Фондова Бурса - София" АД с обобщени данни за борсовата търговия на емисия ISIN код BG1100027116;
10. Копия от удостоверението за акции (депозитарна разписка), издадени от "Централен Депозитар" АД, удостоверяващи притежавани от „Енерго-Про Варна“ ЕООД акции в „Енерго-Про Продажби“ АД;
11. Удостоверение за актуално състояние на БКК ИП ЕАД
12. Лиценз на БКК ИП ЕАД
13. Експертна оценка – оценителски доклад за определяне на ликвидационната стойност на собствения капитал на „Енерго-Про Продажби“ АД – 27 януари 2015 г.

Списък на използваните съкращения

АД	Акционерно дружество
БНБ	Българска народна банка
БФБ	Българска фондова борса-София АД
ВИ	Възобновяеми енергийни източници
ВН	Високо напрежение
ВТЕЦ	Вятърни електроцентрали
ДДС	Данък добавена стойност
ДКЕВР	Държавна комисия за енергийно и водно регулиране (от 6 март 2015 г. КЕВР)
ДМА	Дълготрайни материални активи
ДНА	Дълготрайни нематериални активи
ДПИ	Доставчик от последна инстанция
ДПП	Дисконтирани парични потоци
ДППД	Дисконтирани парични потоци към дружеството
ЕАД	Еднолично акционерно дружество
ЕЕС	Електроенергийна система
ЕК	Европейска комисия
ЕООД	Еднолично дружество с ограничена отговорност
ЗЕ	Закон за енергетиката
ЗЕВИ	Закон за енергията от възобновяеми източници
ЗКПО	Закон за корпоративното подоходно облагане
ЗППЦК	Закон за публичното предлагане на ценни книжа
ИП	Инвестиционен посредник
КФН	Комисия за финансов надзор
МИ1	ТЕЦ Марица-Изток 1
МИЗ	ТЕЦ Марица-Изток 3
НН	Ниско напрежение
НС	Надзорен съвет
НСА	Нетна стойност на активите
НСИ	Национален статистически институт
ОД	Обществен доставчик
ПМДА	Пазарни множители на компании-аналози
ПП	Паричен поток
СИЕ	Дългосрочни договори за изкупуване на електрическа енергия
СППК	Свободни парични потоци към собствения капитал
СППФ	Свободни парични потоци към фирмата
СПЦК	Среднопретеглена цена на капитала
СрН	Средно напрежение
УС	Управителен съвет
ФТЕЦ	Фотоволтаични електроцентрали
ЦК	Цена на собствения капитал

1. Данни за търговия предложител

Наименование	„Енерго-Про Варна“ ЕООД/Energo-ProVarna LTD
Седалище и адрес на управление	Гр. Варна 9009, р-н Владислав Варненчик, Варна Тауърс, кула Г, бул. „Владислав Варненчик“ 258
Телефон:	+ 359 52 660 832
Факс:	+ 359 52 660 848
Електронен адрес (e-mail):	ani.derikoryan@energo-pro.bg
Електронна страница(web-site):	www.energo-pro.bg
Единен идентификационен код (ЕИК)	ЕИК № 202104220

1.1. Наименование

Наименованието на търговия предложител („Предложителя“) не е променяно от учредяването на дружеството до датата на внасяне на търговото предложение в Комисията за финансов надзор.

1.2. Предмет на дейност

Предметът на дейност на Предложителя включва: Консултантска дейност в областта на енергетиката, търговско представителство и посредничество, лицензионни сделки и предоставяне на ноу-хау, комисионни сделки, рекламна дейност, както и всякакви други дейности, разрешени от закона, включително след получаване на съответните разрешения и лицензи, ако такива са необходими.

1.3. Управление и представителство

Органите на управление на Предложителя са:Едноличен собственик на капитала и Управители.

Едноличен собственик на капитала на „Енерго-Про Варна“ ЕООД е „Енерго Про а.с.“ (Energo-Pro a.s.), дружество учредено и съществуващо съгласно законодателството на Република Чехия, вписано в Търговски Регистър при Областния съд в Храдец Кралове, раздел Б, вписване 1209 с идентификационен номер ID N 632 17 783, със седалище: гр. Свитава, Намнести Миру 62/39, п.к. 568 02, Чешка Република.

Управители на „Енерго-Про Варна“ ЕООД са:

- **Михаил Димитров Желев**, с адрес: гр. Варна 9009, р-н Владислав Варненчик, Варна Тауърс, кула Г, бул. „Владислав Варненчик“ 258;
- **Стефан Тодоров Абаджиев**, с адрес: гр. Варна 9009, р-н Владислав Варненчик, Варна Тауърс, кула Г, бул. „Владислав Варненчик“ 258;
- **Георги Коршия** с адрес: гр. Варна 9009, р-н Владислав Варненчик, Варна Тауърс, кула Г, бул. „Владислав Варненчик“ 258;

Управителят Михаил Димитров Желев представлява Предложителя самостоятелно, а останалите управители: Стефан Тодоров Абаджиев и Георги Коршия само заедно.

1.4. Едноличен собственик и Споразумения за упражняване на правото на глас в Предложителя

„Енерго Про“ а.с. (Energo-Pro a.s.) притежава пряко 100% от капитала на Предложителя. Съответно, не съществуват споразумения за упражняване правото на глас в „Енерго-Про Варна“ ЕООД.

Лицето, което притежава чрез „Енерго Про а.с.“ гласове в Предложителя, е Яромир Тесарж, адрес: ул. „Задни“ № 397/15, Лачнов, п.к. 568 02, Свитави, Чешка Република – „Енерго-Про а.с.“ е контролирано от Яромир Тесарж, доколкото Яромир Тесарж притежава над 50 % от гласовете в общото събрание на „Енерго Про а.с.“ (контрол в хипотезата на § 1, т. 44, б. „а“ от Допълнителните разпоредби на ЗППЦК) и съответно „Енерго Про а.с.“ на това основание се явява свързано лице с Яромир Тесарж.

Няма други лица, които притежават чрез свързани лица или непряко участие в капитала или в правата на глас в Предложителя.

2. Данни за упълномощения инвестиционен посредник

Наименование	„БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ - ИП“ ЕАД
Седалище и адрес на управление	гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4
Телефон:	+359 2 981 35 59; +359 2 400 19 20;
Факс:	+359 2 980 39 54;
Електронен адрес (e-mail):	alex@bac.bg; p.krastev@bac.bg;
Електронна страница(web-site):	www.bac.bg
Единен идентификационен код (ЕИК)	Вписано в Търговския регистър при Агенцията по вписванията под ЕИК № 131112767
Дата/Лиценз № за извършване на дейност като инвестиционен посредник	Лиценз издаден на основание Решение №90-ИП/28.05.2003 г., Решение 0169-ИП/08.03.2006 г. и Решение №1597-ИП/17.12.2008 г.

3. Данни за дружеството – обект на търгово предложение („Дружеството“)

Наименование	„Енерго-Про Продажби“ АД (Energo-Pro Sales AD)
Седалище и адрес на управление	Гр. Варна 9009, р-н Владислав Варненчик, Варна Тауърс, кула Г, бул. „Владислав Варненчик“ 258
Телефон:	0700 16 16 1
Факс:	052 660 848
Електронен адрес (e-mail):	marina.radeva@energo-pro.bg
Електронна страница(web-site):	http://www.energo-pro-sales.bg/
Единен идентификационен код (ЕИК)	ЕИК № 103533691

4. Участие на Предложителя в гласовете на общото събрание на дружеството – обект на търгово предложение

4.1. Данни за емисията

„Енерго-Про Продажби“ АД

ISIN код: BG1100027116

Брой ценни книжа : 1 501 000 обикновени, поименни, безналични акции с право на глас с номинална стойност 1 (един) лев всяка

Пряко притежавани акции от Предложителя: 1 357 505 броя акции.

4.2. Участие на Предложителя в гласовете на Общото събрание на дружеството – обект на търговото предложение

Предложителят притежава пряко 1 357 505 броя акции и съответно толкова гласове в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД, представляващи приблизително 90.44 % от общия брой обикновени акции, съответно от гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД.

Предложителят не притежава акции в „Енерго-Про Продажби“ АД непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК и чрез свързани лица по чл. 148ж ЗППЦК или по друг начин. Управителите на Предложителя не притежават акции в дружеството (пряко, чрез свързани лица по чл. 148ж ЗППЦК или непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК) – обект на търгово предложение. Всички притежавани от Предложителя акции в „Енерго-Про Продажби“ АД са обикновени, поименни, безналични, с номинална стойност от 1 (един лев), дават еднакви права и са от един клас. Всяка акция дава право на един глас в Общото събрание на акционерите на „Енерго-Про Продажби“ АД. Книгата на акционерите се води от „Централен депозитар“ АД.

Сделки, в резултат на които Предложителят придобива притежаваните акции в „Енерго-Про Продажби“ АД:

- 29 юни 2012 г. – „Енерго-Про Варна“ ЕООД придобива чрез свързано лице („Е.ОН България“ ЕАД) 1 005 670 броя акции от капитала и съответно 1 005 670 гласа в Общото събрание на „Е.ОН България Продажби“ АД (предишно наименование на „Енерго-Про Продажби“ АД), представляващи 67 % от капитала и гласовете в Общото събрание на „Е.ОН България Продажби“ АД (предишно наименование на „Енерго-Про Продажби“ АД) чрез придобиване на всички акции от капитала на „Е.ОН България“ ЕАД (преименувано на „Енерго-Про“ ЕАД), пряко притежаващо посочените 1 005 670 броя акции от капитала и съответно гласове в Общото събрание на „Е.ОН България Продажби“ АД (предишно наименование на „Енерго-Про Продажби“ АД);
- 5 октомври 2012 г. (дата на сепълмент) – „Енерго-Про Варна“ ЕООД придобива пряко 250 000 броя акции в резултат на сделка, сключена в резултат на проведения на 3 октомври 2012 г. смесен закрит аукцион за продажба на остатъчния държавен дял в капитала на „Енерго-Про Продажби“ АД, като общото участие на „Енерго-Про Варна“ ЕООД в капитала и в гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД достига 1 255 670 броя акции или 83.66 % от капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД;
- 1 април 2013 г. (дата на вписване в Търговския регистър) – в резултат на извършено преобразуване на „Енерго-Про“ ЕАД чрез вливането му в „Енерго-Про Варна“ ЕООД участието на „Енерго-Про Варна“ ЕООД в капитала и правата на глас в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД се трансформира от пряко и непряко (чрез свързаното и контролирано от „Енерго-Про Варна“ ЕООД лице - „Енерго-Про“ ЕАД) само в пряко (пряко притежаваните от „Енерго-Про“ ЕАД 1 005 670 броя акции от капитала на „Енерго-Про Продажби“ АД стават пряко притежание на „Енерго-Про Варна“ ЕООД). В резултат на вливането общото (само пряко) участие на „Енерго-Про Варна“ ЕООД в капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД става 1 255 670 бр. акции и съответно гласове или 83.66 % от капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД;
- 26 януари 2015 г. (дата на сепълмънт) - „Енерго-Про Варна“ ЕООД придобива пряко чрез сключени на 23 януари 2015 г., 100 броя акции и в резултат общото участие на „Енерго-Про Варна“ ЕООД в капитала и в гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про

Продажби“ АД достига 1 255 770 броя акции или 83.66 % от капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД;

- 28 януари 2015 г. (дата на сетълмент) – „Енерго-Про Варна“ ЕООД придобива 101 735 броя акции в резултат на сключени на 26 януари 2015 г. сделки, в резултат на което общото (само пряко) участие на „Енерго-Про Варна“ ЕООД в капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД достига 1 357 505 бр.акции и съответно гласове или 90.44 % от капитала и гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД

4.3. Основание за търговото предложение

С придобивната сделка от 26 януари 2015 г. със сетълмент на 28 януари 2015 г. делът на Предложителя в капитала и съответно правата на глас в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД превишава прага от 90% от капитала и от гласовете в Общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД, поради което на основание чл.149а, ал.1 от ЗППЦК за Предложителя възниква право да регистрира търгово предложение за закупуване на акциите на останалите акционери в „Енерго-Про Продажби“ АД, като на това основание Предложителят отправя настоящото Търгово предложение.

Предложителят не е отправял предишно търгово предложение.

4.4. Акции, обект на търговото предложение

Акции, обект на търговото предложение (акции, които Предложителят не притежава и които иска да придобие 143 495 броя обикновени, поименни, безналични акции с право на глас, издадени от „Енерго-Про Продажби“ АД, с номинална стойност 1 (един) лев всяка, ISIN код: BG1100027116.

5. Предлагаща цена на акция

Предложителят предлага на останалите притежатели на обикновени акции в „Енерго-Про Продажби“ АД цена на акция от 23.25 лева (двадесет и три лева и двадесет и пет стотинки)..

6. Обосновка на предлаганата цена на акция

6.1. Резюме

В съответствие с чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба №13 предлаганата цена от 23.25 лева (двадесет и три лева и двадесет и пет стотинки) на една акция в „Енерго-Про Продажби“ АД не е по-ниска от най-високата между:

	ЛВ.
Справедливата цена на акция, определена на база цена на затваряне за 26.01.2015 г., осреднена с общоприети оценъчни методи	23.216
Среднопретеглената цена на акцията за последните 3 месеца преди датата на регистрация на търговото предложение (27.10.2014 г. – 27.01.2015 г.)	20.612
Най-високата цена, заплатена от предложителя за акция за последните 6 месеца преди датата на регистрация на търговото предложение	20.700
Цена на предлагането	23.25

6.1.1. *Справедлива цена на акция, определена въз основа на общоприети оценъчни методи*

Акциите на „Енерго-Про Продажби“ АД се търгуват активно по смисъла на Наредба № 41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41). При общ брой изтъргувани акции на „Енерго-Про Продажби“ АД за предходните 3 месеца преди датата на обосновката 106 413 при 60 борсови сесии в периода среднодневният обем на търговия е 1 773,55 броя акции, което превишава минимално изисквания среднодневен обем на търговия от 150.1 акции (0.01 % от общия брой акции на „Енерго-Про Продажби“ АД).

В съответствие с Наредба № 41, справедливата цена на една акция на дружеството - обект на търгово предложение е определена като среднопретеглена стойност от:

- цената на затваряне за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, а именно цената на една акция на затваряне от 26 януари 2015 г. - 20.70 лв; и
- справедливата стойност, определена въз основа на общоприети оценъчни методи.

Оценъчните методи, използвани за определяне справедливата стойност на акциите, са методът на пазарните множители на дружества-аналози (ПМДА) с тегло при определяне на цената на акциите при прилагане на оценъчни методи 30%, методът на пазарните множители, получени при приватизационните аукциони на Българска фондова борса на трите електроснабдителни дружества (Енерго-Про Продажби АД, стартирал на 03.10.2012 г., ЧЕЗ Електро България АД-София, стартирал на 29.10.2012 г. и ЕВН България Електроснабдяване, стартирал на 21.12.2011 г.) с тегло 20% и методът на нетна стойност на активите на дружеството (НСА) с тегло при определяне на цената на акциите при прилагане на оценъчни методи 50%. Методът на дисконтирани парични потоци към дружеството (ДППД) не е взиман предвид, защото резултира в отрицателна оценка за справедливата стойност на акциите, тъй като в рамките на прогнозния период дружеството реализира предимно отрицателни нетни парични потоци. Изготвена е и оценка според ликвидационната стойност на дружеството, но поради по-ниската оценка на акциите на дружеството според този метод, той също не взема участие в оценката, а е приложен с референтна цел.

Предлаганата цена на акциите не може да бъде по-ниска от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 3 месеца преди регистрацията на търговото предложение, от най-високата заплатена от търговия предложител за последните 6 месеца спрямо датата на регистрация от търговото предложение (търговият предложител не е придобивал акции чрез свързани лица или непряко в случаите по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК), както и от справедливата цена според общоприети оценъчни методи.

Данните за цените на акциите на дружеството (пазарни и резултат от оценъчните методи) са представени с точност до третия знак след десетичната запетая по общоприетото аритметично правило. Финансовите данни са представени в хиляди лева, ако не е посочено друго и са закръглени до най-близките 1000 лв по общоприетото аритметично правило.

	Енерго-Про Продажби АД					
	Цена на акция, лв					
			Сравнение с компании-аналози	Сравнение на база пазарни множители при приватизационните аукциони	Нетни активи на акция	Ликвидационна стойност на акция
	Метод	ДППФ				

Сценарии	Оптимистичен	-28.506				
	Песимистичен	-58.692				
	Базов	-55.738	12.840	15.367	34.258	8.004
	Тегла на методите	0.00	0.30	0.20	0.50	0.00
	Тегла на сценариите					
	Оптимистичен	0.16				
	Песимистичен	0.16				
	Базов	0.68				
	Оценка според метода	-51.854	12.840	15.367	34.258	8.004
	Оценка на справедливата стойност на акцията, лв	24.055				

Последните финансови отчети, върху които се базира оценката на компанията според ДППД, са към 30.09.2014 г. като са направени прогнози за периода 2014 г. – 2019 г. (където е необходимо до 2020 г., вж по-долу). Оценката на база метода на ПМДА почива на база текущи пазарни множители, изчислени с пазарни цени към 26.01.2015 г., и базисни финансови показатели за последните 12 месеца, приключващи на 30.09.2014 г. или, съответно, към 30.09.2014 г. Оценката според НСА е изготвена на база официалните отчети на предприятието към 30.09.2014 г.

Оценката на акциите по метода на ликвидационната стойност резултира в цена (8,004 лв на акция), която е по ниска от справедливата стойност, определена въз основа на горните методи и по тази причина ликвидационната стойност не се взема предвид, но за съпоставимост е включена в таблицата. Методът на дисконтираните парични потоци резултира в отрицателна оценка на акциите (-51.888 лв/акция) и поради това също не участва в оценката, като стойностите по този метод са представени в таблицата за съпоставимост.

Обосновка на използваните тегла при калкулирането на оценката на справедливата стойност на акциите на дружеството според общоприети оценъчни методи

Методите за оценка на едно дружество могат да се разделят на две основни категории. Първата разглежда дружеството като действащо предприятие. Тези методи в най-пълна степен отчитат спецификите и резултатите от дейността на едно дружество, както и очакванията за неговото бъдеще, както и за отрасъла, в който то оперира, макроикономическата и регулативната рамка и др. Именно тези фактори са от най-голямо значение за инвеститорите при взимане на инвестиционни решения и това прави тези оценъчни методи най-често прилагани, когато предприятието в действителност оперира. Такъв е методът на дисконтираните парични потоци, както и методът на сравнение с дружества-аналози и методът на сравнение с пазарните множители, получени при приватизационните аукциони на електроснабдителните дружества..

Другата категория методи базират оценката на дружеството върху текущото състояние на неговите активи и задължения като оценяват нетната стойност на активите му или възстановимата стойност на нетните му активи (примерно методът на оценка според ликвидационна стойност). Тези методи не отчитат перспективите пред дружеството и поради това са по-подходящи за неопериращо предприятие или предприятие пред ликвидация.

При Енерго-Про Продажби АД възникват трудности поради невъзможността да се приложи най-подходящия за оценка метод – методът на дисконтирани парични потоци.

Най-удачният метод за оценка на дружество, извършващо дейност и което е нефинансово предприятие, е методът на дисконтираните парични потоци. Той отчита както текущото финансово състояние и състояние на бизнеса, така и – което е още по-важно - очакванията за бъдещето му. Освен това, този метод позволява да се отчетат спецификите на дейността и финансовото състояние на конкретното дружество, а не да се ползват например усреднени показатели за сектора или аналогични компании. Не само, че този метод е най-използван в практиката, но той е с голямо значение, в случай, че не съществуват близки компании-анализи, търгувани на регулиран пазар, както е случаят с „Енерго-Про Продажби“ АД. В допълнение според трите сценария за развитие на дружеството се очаква влошаване в бизнеса, което предполага по-високо тегло на методите, отчитащи перспективите за развитие. Не можем да приложим този метод в случая, понеже и по трите сценария на оценка в следствие негативните ни очаквания за развитието на бизнеса и преимуществено отрицателните парични потоци в бъдеще, оценката за справедливата стойност на дружеството според този метод е отрицателна.

Следващият метод е сравнение с компании-анализи. Силните страни на този метод са, че от една страна се отчита текущото състояние на дружеството, но отново се отчитат и преобладаващите очаквания на инвеститорите за бъдещото развитие, понеже по принцип те са склонни да заплатят по-високи пазарни множители при положителни очаквания за бизнеса и обратно – по-ниски при по-песимистични очаквания. Недостатъците на този метод в случая с „Енерго-Про Продажби“ АД са два. Първо, няма достатъчно близки компании-анализи, единственият борсовотъргуван български аналог е „ЧЕЗ Електро България“ АД – София. Освен това, търговията с акции на тази компания е ниско ликвидна (въпреки че една трета от акциите се притежава от миноритарни акционери), което не дава достатъчно сигурност в обективността на формираните на база пазарната цена пазарни множители. Всичко това ограничава възможността методът да бъде приложен с високо тегло.

Друг метод е методът на сравнение с пазарни множители, постигнати при приватизационните аукциони на миноритарните пакети на държавата в електроснабдителните дружества в края на 2012/2011 г. (виж по-горе). Положителната страна на този метод е, че това са сделки за големи пакети, в случая с „ЕВН Електроснабдяване“ АД едната страна е била предимно мажоритарния собственик и в този случай ниската ликвидност на пазара има ограничено въздействие. Недостатък в случая е, че тези сделки се случваха преди време при друга пазарна конюнктура и регулативна среда, което ограничава приложимостта на метода.

Следващият метод, който считаме за недостатъчно точен за определяне на реалната стойност на едно действащо, нефинансово предприятие, е нетната стойност на активите. Положителните страни на метода са в това, че се базира на актуални официални счетоводни отчети. С това, обаче положителните му страни се изчерпват. Това е статичен метод, според който оценката на справедливата стойност на дружеството се базира на счетоводната стойност на собствения капитал. Очакванията ни за бъдещето на дружеството обаче и по трите сценария са негативни, което води до очаквания за свиване на собствения капитал в бъдеще и в трите сценария. Голяма част от активите на дружеството към момента са пари в наличност и вземания. Това са вземания от клиенти, които поради пазарната конюнктура и свиването на обема на регулирания пазар на електроенергия се очаква да намалят в бъдеще и според трите сценария на оценка. В същото време административните разходи на дружеството не намаляват, което се очаква да доведе до влошаване на финансовите резултати. Освен това, и според трите сценария на оценка

очакваме дружеството да генерира преимуществено отрицателни нетни парични потоци, което води до намаляване на парите в наличност в бъдеще. За тези негативни тенденции е показателна и отрицателната оценка според дисконтираните парични потоци, която няма как експлицитно да включим в оценката, но е ясен индикатор за очаквано негативно развитие на компанията и следователно влошаване на нетната стойност на активите. Това са негативни тенденции, които методът на нетната стойност на активите по никакъв начин не отчита.

В обобщение, най-често използваният и най-приложим при действащо нефинансово предприятие метод - дисконтирани потоци, не може да бъде приложен поради факта, че резултира в отрицателна оценка на дружеството. Следващият подходящ метод, сравнение с компании-аналози е с намалена обективност поради ниската ликвидност на борсата и недостатъчния брой дружества - аналози, поради което следва да се потърси и друг метод, който да позволи обективна оценка на дружество като действаща компания. Сравнението с резултатите от аукционите предлага друг динамичен метод, който да бъде използван в комбинация с предходния, като в голяма степен елиминира негативния ефект от ниската ликвидност. Четвъртият метод, нетна стойност на активите, може да се приложи, но като статичен метод, който не отчитата перспективите за развитие пред дружеството, също самостоятелно не може да даде обективна оценка поради разминаването в текущото състояние на бизнеса и нетните активи на компанията с очакванията за бъдещото състояние на дружеството и нетните му активи (в допълнение, цената по ликвидационна оценка е значително по-ниска от балансовата стойност). Тъй като при оценката на „Енерго-Про Продажби“ АД не може да бъде идентифициран метод, който дава достатъчно надеждна оценка, използваме комбинация от статични и динамични методи, като прилагаме 50% тегло на нетната стойност на активите, 30% на сравнението с компании-аналози и 20% на сравнението с резултатите от приватизационните аукциони на трите електроснабдителни дружества, като по-ниското тегло на метода, сравняващ резултатите от аукционите спрямо метода на сравнение с дружества аналози се дължи на това, че резултатите на аукционите са постигнати в минал период с различна пазарна конюнктура и регулативна рамка.

Теглата на цената на затваряне и на цената според общоприети оценъчни методи

Акциите на дружеството – обект на търгово предлагане отговарят на критерия за активно търгуване. Това е резултат основно на сделка, сключена от Търговия предложител на 26 януари 2015 г. (ако не отчитаме тази сделка, С среднодневният изтъргуван обем за последния тримесечен период спрямо датата на регистрация на търговото предложение е 79.29 акции.

Цената на затваряне на 26.01.2015 г. всъщност е равна на най-високата цена, заплатена от търговия предложител за последните 6 месеца. Това е цена на сделка, сключена за относително голям обем акции в сравнение със средните обеми на търговия на пазара. Тя е сключена от търговия предложител, който има стратегически цели по отношение на дружеството и може да се допусне, че го познава добре, познава добре пазарната среда и има изградени очаквания за бъдещето на дружеството. Тази цена не се и различава съществено от пазарната цена при останалите сделки, която въпреки ниската ликвидност, все пак е в определена степен индикативна. Поради тази причина считаме, че най-високата цена, заплатена от предложителя за последните 6 месеца е удачен индикатор за справедливата стойност на акциите на дружеството. Имайки предвид дискутираните по-горе недостатъци при използването на общоприети оценъчни методи за оценка на справедливата стойност на акциите, но и отчитайки факта, че акциите на „Енерго-Про Продажби“ АД отговарят на критерия за активна търговия основно поради сделките на Предложителя с несвързани лица, даваме 25% тегло на цената на

затваряне (което е и най-високата цена, заплатена от търговия предложител) срещу 75% за цената, получена според общоприети оценъчни методи.

Въз основа на горното се формира следната справедлива цена на акциите на дружеството - обект на търгово предложение:

	Оценка на справедливата стойност според общоприети оценъчни методи	Цена на затваряне от последната борсова сесия и най-висока цена, заплатена от предложителя за последните 6 месеца
Цена на акция, лв	24.055	20.700
Тегло на оценката	0.75	0.25
Окончателна оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството, лв		23.216

Предлаганата цена на акциите не може да бъде по-ниска от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 3 месеца преди регистрацията на търговото предложение, от най-високата заплатена от търговия предложител (както и от свързаните с него лица и от лицата по чл. 149а, ал. 2 ЗППЦК, чрез каквито в случая акции обаче не са придобивани) за последните 6 месеца спрямо датата на регистрация от търговото предложение, както и от справедливата цена според общоприети оценъчни методи.

6.1.2. Среднопретеглена цена за последните 3 месеца преди датата на обосновка на предлаганата цена

Съгласно приложеното удостоверение от БФБ, Акциите на „Енерго-Про Продажби“ АД се търгуват на сегмент акции Standart на „Българска фондова борса – София“ АД. За тримесечния период от 26.10.2014 г. до 26.01.2015 г. включително са сключени общо 77 сделки при изтъргувани 106 413 броя акции, на средна цена 20.61 лв. Общата сума на сключените сделки е 2 193 424.53 лева. В посочения тримесечен период, най-ниската цена за сключена сделка с акции на „Енерго-Про Продажби“ АД е 17.50 лева за акция, най-високата цена е 20.70 лева.

Към последния ден от посочените 3 месеца, предхождащи датата на обосновката, в който са били сключвани сделки с акции на „Енерго-Про Продажби“ АД, цената на затваряне е 20.70 лева за акция.

Предлаганата цена не е по-ниска от среднопретеглената пазарна цена към датата на регистрация на търговото предложение, от среднопретеглената пазарна цена към датата на обосновка на предлаганата цена, както и от най-високата цена, заплатена от Предложителя за последните 6 месеца спрямо датата на регистрация на търговото предложение.

6.1.3. Най-високата цена за една акция на „Енерго-Про Продажби“ АД, заплатена от Предложителя през последните 6 месеца преди датата на регистрацията на търговото предложение

Най-високата цена за една акция на „Енерго-Про Продажби“ АД, заплатена от Предложител през последните 6 месеца е 20.70 лева.

Предложителят не е придобивал през последните 6 месеца акции, издадени от „Енерго-Про Продажби“ АД чрез свързани лица или лица по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК.

6.1.4. Други

Комисията за финансов надзор не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни.

Обосновката на предлаганата цена е с дата: 27 януари 2015 г. и има срок на валидност 6 (шест) месеца.

6.2. Обосновка в детайли

6.2.1. Основна информация

В края на месец юни 2012 г. „Енерго-Про Варна“ ЕООД закупи от немската компания Е.ОН Енержи АГ холдинговото дружество „Е.ОН България“ ЕАД в България и по този начин придоби индиректно дружества, притежаващи лицензии за следните дейности в енергетиката:

- разпределение на електрическа енергия („Енерго-Про Мрежи“ АД);
- снабдяване с електрическа енергия от краен снабдител („Енерго-Про Продажби“ АД);
- търговия с електрическа енергия и координатор на стандартна балансираща група („Енерго-Про Енергийни Услуги“ ЕООД).

С решение № Л- 410 от 01.07.2013 г. ДКЕВР издава на „Енерго-Про Продажби“ АД лицензия за осъществяване на дейността „доставка на електроенергия от доставчик от последна инстанция“ за срок от 26 години, а с решение № И1 - Л- 410-17/29.11.2013 г. на ДКЕВР, лицензията е изменена и допълнена с правата и задълженията на „координатор на специална балансираща група“.

В края на 2013 г. лицензията на „Енерго-Про Продажби“ АД за обществено снабдяване с електроенергия от краен снабдител също е допълнена с правата и задълженията на „координатор на балансираща група“ в съответствие с действащото законодателство.

Лицензионната територия на „Енерго-Про Мрежи“ АД и „Енерго-Про Продажби“ АД е с размер от близо 30 000 кв. км и покрива 9 административни области в Североизточна България - Варна, Велико Търново, Габрово, Добрич, Разград, Русе, Силистра, Търговище и Шумен. За доброто обслужване на клиентите на „Енерго-Про Мрежи“ АД и „Енерго-Про Продажби“ АД са обособени 11 центъра за обслужване на клиенти, разположени в 11 града в Североизточна България и денонощен телефонен център **0700 161 61**.

„Енерго-Про Енергийни Услуги“ ЕООД продава електрическа енергия по свободно договорени цени и е един от водещите търговци на либерализирания пазар. Компанията е с дългогодишен опит и е сред първите търговци, регистрирани на българския електроенергиен пазар. В началото на юли 2012 г. лицензията на компанията за търговия с електрическа енергия е допълнена с правата и задълженията за дейността "координатор на стандартна балансираща група".

Предметът на дейност на „Енерго-Про Продажби“ АД, вписан в Търговския регистър към Агенцията по вписванията, е: Обществено снабдяване с електрическа енергия и продажба на електрическа енергия на потребителите, присъединени към електроразпределителна мрежа, при наличието и поддържането на валидна лицензия за обществено снабдяване с електрическа енергия на тези потребители. В тази връзка дружеството сключва сделки с електрическа енергия по регулирани цени, както и на организирания пазар на електрическа енергия в съответствие с действащото законодателство. При наличие и поддържане на съответна валидна лицензия дружеството осъществява други дейности в областта на енергетиката съгласно действащото законодателство. Дружеството ще предоставя услугата координатор на

балансираща група. При наличие на валидна лицензия за търговец на електрическа енергия и валидна регистрация като търговски участник дружеството ще сключи директни сделки при свободно договорени цени с привилегировани потребители за покупко-продажба на ел. енергия, дружеството предоставя други в областта на енергетиката свързани с осъществяваната дейност, съгласно действащото законодателство.

Дружеството осъществява две основни лицензионни дейности по ЗЕ – доставка на електроенергия до крайни клиенти, присъединени на НН в качеството на краен снабдител и доставка на електроенергия до крайни клиенти, присъединени на СрН в качеството на доставчик от последна инстанция по смисъла на чл. 94а ЗЕ и чл.95 а ЗЕ. В допълнение към това дружеството осъществява и функциите на координатор на специални балансиращи групи.

Кратка финансова информация

Като източници за финансова информация на дружеството са използвани официалните му финансови отчети към 31.12.2010 г., 31.12.2011 г., 31.12.2012 г., 31.12.2013 г., 30.09.2013 г., 30.06.2014 г. и 30.09.2014 г.

Отчет за дохода	2010	2011	2012	2013	09-13	06-14	09-14
Хил. лв							
„Енерго-Про Продажби“ АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т
Продажби	733,077	794,743	844,754	783,582	600,681	319,880	461,628
Електрическа енергия	730,748	792,037	839,819	779,660	599,041	318,352	459,325
Енергия	408,313	444,815	468,577	458,468	341,482	217,275	325,048
Мрежови компоненти	322,435	347,222	371,242	321,193	257,559	101,077	134,277
Други	2,329	2,706	4,935	3,921	1,640	1,528	2,303
Услуги	48	86	2,429	1,951	120	850	1,268
Глоби и неустойки и др.	2,281	2,620	2,506	1,971	1,520	678	1,035
Разходи	732,669	780,906	844,333	760,733	617,069	327,259	468,941
Покупка на енергия	703,943	753,523	813,962	735,777	598,667	305,257	440,083
Отчетна стойност на продадена енергия	388,418	414,766	442,712	414,569	341,603	204,175	308,081
Мрежови компоненти (след 2011 г. :100% към св. лица)	315,525	338,757	371,250	321,208	257,064	101,082	132,001
Административни разходи (без провизии)	27,829	24,957	25,975	18,581	11,067	9,822	16,642
Други разходи, нето (провизии)	897	2,426	4,396	6,375	7,335	12,180	12,216
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)	408	13,837	421	22,849	-16,388	-7,379	-7,313
<i>EBITDA марж, %</i>	<i>0.1%</i>	<i>1.7%</i>	<i>0.0%</i>	<i>2.9%</i>	<i>-2.7%</i>	<i>-2.3%</i>	<i>-1.6%</i>
Амортизации	125	139	79	62	47	27	92
Печалба преди лихви и данъци (EBIT)	283	13,698	342	22,787	-16,435	-7,406	-7,405
EBIT марж, %	0%	2%	0%	3%	-3%	-2%	-2%
Финансови приходи/разходи, нето	-503	-137	-77	633	319	1,142	1,442

Отчет за дохода	2010	2011	2012	2013	09-13	06-14	09-14
Хил. лв							
„Енерго-Про Продажби“ АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т
Приходи от лихви	59	169	455	550	231	1,337	1,643
Други финансови приходи	0	1	1	148	132	1	1
Разходи за лихви	460	158	411	28	22	184	184
Разходи за лихви по провизии	3	4	3	3	2	1	2
Други финансови разходи	99	145	119	34	20	11	16
Данъци	-16	1,350	602	2,333	0	0	0
Нетна печалба	-204	12,211	-337	21,087	-16,116	-6,264	-5,963
Последващи преоценки на планове с дефинирани пенсионни доходи	-16	25	3	-25	0	0	0
Общ всеобхватен доход	-220	12,236	-334	21,062	-16,116	-6,264	-5,963

Отчет за финансовото състояние	2010	2011	2012	2013	09-13	06-14	09-14
Хил. лв							
„Енерго-Про Продажби“ АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т
Дълготрайни материални и нематериални активи	1,481	1,407	615	568	583	538	472
Отсрочени данъчни активи	5,004	3,651	3,467	3,661	3,467	3,661	3,661
Общо дълготрайни активи	6,485	5,058	4,082	4,229	4,050	4,199	4,133
Материални запаси	1	1	1	1	0	0	0
Вземания от свързани лица	68	156	140	118	147	2,025	830
Търговски и други вземания	105,738	125,163	126,770	142,634	94,981	123,411	113,150
Търговски вземания бруто				135,829		114,862	109,688
Обезценки				-23,414		-23,972	-26,988
Нето				112,415		90,890	82,700
Депозити и заеми				29,370		29,964	30,181
Други				849		2,557	269
Данъчни вземания	0	0	460	0	0	0	0
Пари и парични еквиваленти	1,660	1,801	10,632	45,190	6,295	26,307	34,431

Отчет за финансовото състояние	2010	2011	2012	2013	09-13	06-14	09-14
Хил. лв							
„Енерго-Про Продажби“ АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т
Общо краткосрочни активи	107,467	127,121	138,003	192,172	101,423	151,743	148,411
Общо активи	113,952	132,179	142,085	192,173	105,473	155,942	152,544
Основен капитал	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
Резерви	2,157	2,157	2,157	2,149	2,157	2,149	2,149
Финансов резултат (с натрупване)	20,763	32,999	32,665	53,735	16,549	47,471	47,772
Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход)							
Платени дивиденди							
Собствен капитал	24,421	36,657	36,323	57,385	20,207	51,121	51,422
Провизии по задължения за пенсиониране	58	35	43	78	52	83	78
Провизии за задължения към персонала	5	8	9	10	10	11	11
Дългосрочни задължения	63	43	52	88	62	94	89
Задължения към свързани лица	54,131	51,388	52,067	64,322	34,510	9,157	13,906
Търговски задължения	25,405	25,317	46,019	53,845	37,790	69,372	60,905
Заеми от свързани лица	9,010	15,510	0	6	0	0	0
Данъчни задължения	0	0	0	2,527	0	0	0
Провизии по задължения към персонала	21	15	16	27	35	45	33
Други провизии	901	3,249	7,608	13,973	12,869	26,153	26,189
Краткосрочни задължения	89,468	95,479	105,710	134,700	85,204	104,727	101,033
Общо задължения и собствен капитал	113,952	132,179	142,085	192,173	105,473	155,942	152,544

	2011	2012	2013	9/2014 (12м)
Коефициенти за рентабилност, %				
ROA	10.06	0.03	12.62	24.33
ROE	40.07	-0.92	44.95	87.16
EBITDA марж	1.74	0.05	2.92	4.95
EBIT марж	1.72	0.04	2.91	4.94
Марж на нетната печалба	1.54	-0.04	2.69	4.85
Оперативен ПП / Средно Задължения	-0.07	0.24	0.53	0.61

Коефициенти за активи и ликвидност				
Текуща ликвидност	1.20	1.33	1.31	1.47
Бърза ликвидност	1.20	1.33	1.31	1.47
Незабавна ликвидност	0.02	0.02	0.10	0.34
Обръщаемост на активите	6.46	6.16	4.69	5.00
Обръщаемост на вземанията	6.88	6.69	5.80	6.16
Коефициенти на една акция, лв				
Собствен капитал	24.42	24.20	38.23	34.26
Печалба (общ всеобхватен доход)	8.15	-0.22	14.03	-3.97
Продажби	529.48	562.79	522.04	307.55
Дивиденди				
Покритие на дивидент	0.00	0.00	0.00	
Коефициент на изплащане на дивидент	0.00	0.00	0.00	
Коефициент на реинвестираната печалба	1.00	1.00	1.00	
Коефициенти на развитие				
Темп на нарастване на активите (за междинните периоди нарастването е към края на предходната година)	16.00	7.49	35.25	-20.62
Темп на нарастване на нетната печалба на акция (общ всеобхватен доход, за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2014 г. нарастванията са спрямо 2013 г.)	n.a.	-102.73	n.a.	48.21
Темп на нарастване на продажбите (за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2014 г. нарастванията са спрямо 2013 г.)	8.41	6.29	-7.24	-17.75
Коефициенти на ливъридж				
Общо активи/ собствен капитал	3.61	3.91	3.35	2.97
Дългосрочни задължения/ собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00
Замен капитал/ собствен капитал	0.42	0.00	0.00	0.00
Пазарни коефициенти				
Брой акции на дружеството				1,501,000
Пазарна цена (цена на затваряне за 26.01.2015 г.)*				20.700
P/E				1.45
P/B				0.60

P/S				0.05
-----	--	--	--	------

*Източник: www.bse-sofia.bg, 26.01.2015 г.

Методологични бележки и източници на информация по отношение на финансовите коефициенти

Като източници за финансова информация на дружеството са използвани официалните му финансови отчети към 31.12.2011 г., 31.12.2012 г., 31.12.2013 г., 30.09.2013 г., 30.06.2014 г. и 30.09.2014 г.,

	Бележки
Коефициенти за рентабилност	
ROA (на база общ всеобх. доход)	(Общ всеобхвтен доход за периода + разходи за лихви) / Средно активи за периода
ROE (на база общ всеобх. доход)	Общ всеобхвтен доход за периода / Средно собствен капитал за периода
EBITDA марж	Печалба преди лихви, данъци и амортизации / Продажби
EBIT марж	Печалба преди лихви и данъци / Продажби
Марж на нетната печалба	Нетна печалба / Продажби
Коефициенти за активи ликвидност	
Текуща ликвидност	Текущи активи / Текущи задължения
Бърза ликвидност	(Текущи активи - материални запаси) / Текущи задължения
Незабавна ликвидност	Пари и парични еквиваленти / Текущи задължения
Обръщаемост на активите	Продажби / Средно активи за периода
Обръщаемост на вземанията	Продажби / Средно вземания за периода
Коефициенти на една акция, лв	
Собствен капитал	Собствен капитал / Брой акции (текущ)
Печалба	Печалба / Брой акции (текущ)
Продажби	Продажби/Брой акции (текущ)
Дивиденди	
Покритие на дивидент	Общ всеобхвтен доход за периода / Дивидент за съответния период
Коефициент на изплащане на дивидент	Дивидент за периода / Общ всеобхвтен доход за съответния период
Коефициент на реинвестираната печалба	Неразпределена печалба и резерви за периода / Общ всеобхвтен доход за съответния период (равен на 1 - коеф. на изплащане на дивидент)
Коефициенти на ливъридж	
Общо активи/ собствен капитал	
Дългосрочен дълг/ собствен капитал	

Заеман капитал/ собствен капитал	
Пазарни коефициенти	
P/E	Цена на акция към общия всеобхватен доход на акция за последните 12 месеца и цена към 26.01.2015 г., източник за цената на затваряне е уеб-сайтът на „Българска фондова борса-София“ АД, а за финансовите дани на предприятието – официалните финансови отчети на дружеството към 30.09.2014 г., 31.12.2013 г. и 30.09.2013 г.
P/B	Цена на акция към собствен капитал на акция за последните 12 месеца и цена към 26.01.2015 г., източник за цената на затваряне е уеб-сайтът на „Българска фондова борса-София“ АД, а за финансовите дани на предприятието – официалните финансови отчети на дружеството към 30.09.2014 г.
P/S	Цена на акция към продажби на акция за последните 12 месеца и цена към 26.01.2015 г., източник за цената на затваряне е уеб-сайтът на „Българска фондова борса-София“ АД, а за финансовите дани на предприятието – официалните финансови отчети на дружеството към 30.09.2014 г., 31.12.2013 г. и 30.09.2013 г.

Извън посочената в това търгово предложение, към датата на обосновката не е налице друга финансова информация (данни от финансови отчети и/или финансови съотношения), която се счита за съществена от заявителя или е поискана от Комисията.

При оценка на търговото предложение, акционерите трябва да са наясно, че историческите финансови показатели на дружеството – обект на търговото предложение, не са гаранция за бъдещите такива, а и че резултатите от междинни периоди не са непременно показателни за годишните такива. Поради промени в регулативната база и пазарната конюнктура, не е целесъобразно историческата финансова информация да се екстраполира по отношение на бъдещето.

SWOT Анализ (силни страни, слаби страни, възможности и заплахи)

Силни страни

"Енерго-Про Продажби" АД е единствено дружество с лицензия за снабдяване с електрическа енергия от краен снабдител и доставка на електрическа енергия от доставчик от последна инстанция в административните области в Североизточна България - Варна, Велико Търново, Габрово, Добрич, Разград, Русе, Силистра, Търговище и Шумен.

Слаби страни

- Ниска текуща рентабилност;
- Свиване на регулирания пазар в страната вследствие от пазарната либерализация;
- Свиване на електроенергийния пазар в страната поради икономическата криза;
- Силна зависимост от решенията на регулаторните органи, включително по отношение цените на изкупуване на електроенергия от възобновяеми източници и цените за продажба на електроенергия към крайни потребители; и
- Определеният от регулаторните органи марж на печалбата не е достатъчен за покриване на административните разходи на дружеството – обект на търговото предложение.

Възможности

- Повишаване на потреблението на електроенергия в следствие от засилване на икономическия растеж;
- Контрол над административните разходи;
- Повишаване качеството на предлаганите услуги.

Заплахи

- Свиване на регулирания пазар в страната вследствие от пазарната либерализация;
- Недостатъчно висок ръст на потреблението на електроенергия в бъдеще;
- Неблагоприятни за дружеството – обект на търговото предложение промени в регулативната рамка;
- Недостатъчно ефективен контрол на административните разходи.

6.2.2. Информация за пазара на електроенергия в България¹

Съгласно последния Годишен доклад за Европейската комисия на ДКЕВР, юли 2014 г., общата инсталирана мощност в страната за 2013 г. е 11 840 MW. Максималната разполагаема производствена мощност към годишния максимум е в размер на 10 132 MW, а върховият товар през януари 2013 г. е 6 672 MW.

Годишното нетно производство на страната през отчетния период – 2013 г. е в размер на 43 650 000 MWh, което е намаление на нетното производство спрямо 2012 г. с 7,5%. Една от причините за това е отчетеният за втора поредна година спад на брутното вътрешно потребление на електрическа енергия в страната за 2013 г., което е с 2,4% по-ниско от потреблението през 2012 г. и с 3,7% по-ниско от това през 2011 г. За първите 8 месеца на 2014 г. нетното производство възлиза на 27 694 000 MWh.

Пазарът – някои количествени индикатори²

Нетно вътрешно потребление (ГВтч)													
	Месеци												
Година	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Общо
2001	3,637	3,186	2,872	2,652	2,245	2,087	2,161	2,182	2,129	2,463	3,143	3,937	32,694
2002	3,759	2,849	2,928	2,688	2,141	2,113	2,182	2,142	2,187	2,592	2,888	3,565	32,034
2003	3,514	3,392	3,253	2,733	2,145	2,077	2,238	2,236	2,195	2,629	2,871	3,314	32,597
2004	3,565	3,094	2,904	2,382	2,239	2,162	2,273	2,220	2,198	2,447	2,812	3,227	31,523
2005	3,244	3,075	3,069	2,511	2,302	2,242	2,373	2,357	2,306	2,681	3,028	3,339	32,527
2006	3,623	3,155	3,102	2,479	2,420	2,152	2,433	2,498	2,423	2,686	3,065	3,394	33,430
2007	3,333	2,970	3,218	2,556	2,484	2,474	2,592	2,584	2,453	2,826	3,281	3,638	34,409
2008	3,865	3,348	2,988	2,648	2,484	2,428	2,592	2,620	2,538	2,748	3,050	3,375	34,684
2009	3,686	3,148	3,177	2,472	2,355	2,355	2,537	2,471	2,355	2,674	2,864	3,319	33,413
2010	3,568	3,156	3,123	2,528	2,363	2,325	2,476	2,584	2,304	2,812	2,650	3,323	33,212
2011	3,630	3,268	3,286	2,601	2,380	2,450	2,595	2,577	2,446	2,837	3,246	3,425	34,741
2012	3,725	3,725	3,232	2,536	2,416	2,449	2,683	2,609	2,376	2,472	2,875	3,498	34,596
2013	3,610	3,162	3,241	2,701	2,306	2,358	2,513	2,520	2,395	2,697	2,869	3,502	33,874
2014	3,461	3,007	2,921	2,641	2,487	2,415	2,551	2,539					

ГВтч	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Внос	1,093	2,039	1,283	742	800	1,137	3,057	3,097	2,662	1,166	1,450	2,353	3,351	2,905
Износ	8,018	8,334	6,772	6,619	8,381	8,882	7,534	8,441	7,735	9,613	12,110	10,661	9,532	8,577

Енергийна интензивност на икономиката³

¹ Национален доклад, изготвен от ДКЕВР до Агенцията за сътрудничество на енергийните регулатори и Европейската комисия в съответствие със задълженията за докладване, съгласно чл. 37, ал. 1 б. „д“ от Директива 2009/72/ЕО и чл. 41, ал. 1 б. „д“ от Директива 2009/73/ЕО - <http://www.dker.bg/PDOCS/SEWRC-Rep-ACER-2014.pdf>,

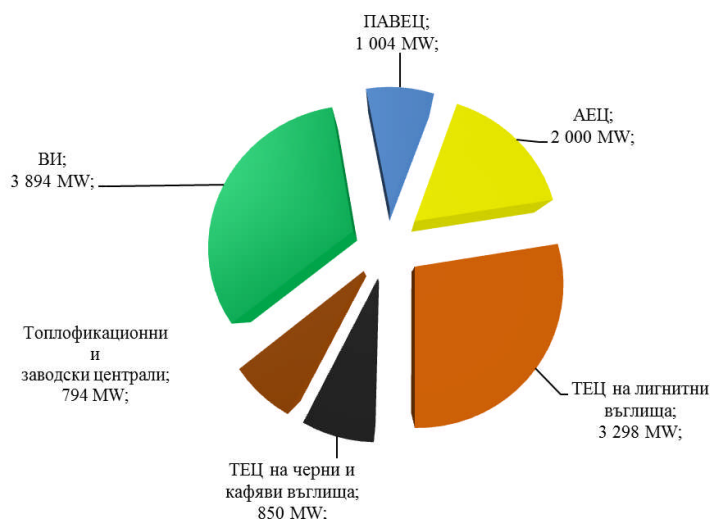
² Източник: НСИ

³ Източник: НСИ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Тона нефтен еквивалент за 1000 евро БВП (2005 = 100)	0.870	0.865	0.838	0.765	0.711	0.659	0.669	0.706	0.671

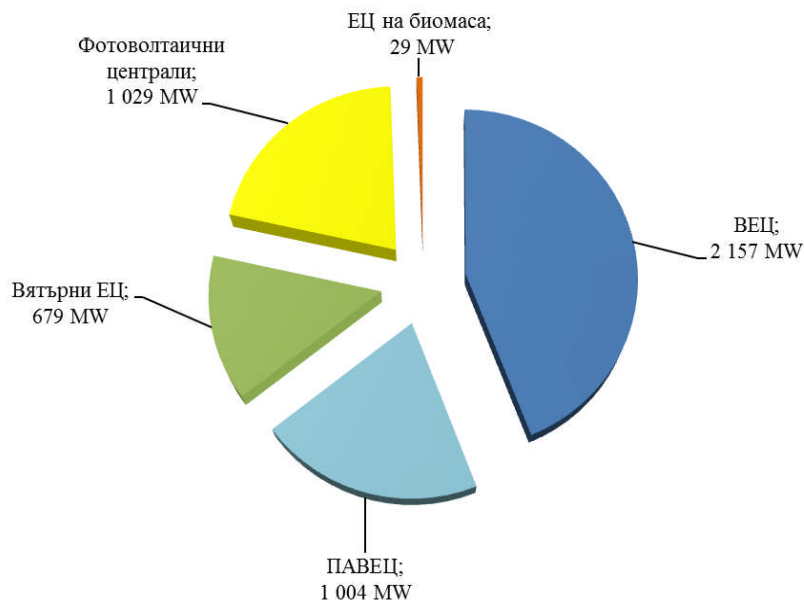
Инсталирани мощности – структура

Обща разполагаема инсталираната мощност в MW



Видно от представената информация, е че дялът на ВИ, в общата структура на инсталираните мощности в страната е 41,37%, като дялът на енергията, произвеждана от ВИ, в общото производство в страната достига 16,6 %.

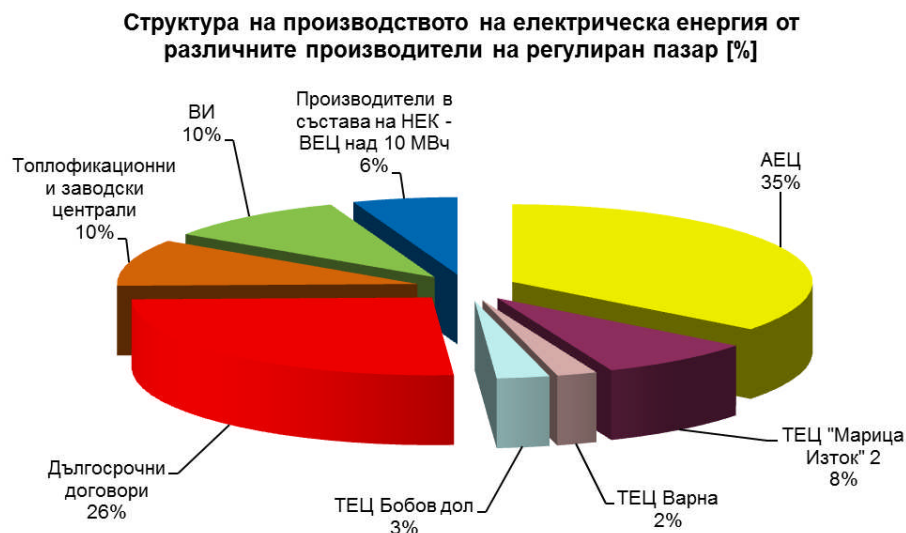
Структура на инсталираната мощност от ВИ в MW



Съгласно последните препоръки за енергийния сектор на Европейската Комисия, в последните години възобновяемите източници са били силно подкрепяни с преференциални цени. Този факт е направил възможен огромния ръст на ВИ в енергийния микс, което е в съответствие с

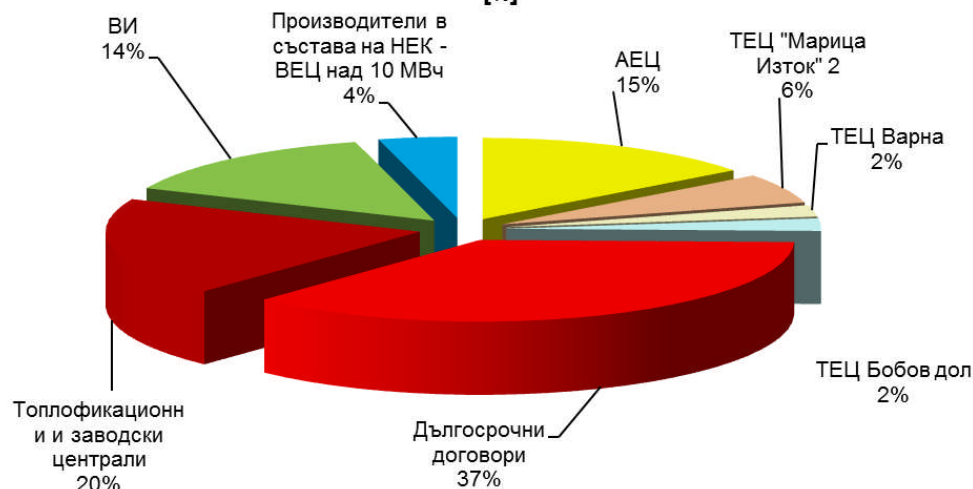
екологичните цели за постигане към 2020 г. Въпреки това, този вид подкрепа води до отклонения от ценовите и пазарни механизми и съответно до нарушаване на конкуренцията в сектора.

Енергиен микс – регулиран пазар



По отношение на разходите, които са включени в цената за електрическа енергия за клиентите на регулирания пазар може да се направи обобщението, че много голяма тежест имат разходите по дългосрочни договори с „ЕЙ И ЕС Марица Изток 1“ ЕООД и „Контур Глобал Марица Изток 3“ ЕАД и разходите, за изкупуване на електрическа енергия от ВИ. В графиката по-долу е представена структурата на регулираната цена на Обществения доставчик, като следва да се има предвид, че част от разходите за енергия от ВИ са компенсирани с приходите от продажба на CO₂ квоти. Стойността на тази компенсация е 255 млн.евро (въпросът за тази сума се третира и в последните решения за регулирани цени на ДКЕВР от юли и октомври тази година). Към 17 март 2015 г. Европейската Комисия потвърди политиката си на поддържане свободата на държавите-членки да определят енергийния микс самостоятелно.

Структура на разходите за закупуване на електрическа енергия за регулиран пазар без предвидената компенсация за ВИ производство в размер 255 млн.евро [%]



Текущо състояние – пазар на едро

В съответствие с Директива 2009/72/ЕО и съгласно Закона за енергетиката („ЗЕ“), пазарът на електрическа енергия в Република България е либерализиран от 1.07.2007 г., като процесът на либерализация е поетапен и на свободния пазар на електрическа енергия участват клиентите, присъединени към електроенергийната система на Високо (ВН) и Средно напрежение (СрН), като предстои включването на клиентите на Ниско напрежение (НН), представляващи битови клиенти и малки предприятия.

За 2013 г. е отчетен спад от 25,5% на годишния износ спрямо 2012 г. Намаленият износ на електрическа енергия е в резултат на значителното увеличение от 01.07.2012 г. на т.нар. „добавки“ („добавка за зелена енергия“, „добавка високоефективно комбинирано производство“ и „добавка невъзстановяеми разходи“) към цената за пренос на електрическа енергия през електропреносната мрежа, заплащани за енергията, потребявана на вътрешния пазар, както и за износ. Увеличението на цената за пренос на електрическа енергия през електропреносната мрежа намери негативно отражение върху износа на електрическа енергия за първото полугодие на 2013 г., което бе свързано и с ограничаване на електропроизводствени мощности и трудности при управлението на електроенергийната система. По данни на НСИ, за първите 8 месеца на 2014 е отчетено покачване спрямо същия период на 2013 г. с 62,6% (според данни от НСИ), като принос за това има и промяната в принципите за покриване на разходите за електроенергия от ВИ, допълнителните разходи за енергия от висококомбинирано комбинирано производство и пр.

Предвид обстоятелството, че „добавките“ към цената за пренос на електрическа енергия през електропреносната мрежа отразяват разходи за енергия и с цел възстановяване на баланса в електроенергийната система, бяха предприети промени на законовата и подзаконова нормативна уредба отнасяща се за сектор „Електроенергетика“, като бе постигнато пълно разграничаване на мрежовите услуги от разходите за енергия в резултат, на което няколкократно се намалиха цените за пренос през и достъп до електропреносната мрежа. След предприемането на тези мерки от 1 август 2013 г. се отчита значително увеличение на износа на електрическа енергия от страната, като се наблюдава стабилизация на електроенергийната система, най-вече при производителите на електрическа енергия – работещи с местни суровини и АЕЦ Козлодуй.

Освобождаването на пазара на СрН, бе свързано с подготовката на процедура, която успя да гарантира плавен преход на клиентите от регулирани по свободно договорени цени. За целта ДКЕВР издаде съответните лицензи на Доставчик от последна инстанция (ДПИ) на „Национална Електрическа Компания“ ЕАД (НЕК ЕАД) и Крайните снабдителите, както и прие Методика, по която се образуват цените на техните клиенти. Първоначалната функция на „ДПИ“ имаше за цел да гарантира поетапното освобождаване на пазара за клиентите на СрН, като в последствие неговата функция се ограничи до снабдяване на относително малък дял от пазарния сегмент, а именно за клиенти, които не са избрали друг доставчик или за клиенти, които по една или друга причина временно не могат да се снабдяват с електрическа енергия по свободно договорени цени. Условието, при които работи ДПИ, бяха детайлно уредени с приемането на Правилата за търговия с електрическа енергия през м.юли 2013 г. (с последващи изменения).

В резултат на предприетите действия от страна на ДКЕВР за поетапното либерализиране на пазара на електрическа енергия се отчита увеличение на търговията с електроенергия, като най-голяма е динамиката при крайните клиенти на СрН. Устойчива е и тенденцията за увеличение на дружествата, които са получили лиценз от ДКЕВР за търговия с електроенергия.

От м. септември 2012 г. ЕСО регистрира координатори на балансиращи групи. Цената на балансиращата енергия се определя по механизъм, регламентиран в Правилата за търговия с електрическа енергия, като ЕСО балансира само сделките, реализирани по свободно договорени цени.

Понастоящем в страната няма организирана борса за електрическа енергия и търговията с електрическа енергия се извършва главно въз основа на двустранни договори между търговските участници и на балансиращ пазар организиран от ЕСО. Поради това на този етап обективна средна цена и марж между цените купува и продава на българския пазар на електрическа енергия не може да бъде определен.

Стартирането на работещ балансиращ пазар, обхващащ всички търговски участници по веригата производство, пренос, разпределение и крайни клиенти е основната и най-важна стъпка за последващо организиране и функциониране на борсовия пазар на електрическа енергия, както и важно условие за изпълнение на ангажиментите на страната ни за пълна либерализация на търговията с електрическа енергия и природен газ. Балансиращият пазар в България започва да функционира в края на първата половина от 2014 г.

Пазарът на едро на електрическа енергия в България, от друга страна се характеризира и с наличието на законови и договорни задължения на Обществения доставчик „НЕК“ ЕАД да изкупува електрическа енергия от производители при преференциални условия, изразяващи се в задължение за дългосрочно изкупуване на електрическа енергия (между 12 и 20 години) при цени за изкупуване значително надвишаващи пазарните нива на цените на електрическата енергия. Такива задължения представляват дългосрочните споразумения за изкупуване на електрическа енергия между „НЕК“ ЕАД с „Ей и Ес ЗС Марица Изток 1“ ЕООД и „Контур Глобал Марица Изток 3“ АД, както и наложените законови задължения на Обществения доставчик за задължително изкупуване на електрическа енергия от възобновяеми източници и високоефективно комбинирано производство.

Текущо състояние – пазар на дребно

Към сегмента „пазар на дребно“ с електрическа енергия през 2014 г. се включва доставката на електрическа енергия на клиенти на ниско напрежение – дребни стопански и битови клиенти.

Основната част от тези клиенти се снабдяват по регулирани цени, като на този етап една сравнително малка част от стопанските клиенти на ниско напрежение преминаха към доставка на електрическа енергия по свободно договорени цени.

Съгласно ЗЕ крайните снабдители доставят и продават електрическа енергия на „защитените потребители” – битови и небитови крайни клиенти, присъединени към електроразпределителната мрежа на ниво ниско напрежение, в съответната лицензионна територия, когато тези клиенти не се снабдяват от друг доставчик.

Разширяването на пазара на електрическа енергия по свободно договорени цени в сектора на малките стопански клиенти е в съответствие с изискванията на ЗЕ и Директива 2009/72/ЕО.

За осигуряване на потреблението за „малките“ клиенти ДКЕВР определя задължителни квоти за отделните типове производители, съгласно ЗЕ, въз основа на които Обществения доставчик продава електрическа енергия на регулирания пазар. Изкупуваните по регулирани цени количества електрическа енергия от производителите, в рамките на определена от регулатора „квота” за всеки производител, се определят на основата на принципите за равнопоставеност и прозрачност съгласно методика, приета от регулатора.

Регулираната цена за „защитените потребители” в страната се образува като микс от цените на производителите на електрическа енергия от различни първични енергоизточници (ядрено гориво, въглища, водна енергия, ВИ). Останалата част от електропроизводството си производителите, предимно кондензационните централи продават енергията си на либерализирания пазар като равностойни участници. Електрическата енергия, произвеждана от възобновяеми енергийни източници се изкупува от Обществения доставчик по силата на различни по продължителност дългосрочни договори и по преференциални цени, част от които са значително по-високи от пазарните нива. Стимулирането на производството на енергията от възобновяеми източници през последните няколко години, допринесе до отделни диспропорции в структурата на инсталираните мощности, което от своя страна доведе до трудности в управлението на електроенергийната система както в технически, така и в икономически аспекти.

В изпълнение на ЗЕ и действащата от 05.04.2013 г. Наредба № 1 от 18.03.2013 г. за регулиране на цените на електрическата енергия, за защитените потребители с решение на регулатора се утвърждават следните цени:

- за достъп и/или за пренос през електропреносната и електроразпределителните мрежи;
- по които крайните снабдители продават електрическа енергия на битови и небитови крайни клиенти за обекти, присъединени към електроразпределителна мрежа, на ниво ниско напрежение.

Регулираните от ДКЕВР цени за достъп и пренос на електроразпределителните дружества, съгласно Наредба №1 от 18.03.2013 г. за регулиране на цените на електрическата енергия, се определят въз основа на признатите от регулатора необходими приходи за поддръжка и експлоатация на съответната електроразпределителна мрежа.

Основните групи потребители, присъединени към електроразпределителните мрежи през 2014 г. са, както следва:

- небитови клиенти присъединени на средно напрежение;
- битови и небитови клиенти присъединени на ниско напрежение.

Възобновяеми енергийни източници

Общият брой присъединени централи за производство на енергия от възобновяеми източници през 2013 г. е 121 с обща инсталирана мощност около 52,21 MWp. Общата инсталирана мощност на вятърна енергия в страната през 2013 г. възлиза на 682,4 MW при годишно производство около 1 372 000 MWh. През 2013 г. инсталираната мощност на фотоволтаици (PV) възлиза на около 1 019,77 MW при производство 1 349 000 MWh. През 2013 г. инсталираната мощност на електрически централи работещи с биомаса възлиза на около 37,62 MW при производство 49 800 MWh.

ВИ ⁴	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Дял на електрическата енергия, произведена от възобновяеми източници, %	9.5	9.8	9.9	10	10.7	12.1	13.7	13.9	17
Дял на възобновяемата енергия в brutното крайно потребление на енергия, %	9.6	9.5	9.7	9.4	10.7	12.4	14.4	14.6	16.3

В десетгодишния план за развитие на ЕЕС на страната за периода 2010-2020 г. е посочено, че се очаква чувствително увеличение на инсталираните мощности от ВИ и дела на електрическа енергия, произвеждана от възобновяеми източници, предимно вятърни централи и фотоволтаични централи. Посочените стойности на планираните мощности за този тип централи към края на 2020 г. възлизат общо 2 070 MW, от които вятърните централи са 1 400 MW, а фотоволтаичните централи са 300 MW. За сравнение към 2013 г. е прогнозирано изграждането на 100 MW фотоволтаични централи и 200 MW вятърни централи. Фактическото състояние на електроенергийната система е коренно различно по отношение на присъединените мощности от възобновяеми източници. Налице е многократно увеличение на вятърните централи - над 3 пъти, а при фотоволтаичните централи - над 10 пъти. Това обстоятелство създаде известни затруднения в управлението на ЕЕС, свързани с ограничаване работата и на базови централи, което рефлектира и върху техническото състояние на съоръженията. Освен експанзивното развитие на ВИ – сектора негативно влияние върху управлението на ЕЕС оказва и общо намаленото потребление на електрическа енергия в страната. Същевременно ефективното управление на ЕЕС в условията на интензивно развитие на възобновяемата енергия, зависи от адекватната оценка на фактическата ситуация, свързана със значително отклонение в структурата на работещите мощности и „Националния план за развитие в периода 2010-2020 г.“. Работната мощност на вятърните и фотоволтаичните централи е в пряка зависимост от интензивността на вятъра и слънчевата радиация. Измененията в работната мощност на тези централи се компенсира чрез конвенционалните електрически централи, предимно чрез натоварването на ВЕЦ.

Значителния ръст на новоприсъединени централи произвеждащи електрическа енергия от възобновяеми енергийни източници внезапно предизвика значителни и промени в баланса производство-потребление в ЕЕС, като за неговото осигуряване се наложи многократното ограничаване, включване и изключване на базови мощности, което от своя страна оказва влияние върху ефективността на съответните централи и до влошаване на техническите характеристики на основни съоръжения.

В съществуващия 10 – годишен план за развитие на електроенергийната система на Република България е отбелязано, че при съществуващите и планирани производствени мощности, за да се

⁴Източник: НСИ

гарантира сигурността и управлението на електроенергийните доставки, в съответствие със стандартите на ENTSO-E е необходимо до края на 2020 г. производствените мощности от ВтеЦ да не надвишават 1 800 MW, а тези от ФтеЦ – 600 MW. В същото време, както бе отбелязано по-горе към настоящия момент инсталираните мощности на ВтеЦ и ФтеЦ значително надвишават препоръчителните за гарантиране сигурността на електроенергийната система, без да се осигури необходимата инфраструктура и достатъчно балансиращи мощности за осигуряване на нарастващия темп на присъединяване на нови централи произвеждащи електрическа енергия от ВИ. Също така следва да се подчертае и факта, че съществуващите централи произвеждащи електрическа енергия от ВИ не могат да предоставят допълнителни услуги на системния оператор свързани с първично, вторично и третично регулиране на напрежението.

Дългосрочни договори

Структурата на производството и пазара на едро на електрическа енергия се характеризира с изключителна концентрация на задължително изкупувана енергия по различни видове дългосрочни договори – от една страна с американските централи „Ей И ЕС Марица Изток 1“ ЕООД и „Контур Глобал Марица Изток 3“ ЕАД и от друга страна – дългосрочни договори с ВИ производители. Съществуването на тези договорни задължения на НЕК ЕАД за изкупуване на енергията по непазарни цени води до невъзможност за нейната реализация.

Основна причина за тежките финансови задължения, които НЕК ЕАД и крайните снабдителите понасят в следствие на сключените дългосрочни договори се корени в договорените изкупни цени и количества за разполагаема мощност и енергия, които не са базирани на пазарни условия и не са съобразени с нивото и структура на потребление на електрическа енергия.

Съгласно подписаните договори НЕК ЕАД се задължава да изкупува около 90% от разполагаемата мощност на двете централите, независимо от потреблението на електроенергия .

Тъй като одобрените от ДКЕВР квоти за произведено количество електроенергия от двете централи се равнява на около 40% от платената разполагаема мощност по договор, то останалите 50% закупена, но неизползвана разполагаема мощност остават неоползотворени.

Тук е мястото да се отбележи, че очакваното потребление на регулиран пазар за 2014 г. беше около 13 млн. МВч., като електрическата енергия, която подлежи на задължително изкупуване от двете централи представлява над 50% от общото потребление на този сегмент от пазара.

В този смисъл задължително изкупуване на електрическа енергия от определени производители в такъв мащаб и при такива ценови параметри е в пълен разрез с развитието на либерализиран пазар на електроенергия и възпрепятства създаването на механизми за прозрачно и конкурентно предложение на електрическа енергия, които са необходими условия и за стартирането на електроенергийна борса.

Някои въпроси, свързани с пазарната среда

Заклученията и препоръките на Европейската комисия, от април 2013 г., свързани с българския енергиен сектор сочат, че енергийният сектор в Република България трябва да бъде либерализиран с цел осигуряване на ефективно и конкурентно функциониране на енергийния пазар в страната. В документа се сочи, че при един нормално функциониращ и добре организиран пазар с централен купувач, икономически най-ниско ефективните централи няма да бъдат диспечирани и дори биха били потенциално извадени извън пазара. Налице е диспечирание на икономически и екологично неефективни производства. Сред мерките за справяне с проблемите на българския енергиен пазар,

ЕК изрично посочва преразглеждането на дългосрочните договори за изкупуване на електрическа енергия (СИЕ) в краткосрочен план (3-9 месеца). В цитирания документ на ЕК се отбелязва още, че сключените СИЕ на НЕК ЕАД с двете топлоелектрически централи ЕИ и ЕС и Контур Глобал, на принципа „взимай или плащай“ задължават НЕК ЕАД да плаща за целия капацитет на централите независимо дали посочената мощност се диспечира. Преразглеждането на СИЕ, съобразно препоръките на Европейската комисия, с оглед осигуряване на съответствие между цената на изкупуване и текущите пазарни условия не само би довело до стабилизиране на финансовото състояние на НЕК ЕАД, но и би довело до разрешаването на конкурентни проблеми, създадени от наличието и условията на цитираните договори.

С Решение № 800 от 03.07.2013г. КЗК приема Секторен анализ на конкурентната среда на пазарите на производство, търговия, пренос и снабдяване с електрическа енергия в Република България. Комисията за защита на конкуренцията сочи, че *„задължението на българската държава (НЕК ЕАД) за гарантирано изкупуване на голямо количество разполагаемост и електроенергия от топлоелектрическите централи- "Контур Глобал Марица-изток 3" и "AES Марица-изток 1" по цена, договорена в дългосрочните договори за изкупуване на разполагаемост и електроенергия, създава допълнително затруднение за развитието на процеса на либерализация на пазара на електроенергия“* и създава пречки за установяването на неговата пазарна равновесна точка.

Следва да се има предвид, че съгласно Директива 2009/29/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 23 април 2009 г. от началото на 2013г за сектора енергетика не се разпределят безплатно квоти за емисии на въглероден диоксид и предприятията от същия сектор трябва да ги закупуват за своя сметка на принципа „замърсителят плаща“, в резултат на това централите ще трябва да закупуват необходимите им квоти на пазара на CO².

В изпълнение на Директива 2009/72/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 година относно общите правила за вътрешния пазар на електроенергия и за отмяна на Директива 2003/54/ЕО, транспонирана в българското законодателство в ЗЕ и ЗЕВИ, страната ни се задължава да гарантира конкуренция и доставки на електроенергия на най-конкурентни цени и равнопоставени условия на всички участници на пазара. Съгласно параграф 57 от Преамбюла на Директивата насърчаването на лоялна конкуренция и на лесен достъп за различните доставчици, както и подпомагането на капацитети за нови производства на електроенергия следва да бъде от първостепенно значение за държавите-членки, за да се позволи на потребителите да се възползват в пълна степен от възможностите на либерализирания вътрешен пазар на електроенергия. Чл. 37 от същата предвижда, че националните регулаторни органи следва да наблюдават степента и ефективността на отваряне на пазара и конкуренцията в секторите на едро и на дребно, включително на борсите за електроенергия, да следят цените на електроенергията за битовите клиенти, както и да следят за всякакво нарушаване или ограничаване на конкуренцията, включително да предоставят нужната информация и да отнасят съответните случаи до органите по конкуренция.

С оглед горните изисквания на Директива 2009/72/ЕО ДКЕВР е извършила анализ на дългосрочните договори за изкупуване на електрическа енергия (ДДИЕ), сключени между „НЕК“ ЕАД, от една страна и „Контур Глобал Марица изток 3“ АД, съответно „Ей и Ес 3С Марица изток 1“ ЕООД, от друга. Въз основа на анализа Комисията е установила, че са налице предпоставки за неспазване на правото на Европейския съюз, поради наличие на данни от които следва, че сключените ДДИЕ са нова и неправомерна държавна помощ за производителите по тях и като такава са несъвместими с вътрешния пазар. В тази връзка ДКЕВР е сезирала Европейската комисия с жалба с изх. № Е-04-11-7 от 20.06.2014 г., в която са изложени аргументи за преустановяване под формата на прекратяване на сключените споразумения между „НЕК“ ЕАД, от една страна и „Контур Глобал Марица изток 3“ АД и „Ей и Ес 3С Марица изток 1“ ЕООД, от друга страна.

Жалбата е придружена и от искане с изх. № Е-04-11-8 от 20.06.2014 г. по чл. 11, т. 1 от Регламент (ЕО) № 659/1999 г. на Съвета от 22 март 1999 г. за установяване на подробни правила за прилагането на чл. 108 от Договора за функциониране на Европейския съюз, за постановяване от Европейската комисия на разпореждане за преустановяване на държавната помощ до окончателното ѝ произнасяне по жалбата. Искането е обосновано с оглед необходимостта от преустановяване влиянието на неправомерната държавна помощ, с което се застрашава свободната икономическа среда чрез поставяне в по-изгодно положение на производителите по ДДИЕ в сравнение с останалите участници на енергийния пазар.

Също така, ДКЕВР е извършила анализ на съществуващите схеми за подпомагане на производителите на електрическа енергия от ВИ, въз основа на който е установила, че регламентирани в Закона за енергията от възобновяеми източници (ЗЕВИ) схеми водят до прекомерно подпомагане, което създава условия за неспазване на правото на Европейския съюз. В тази връзка ДКЕВР е сезирала Европейската комисия с жалба с изх. № Е-04-11-9 от 20.06.2014 г., в която са изложени аргументи за преустановяване под формата на прекратяване на схемите за подпомагане, в частта им водеща до прекомерност. Жалбата е придружена и от искане с изх. № Е-04-11-10 от 20.06.2014 г. по чл. 11, т. 1 от Регламент (ЕО) № 659/1999 г. на Съвета от 22 март 1999 г. за установяване на подробни правила за прилагането на чл. 108 от Договора за функциониране на Европейския съюз, за постановяване от Европейската комисия на разпореждане за преустановяване на схемите за подпомагане, в частта им на прекомерност, до окончателното ѝ произнасяне по жалбата.

Задължения към обществото

Разходите, свързани със законови и договорни задължения за изкупуване на електрическа енергия се класифицират, като „задължение към обществото“ и чл. 35 от ЗЕ урежда правото на енергийните предприятия да бъдат компенсирани за извършените разходи, произтичащи от задължението им за изкупуване на електрическа енергия по преференциални цени от възобновяеми източници и от високоефективно комбинирано производство на топлинна и електрическа енергия и централите с дългосрочни договори. Съгласно чл. 12 от Наредба № 1/2013 г. за регулиране на цените на електрическата енергия признатите от ДКЕВР разходи на енергийните предприятия, произтичащи от наложените им задължения към обществото, се компенсират чрез цените, които заплащат всички крайни клиенти, присъединени към електроенергийната система.

Дружеството е законово задължено да изкупува произведената от ВИ производители, присъединени към разпределителната мрежа в границите на лицензионната му територия, електроенергия. Съгласно чл. 94 ЗЕ, считано от 5 юли 2013 г., Общественият доставчик заплаща на крайния снабдител енергията, закупена от ВИ по придобивната ѝ (регулирана) цена.

В изпълнение на тези норми ДКЕВР трайно разработва и прилага модел на пълно компенсиране на такива разходи от 2009 г. до настоящия момент. До 31.07.2013 г. този модел предвиждаше задълженията към обществото да се включват към цената за пренос. През последните няколко години бе отчетена трайна тенденция към повишаване на тези разходи, като в периода 2012-2013 г. тяхното ниво доведе до изключително увеличение на общата дължима сума към цената за пренос, което на практика блокира българският износ на електрическа енергия. В тази връзка бе разработен нов модел за компенсиране на тези разходи, като от м. август 2013 г. е утвърдена нова цена за „Задължения към обществото“.

„Цената за „задължения към обществото“ се заплаща от крайните клиенти на свободния пазар на електрическа енергия в страната, както и от клиентите на регулирания пазар, без клиентите

на доставчика от последна инстанция (ДПИ). Клиентите на ДПИ заплащат разходите за задължения към обществото като елемент от цената за енергия, която се изчислява по методика, утвърдена от ДКЕВР.“

Цената за задължения към обществото се формира като разлика между действителните разходи за производство на електрическа енергия от възобновяеми източници, топлофикационни и заводски централи и дългосрочни договори за количествата енергия, продавани на свободния пазар и разходите за производство на тази енергия по миксовата цена на „Обществения доставчик“.

Инфраструктура

Разходите за експлоатация и поддръжка на преносната мрежа се възстановяват посредством утвърдените цени за пренос и достъп. Те се събират от дружеството - обект на търгово предложение, след което се превеждат на „Енерго Про Мрежи“ АД, а то от своя страна ги изплаща на преносното предприятие.

Утвърдените през 2013 г. цени са, както следва:

- Цената за пренос през електропреносната мрежа се заплаща от всички ползватели на мрежата на преносния оператор „НЕК“ ЕАД.
- Цената за достъп до електропреносната мрежа се заплаща на електроенергийния системен оператор „ЕСО“ ЕАД от всички ползватели на мрежата, без количествата по сделките с предмет „транзит на електрическа енергия“.

От 2014 г. цените за достъп до и за пренос през електропреносната мрежа се заплащат на „ЕСО“ ЕАД.

През 2013 г. „Електроенергийният системен оператор“ ЕАД (ЕСО) е част от вертикално интегрирано предприятие. С подадено заявление № Е-ЗЛР-74/05.11.2013 г. от „НЕК“ ЕАД за издаване на разрешение за преобразуване с отделяне чрез придобиване, заявление № Е-ЗЛР-ПР-73/05.11.2013 г. от „НЕК“ ЕАД за прекратяване на лицензия № Л-147-04/17.12.2004 г. за дейността „пренос на електрическа енергия“ и заявление № Е-ЗЛР-И-75/05.11.2013 г. от „ЕСО“ ЕАД за издаване на лицензия за „пренос на електрическа енергия“ и за прекратяване на лицензия №Л-221-17/28.12.2006 г. за „управление на електроенергийната система“ „ЕСО“ ЕАД се отделя от „НЕК“ ЕАД. С Решение № Р-205 от 18.12.2013 г. „ЕСО“ ЕАД получава лицензия за извършване на дейността „пренос на електрическа енергия“, с права и задължения за дейността „координатор на специална балансираща група“ за срок от 35 години.

От началото на 2014 г., „ЕСО“ ЕАД е собственик и оператор на електропреносната мрежа на високо и средно напрежение в страната с дължина около 15 130 км. Дружеството притежава лицензия за пренос на електрическа енергия, включително за координиране на специални балансиращи групи за период от 35 години, издадена през декември 2013 г.

Регулираните от ДКЕВР цени за достъп до и пренос през електропреносната мрежа, заплащани на „ЕСО“ ЕАД, съгласно Наредбата за регулиране на цените на електрическата енергия, се определят въз основа на признатите от регулатора необходими приходи за поддръжка и експлоатация на електропреносната мрежа.

„ЕСО“ ЕАД осъществява оперативното управление и регулира разпределението на електрическите товари на електроенергийната система при отчитане на приетите и потвърдени заявки за преносни капацитети на търговските участници, въз основа на действащите Правила за търговия с

електрическа енергия и Тържните правила представени по-горе. От 2014 г. „ЕСО“ ЕАД изпълнява функциите на оператор на електропреносната мрежа по смисъла на ЗЕ.

Трансграничният преносен капацитет по междусистемните връзки се разпределя от тържния оператор (Auction Operator) под формата на търговски права за пренос според действащите споразумения и съгласувани Тържни правила с операторите на преносните системи на съседните страни. Тържният оператор изчислява и определя преносните капацитети съгласно нормите и правилата на обединените европейски преносни оператори на електроенергия (ENTSO-E).

Преносната система и междусистемните връзки на страната със съседните страни осигуряват необходимия преносен капацитет за търговските обмени на електрическа енергия в региона.

Мрежови тарифи за достъп и пренос

В зависимост от приетия метод на регулиране КЕВР използва различен подход при оценяване на икономическата ефективност на ценовите елементи и регулиране на мрежовите тарифи на преносната мрежа и на разпределителните мрежи.

При регулирането на мрежовата тарифа за пренос през преносната мрежа, където комисията използва метод на регулиране „Норма на възвръщаемост“, като всички ценови елементи се оценяват ежегодно при утвърждаване на новата тарифа. Поради това, че в страната има само едно регулирано дружество за пренос на електрическа енергия по мрежите ВН, няма сравнима база въз основа на която да се оценяват разходите. Във връзка с това, ДКЕВР използва като критерии за оценка на годишното ниво на разходите ежегодно събираната информация, при отчитане и на специфичните обстоятелства по отношение на законовите изисквания за сигурност и техническа обезпеченост на снабдяването.

При регулирането на мрежовите тарифи за електроразпределителните предприятия и крайните снабдители Комисията прилага метод на регулиране чрез стимули. Чрез прилагането на метода "Горна граница на приходи" комисията утвърждава необходимите приходи на енергийното предприятие за първата година от регулаторния период и ги анализира и коригира за всяка следваща година от регулаторния период. Предвидените корекции на необходимите приходи са свързани с индекса на инфлация, коефициента на ефективност, изпълнението на целевите показатели за качество, разликата между прогнозни и действителни разходи за закупуване на енергия, както и разходи предизвикани от промяна в структурата на потребление. В допълнение към методите се прилагат показатели, отчитащи качеството на изпълнение на дейността (качество на електрическата енергия, качество на обслужването), при което признатите необходими приходи на енергийното предприятие се коригират предвид изпълнението на определените от комисията целеви показатели. Отчита се и разликата по изпълнението на прогнозните инвестиции и реализираните инвестиции. Необходимите приходи се намаляват в съответствие с разликата между отчетеното неизпълнение на целевите показатели за качество и допустимото отклонение.

Тарифите за пренос и разпределение на електрическата енергия до крайните потребители се утвърждават от Комисията по предложения на дружествата в срокове и форма определени съгласно Наредба № 1 за регулиране цените на електрическата енергия и приетите към нея Указания. Отделните групи потребители и тарифни структури се определят по предложения на дружествата и същите са групирани според нивото на напрежение и по зони в денонощието.

От август 2013 г. стартира третия регулаторен период за дружествата в сектор „Електроенергетика“ регулирани по метода „горна граница на приходите“, като при прилагането на общ подход при утвърждаване на цените на дружествата, комисията се е съобразила както с

изводите от текущия анализ на постигнатите резултати, така и с целта на прилагания метод на регулиране – създаване на условия, при които дружествата да намаляват разходите си за осъществяване на дейността и същевременно да осигуряват необходимите инвестиции, с цел подобряване на качеството на услугите.

При определяне на необходимите приходи на електроразпределителните дружества се признават технологични разходи съгласно Указания на ДКЕВР за образуване на цените за пренос на електрическата енергия през електроразпределителните мрежи, като нивата на технологичните разходи през 2013 г. са коригирани два пъти в резултат на извършени анализи и оценка, като нивата на технологичните разходи. Към момента действащите нива на регулативно-признати технологични разходи са утвърдени с решение на ДКЕВР за регулираните цени от октомври 2014 г.

Важен момент по отношение регулирането на мрежовите тарифи на електроразпределителните дружества през 2013 г. е извършеното поэтапно намаление на признатите нива на технологичните разходи. С решение № Ц-13 от 05.03.2013 г. ДКЕВР извърши корекция на признатите технологични разходи от 15% на 12%, тъй като въз основа на анализ бе установено, че отчетените технологични разходи надвишават регулаторно признатите през 2012 г.

Прилагането на този подход има за цел да постигне пълно съответствие с изискванията на ЗЕ за признаване като ценообразуващ елемент единствено техническите загуби, свързани с разпределението на електрическа енергия. В този смисъл, ДКЕВР прилага единна политика за непризнаване на други технологични или търговски загуби от продажба на електрическа енергия, за които енергийните дружества не водят отделна отчетност.

По експертно мнение на екипа от Научно-технически съюз на енергетиците в България, съществуват реални възможности, електроразпределителните предприятия в България да свалят технологичните разходи до 8,5%, като екипът препоръчва на независимия регулатор на този етап да приеме за технологични разходи 8,5%, с тенденция да намалява за следващи периоди.

С Решение № Ц-43/30.12.2013 г. на Комисията и след преглед и анализ на представеното становище от екип от Научно-технически съюз на енергетиците в България, както и на основата на информация на ERRA (General Secretary) от 11.06.2013 г. за достигнати от 14 страни стойности в размер от 5 до 8% и отчетена тенденция към намаляване размера на технологичните разходи чрез оптимизиране на разходите за изпълнение на дейностите по инвестиционните и ремонтни програми, както и че с въвеждане на система за управление на качеството, дружествата са постигнали подобряване сигурността на доставките на електрическа енергия, се налага извод, че технологичните разходи при пренос на електрическа енергия през електроразпределителните мрежи могат да бъдат намалени с до 2%, с изключение на “ЕРП Златни пясъци” АД. След последната корекция, утвърдена с решение на ДКЕВР от октомври 2014 г. през разглежданата година по дружества са както следва:

- „ЧЕЗ Разпределение България” АД – 8%;
- „ЕВН България Електроразпределение” ЕАД – 8%;
- „Енерго-Про Мрежи” АД – 9%;
- „ЕРП Златни пясъци” АД – 5%.

Съгласно чл. 28 от Правилата за търговия с електрическа енергия (ПТЕЕ) битовите и небитовите крайни клиенти на крайните снабдители заплащат всички мрежови услуги за съответния ценови период на крайния снабдител. Крайният снабдител/доставчикът от последна инстанция събира и заплаща на оператора на електроразпределителна мрежа суми за пренос, достъп, други мрежови услуги за съответния ценови период за цялото фактурирано от крайния снабдител/доставчика от

последна инстанция количество електрическа енергия. Операторът на електроразпределителна мрежа заплаща на независимия преносен оператор мрежовите услуги, относими към електропреносната мрежа, за цялото количество електрическа енергия, пренесено до крайни клиенти, присъединени към съответната електроразпределителна мрежа.

Свободен пазар

През 2013 г. количествата, търгувани на свободния пазар, до потребители в страната са 6 871 571 MWh, спрямо 5 295 565 MWh, през 2012 г. или увеличението е с 29,7%. Най- голям относителен дял от реализираните количества на свободния пазар предоставят АЕЦ „Козлодуй“ и ТЕЦ „Марица Изток 2“. 2013 г. е ключова и се наблюдава скокообразно развитие на свободния пазар поради факта, че тогава потребителите на средно напрежение бяха прехвърлени на свободен пазар. За 2014 г. се очаква този процес на преход да продължи като най-вероятно промените няма да бъдат толкова драматични като през 2013 г.

Общото количество енергия, търгувано от производители по свободно договорени цени през 2013 г. е 13 157 797 MWh, спрямо 13 515 527 MWh през 2012 г., като това са количества за потребители в страната и за износ.

Конкурентна среда

Поради спецификата на лицензионната дейност и регулаторната рамка, към момента дружеството няма преки конкуренти на лицензионната си територия за дейността си като „краен снабдител“ на регулирания пазар, но търпи индиректната конкуренция на търговците на свободния пазар (които са с национална лицензия), поради преминаването на част от клиентите на дружеството на свободния пазар. По отношение на доставката на електрическа енергия до крайните клиенти, присъединени на СрН в качеството си на доставчик от последна инстанция, дружеството не е в състояние да се конкурира ефективно с търговците на електроенергия, поради това, че регулаторната рамка ограничава свободния избор на пазарно поведение – то не може да избира нито източника на закупуване на електроенергия на едро, нито може свободно да определя цената на продажба.

6.2.3. *Импликации на пазарната среда върху дружеството - обект на търгово предлагане и основни фактори, които влияят върху неговите резултати и стойност*

„Енерго-Про Продажби“ АД е дружество - краен снабдител с електрическа енергия за потребителите на регулиран пазар в Североизточна България. Дружеството има лицензия за доставчик от последна инстанция по чл. 39, ал. 6 от ЗЕ и координатор на специална балансираща група на битови и небитови крайни клиенти, група на производители на електрическа енергия от възобновяеми източници и група на производители на електрическа енергия от централи с комбиниран цикъл на производство.

Прогнозите за основните параметри, които определят приходите и разходите за основната дейност по лицензията на дружеството – количества продадена и закупена енергия, цени на обществен доставчик и преносно предприятие, както и разходите за мрежови услуги средно и ниско напрежение – са направени първоначално на полугодишна база и респективно за регулаторен период, след което са били приведени към база финансова година. Това се налага от факта, че ценовите регулаторни периоди за енергетиката в България са от началото на м. юли текущата година до края на м. юни на следващата година, докато финансовата (отчетната) година съвпада с

календарната. Поради тази причина са изготвени прогнози до 2020 г., макар че прогнозният период е с продължителност от 5 години – от края на 2014 г. до 2019 г.

Краен снабдител

Понастоящем, потребители на регулирания пазар са потребителите, присъединени към разпределителната мрежа на ниско напрежение, след като голяма част от потребителите, присъединени на средно напрежение преминаха към свободния пазар. Една част от потребителите, присъединени на средно напрежение, продължават да са клиенти на дружеството, но в качеството му на доставчик от последна инстанция.

Като дружество, опериращо на регулирания пазар, дейността на дружеството – обект на търговото предложение, количествата енергия и цените, по които то продава енергия на своите клиенти на регулиран пазар, са изцяло регулирани.

Дружеството – обект на търговото предложение закупува необходимата за неговите клиенти електрическа енергия от Обществения доставчик НЕК (като е и нормативно задължено да изкупува произведената от ВИ производители на лицензионната му територия електрическа енергия, която впоследствие препродава на НЕК). Според съществуващата организация на енергийния пазар в страната и прилаганите правила и методологии за определяне на цените за регулиран пазар от страна на Държавната агенция за енергийно и водно регулиране (ДКЕВР), комисията определя необходимите продажби за дейността по лицензията на дружеството като марж от разходите по закупуване на електрическа енергия, като предприятието също така прехвърля разходите за пренос и другите разходи, свързани с използването на преносните мрежи за средно, ниско и високо напрежение към крайните потребители, понеже те се включват като признат разход при формирането на цената на дружеството.

От казаното до тук може да се направи заключението, че от решаващо значение за рентабилността на дружеството – обект на търговото предложение и следователно за неговата стойност като действащо предприятие ще има степента, в която признатата от регулатора печалба от дейността ще компенсира административните разходи на дружеството. Тъй като тази доходност се формира като марж от продажбите на електроенергия, при равни други условия, колкото по-високо е нивото на продажбите, толкова по-висока ще е и справедливата стойност на дружеството при дадено равнище на административните разходи. От друга страна, колкото (разумно) по-ниско е нивото на административните разходи за дадено ниво на продажби, толкова по-висока ще е оценката на дружеството.

Не на последно място, силно влияние върху оценката на дружеството има и нивото на възприетия от регулатора марж върху продажбите. За настоящия ценови период той е определен на 2.29%, като напълно е променена и методологията за определяне на необходимите приходи. Използваме текущата му стойност и текущата методология за определяне на необходимите доходи за целия прогнозен период.

Нивото на продажбите на дружеството зависи от количествата продадена електрическа енергия, както и от нейната цена. Те от своя страна са свързани с потреблението на електрическа енергия в страната и съответния регион, върху което влияние оказват състоянието на икономиката, икономическият растеж, енергоемкостта на икономиката и потреблението, както и заместването на електроенергията с други енергийни източници както в промишлеността, така и за битови цели. Голямо значение за продажбите на предприятието като краен снабдител и доставчик от последна инстанция има либерализацията на пазара и преминаването на все повече потребители от регулиран към свободен пазар. След като потребителите на средно напрежение бяха прехвърлени

на свободен пазар (вж. по-горе), скокообразни изменения в структурата на пазара са малко вероятни. Очаква се дялът на свободния пазар да нараства, като според нас това ще се случва предимно поради нарастване на потреблението на индустриалните клиенти, свързано с икономическия растеж и в по-малка степен заради преминаването на битови потребители към свободния пазар. Свободният пазар се очаква да нараства в бъдеще и поради преминаването на него на по-дребни небитови потребители, които понастоящем се снабдяват на регулирания пазар.

Според съществуващата методология за определяне на цената, по която Общественият доставчик продава електрическа енергия на крайните снабдители, тя в голяма степен зависи от структурата на енергийния микс. Влияние оказва и очакваното количество потребляема енергия на регулиран пазар в страната, тъй като при сега действащото законодателство за енергията от възобновяеми енергоизточници (ВИ) и комбинирано производство, както и при действащите дългосрочни договори за изкупуване на електроенергия от електроцентрали по преференциални цени, по-голямото количество електроенергия може да доведе до по-голяма квота (дял) на по-евтините източници на енергия в енергийния микс (вж. по-долу допусканията за цена на Обществен доставчик). Освен от структурата на енергийния микс, цената на Обществен доставчик зависи и от разходите на производствените предприятия, фиксирани и променливи, която зависи от различни фактори като очаквана динамика на цените на горивата, инфлация и др. Голямо значение за промяната на цената оказва политиката на КЕВР по отношение признаването на определени разходи като ценообразуващи елементи, степента, в която те се признават. Влияние оказва и развитието на разходите на НЕК в качеството ѝ на Обществен доставчик, на ЕО ЕАД като оператор на мрежата високо напрежение и степента, в която КЕВР признава тези разходи като ценообразуващ елемент.

Друг важен ценообразуващ елемент е признаването на невключени в цената на НЕК разходи от минали периоди (според решение на ДКЕВР за утвърждаване на цени № Ц-12 от 30.06.2014 г.).

Силно влияние върху формирането на цената на Обществен доставчик оказва (и ще оказва в бъдеще) решението за разпределяне на т.нар. разходи за наложени задължения към обществото⁵ към потребителите както на регулирания, така и на свободния пазар. Това имаше ефект на намаление върху цената на Обществения доставчик и очакваме този ефект да се засилва в бъдеще с нарастването на ролята на свободния пазар.

Доставчик от последна инстанция

Като ДПИ дружеството – обект на търговото предложение продава електрическа енергия на потребителите, присъединени на СрН, които следва да се снабдяват на свободния пазар, но все още не са избрали свой доставчик. Очаква се ролята на тези клиенти значително да намалява с времето поради цялостното им преминаване на свободния пазар. Предложителят очаква през 2017 г. това перо в продажбите съвсем да изчезне. Покупките и продажбите на електроенергия за тези потребители се извършва по цени, които се определят съгласно приета от ДКЕВР Методика за определяне на цените на електрическата енергия на доставчика от последна инстанция (приета с решение по т.2 от Протокол № 110/18.07.2013 г.).

Предложителят очаква за 2015 г. продадената електроенергия като ДПИ да бъде 37 Гвтч., а през 2016 г. – 6 Гвтч., което представлява пренебрежимо малки количества. Средната цена на

⁵Това е разликата между разходите за закупуване на енергия от ВЕИ, комбинирано производство и по дългосрочни договори и разходите за същата тази енергия ако тя се изкупува по цената, на която НЕК продава на крайните снабдители и електроразпределителните дружества.

закупуване на тази енергия според информация на Предложителя за 2014 г. е 0.129 лв/Квтч., като се изчислява по методика, приета от регулатора и е променлива през годината. НЕК ЕАД всеки месец обявява писмено цената, по която продава електроенергия на ДПИ. Средната продажна цена за 2014 г. според информация от Предложителя е 0.137 лв/Квтч. Тази цена се формира, като цената, обявена от НЕК, се калкулира като разход за закупуване, включва се оскъпяване по небаланси и 3 % надбавка. Тъй като при нашите изчисления включваме като отделно перо нетния ефект от небаланси, в посочените по-горе цени, както и по отношение на прогнозните цени, ефектът от небаланси е елиминиран. Според информация от Предложителя, актуалната покупна цена към месец декември, 2014 г. е 0.169 лв/Квтч, а актуалната продажна цена за същия период - 0.186 лв/Квтч. Прогнозната продажна цена на дружеството за февруари 2015 г. е 0.174 лв/Квтч⁶.

Тъй като количествата енергия, продавани като ДПИ, се определят от конкретния брой и вид клиенти на дружеството, все още непреминали към свободен пазар, оценката се основава на очакванията на Предложителя. Очакванията са покупната цена да нараства с времето и да достигне 0.180 лв/Квтч през 2016 г. За 2015 г. е направено допускане за покупна цена, равна на средната стойност между очакваната за 2016 г. и цената за декември 2014 г. За да получим прогнозни стойности за продажната цена, използваме текущата методология според Предложителя – увеличаваме продажната цена с 3% (както беше упоменато по-горе, ефектът от небаланси е включен отделно в прогнозите).

Координатор на балансираща група

Като координатор на балансираща група, дружеството – обект на търговото предложение може да понесе разходи, свързани с небаланси в рамките на балансиращата група.

Ако в групата има недостиг на енергия, дружеството – обект на търговото предложение закупува енергия за покриване на недостига по цена по-висока от тази, по която продава същата енергия на крайните клиенти. Ако в групата има излишък, дружеството продава излишната енергия на цена по-ниска от покупната. По този начин се създава стимул за коректно планиране с цел минимизирането на дисбалансите в системата. Към настоящия момент ДКЕВР е определила лимит за признати разходи по небаланс в размер на 1.5% за крайните снабдители и 0.5% за електроразпределителните дружества.

Възможни са два сценария за нетния ефект от небаланси – оптимистичен, при който дружеството, след като понася негативен ефект от небаланси до 2016 г. успява да се вмести в рамките на регулативното изискване през 2017 г. и остава така до края на прогнозния период и песимистичен, в който реализира нетен отрицателен ефект от небаланси до 2019 г.

Базираме нашата прогноза за нетния ефект от небаланси на база предвижданията на Предложителят за дела на небалансите в продажбите на енергия от него.

⁶ Източник: <http://www.energo-pro-sales.bg/bg/dostavchik-posledna-instancia>

6.2.4. Основни допускания, на които се гради оценката на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение

6.2.4.1. Основни макроикономически индикатори

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (БКК)	Бележки
БВП милиарда евро, текущи цени	40.0	41.1	42.9	45.2	47.5	50.0		Източник: Международен валутен фонд (МВФ), World Economic Outlook Database, октомври 2014
Инфлация към края на периода, потребителски цени, %	0.0	1.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	Източник: Международен валутен фонд (МВФ), World Economic Outlook Database, октомври 2014
БВП милиарда евро (с елиминиране на инфлацията от 2005)	28.6	29.0	29.6	30.5	31.4	32.3		БКК на база данни на МВФ

Цени на горива и емисии въглероден диоксид

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (БКК)	Единица	Източник
Суров петрол (Spot Crude - средна от спот-цената на U.K. Brent, Dubai and West Texas Intermediate)	98.9	84.6	85.7	85.6	85.3	85.1	85.1	\$/bbl	МВФ
Природен газ							0.0		
Цена на руски газ на границата с Германия	10.2	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	\$/MMBTU	МВФ
Въглища							0.0		
Австралийски, износ	77.7	74.7	74.7	74.7	74.7	74.7	74.7	\$/MT	МВФ
Южна Африка, износ	76.4	75.4	75.4	75.4	75.4	75.4	75.4	\$/MT	МВФ
Средна	77.1	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	\$/MT	
Уран	30.5	25.2	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	\$/lb	МВФ
Въглероден диоксид (енергетика), цени 2014 г.	12.9	20.3	22.1	21.9	21.7	24.5	27.3	GBP/tonne	www.gov.uk; 2019 г. - БКК

Потребление на електрическа енергия и енергия за регулиран пазар

Три сценария за потреблението на ел. енергия в страната (ГВтч)								Бележки
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
"Висок"	33,367	28,387	29,378	30,684	32,056	33,498	35,005	Базиран на Енергийната стратегия на Р. България за 2010-2020 г., базов сценарий
"Нисък"	33,367	28,199	28,738	29,871	31,065	32,818	34,670	Базиран на Енергийната стратегия на Р. България за 2010-2020 г., целеви сценарий
Базов	33,367	28,293	29,058	30,278	31,561	33,158	34,837	Средна стойност от "високия" и "ниския" сценарии
За регулиран пазар, (ГВтч)								При допускане за маргинализиране
"Висок"	19,171	14,903	14,873	14,958	15,026	15,074	15,402	дела на доставчиците
"Нисък"	19,171	14,805	14,549	14,562	14,562	14,768	15,255	от последна
								инстанция на енергийния пазар и
Базов	19,171	14,854	14,711	14,760	14,794	14,921	15,328	намаляване на дела на регулирания пазар

В Приложение 1 представяме по-подробна информация за получаването на прогнозите. Очаква се, че енергийната ефективност на икономиката ще се повишава с времето като алтернативни горива (природен газ) ще заместват в по-висока степен електроенергията за промишлени и битови цели. Това е залегнало и в Енергийната стратегия на България. На тези фактори с негативно въздействие върху потреблението на електроенергия в страната ще противодейства икономическият растеж. На тази база сме построили различни сценарии за потреблението на електроенергия в страната на база сценарии за промяна в енергоемкостта на икономиката при зададената прогноза за икономическия растеж. Като изходна база за съотношението на потребляваната електрическа енергия и БВП използваме сценариите от Енергийната стратегия, като сме направили необходимите корекции с реално постигнатите резултати до текущия регулационен период. Очакваме, че потреблението на електроенергия в страната ще се понижава и през 2015 г. след което ще започне отново да се покачва в следствие на икономическия растеж и при трите сценария, но и при трите ще остане на по-ниско равнище от 2013 г. до края на прогнозния период поради намаляването на енергийната интензивност на икономиката и заместването с други енергоизточници. И при трите сценария интензивността на използване на електроенергия силно се свива, като при ниския сценарий (целевия според Енергийната стратегия) прогнозираме покачване в потреблението на електроенергия на единица БВП чак през 2019 г. като дори тогава показателят остава 30% по-нисък

от 2013 г. При базовия сценарий предвиждаме потреблението на електроенергия на единица БВП през 2019 г. да остане 14% по-ниско от това през 2013 г.

Структурата на потребявана електрическа енергия за 2014 отговаря на разпределението на търгуваната енергия за периода 01.07.2014 г - 30.06.2015 г. според Решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г. за утвърждаване на цените на енергийните дружества за регулиран пазар. Доставчиците от последна инстанция имат като функция обслужването на клиентите, които би следвало да са на свободния пазар, но все още не са избрали доставчик. По тази причина приемаме, че техният дял на енергийния пазар ще бъде маргинализиран с времето за сметка на дела на свободния пазар.

В същото време, като се има предвид стратегията на страната за повишаване на газификацията за битови цели, както и очакванията за ръст в БВП на страната, което предполага, при равни други условия по-голяма консумация на енергия от индустриални потребители на средно и високо напрежение (дори и като се отчете целевото подобряване на енергийната интензивност на икономиката) може да се очаква, че делът на потребителите на ниско напрежение (регулиран пазар) ще намалява с времето. Като целева стойност за 2019 г. сме задали 45%, а за 2020 г. – 44%.

Относителен дял, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Количества, търгувани на свободен пазар до потребители в страната, МВтч.	39.3	45.1	47.8	50.4	53.1	55.0	55.0
За доставчици от последна инстанция, МВтч.	3.2	2.4	1.6	0.8	0.0	0.0	0.0
Регулиран пазар, МВтч.	57.5	52.5	50.6	48.8	46.9	45.0	44.0

Електрическа енергия от възобновяеми енергийни източници (ВИ)

Делът на енергията от ВИ оказва силно влияние върху цената на енергийния микс, който е сред определящите фактори за определянето на цената, по която общественият доставчик продава енергия на крайните снабдители.

Целеви показател за 2020 г.		
Дял на ВИ в крайното потребление (%)		
Целева стойност (коригирана)	16	Енергийна стратегия

Три сценария за потреблението на ел. енергия от ВИ:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
"Висок" сценарий	5,672	4,811	4,964	5,168	5,383	5,607	5,841	Базов сценарий за общото количество потребявана ел. енергия и "висок" сценарий за дела на ВИ

"Нисък" сценарий	5,672	4,779	4,856	5,031	5,216	5,494	5,785	Нисък сценарий за общото количество потребявана ел. енергия и "нисък" сценарий за дела на ВИ
Базов сценарий	5,672	4,795	4,910	5,100	5,299	5,550	5,813	Средна стойност между базовите сценарии за дела на ВИ при двата сценария за общопотребявана ел. енергия

По-подробна информация за направените допускания е представена в Приложение 2.

ДКЕВР намира допълнителните разходи по изкупуването на електроенергия от ВИ за икономически необосновани и е сезирала Европейската комисия (ЕК) за наличието на прекомерна държавна помощ, произтичаща от тях с цел правилата да бъдат изменени. В тази връзка разглеждаме и сценарий, при който делът на изкупуваната електрическа енергия от ВИ по преференциални цени се намалява.

Енергия от ВИ	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
"Висок" сценарий	5,672	4,811	4,964	5,168	5,383	5,607	5,841
"Нисък" сценарий	5,672	4,779	4,856	5,031	5,216	5,494	5,785
Базов сценарий	5,672	4,795	4,910	5,100	5,299	5,550	5,813
При допускане за понижаване на квотите ("висок" сц. за потребление на енергия)							
Текущо разпределение на обемите в рамките на ВИ, дял							
ВИ по цени на Обществения доставчик	27.2	28.3	29.4	30.5	31.6	32.7	32.7
ВИ в т.ч. ВЕЦ	38.3	37.1	36.0	34.9	33.8	32.7	32.7
ВЕЦ в състава на НЕК	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6
Мвтч.							
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,541	1,361	1,459	1,576	1,701	1,834	1,911
ВИ в т.ч. ВЕЦ	2,170	1,787	1,789	1,805	1,820	1,834	1,911
ВЕЦ в състава на НЕК	1,961	1,663	1,716	1,787	1,861	1,939	2,020
При допускане за понижаване на квотите ("нисък" сц. за потребление на енергия)							
Мвтч.							

ВИ по цени на Обществения доставчик	1,541	1,352	1,427	1,534	1,649	1,797	1,893
ВИ в т.ч. ВЕЦ	2,170	1,775	1,750	1,757	1,764	1,797	1,893
ВЕЦ в състава на НЕК	1,961	1,652	1,679	1,740	1,803	1,899	2,000

Количества електрическа енергия по дългосрочни договори за изкупуване, топлофикационни и заводски централи

Делът на тази енергия оказва силно влияние върху цената на енергийния микс, който е сред определящите фактори за определянето на цената, по която общественият доставчик продава енергия на крайните снабдители.

Количества ел. енергия по дългосрочни договори за изкупуване, топлофикационни и заводски централи								Бележки
За регулиран пазар, Гвтч								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	По силата на дългосрочните договори, НЕК изкупува целия капацитет на тези централи по преференциална цена
Марица-изток 3 АД	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	
Заводски централи	969	969	969	969	969	969	969	Направено е същото допускане за целите на прогнозата

ДКЕВР намира допълнителните разходи по изкупуването на електроенергия от МИ1 и МИ3 по дългосрочни договори за икономически необосновани и е сезирала Европейската комисия (ЕК) за наличието на прекомерна държавна помощ, произтичаща от тях с искане за прекратяване на споразуменията. Жалба на същото основание ДКЕВР е подала до ЕК и по отношение правилата за изкупуване на енергия от ВИ, където е налице също прекомерна държавна помощ според ДКЕВР. В тази връзка разглеждаме и сценарий, при който делът на изкупуваната електрическа енергия по силата на тези договори намалява.

Количества по дългосрочни договори за изкупуване, топлофикационни и заводски централи									
За регулиран пазар, Гвтч									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Марица-изток 1 ЕАД		2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	
Марица-изток 3 АД		3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	
Заводски централи	969	969	969	969	969	969	969	969	
При допускане за понижаване на квотите									
Марица-изток 1 ЕАД		2,414	2,375	2,021	2,091	2,184	2,282	2,385	
Марица-изток 3 АД		3,156	3,105	2,642	2,734	2,856	2,983	3,118	

Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,689	1,437	1,487	1,553	1,622	1,695
Заводски централи	969	969	953	811	839	877	916	957

За повече информация вж. Приложение 3

Сценарии за цената на електрическата енергия, по която крайните снабдителите закупуват енергия от Обществения доставчик

„Енерго-Про Продажби“ АД е краен снабдител на електрическа енергия за потребителите на регулиран пазар (от 2012 г. това са потребителите на ниско напрежение). Като такава, дружеството – обект на търговото предложение закупува необходимата за неговите клиенти електроенергия от Обществения доставчик НЕК по определени от ДКЕВР цени. Тези цени ДКЕВР определя на база цената на енергийния микс плюс надбавка в полза на НЕК за обществена доставка, както и други разходи за компенсиране на НЕК.

С оглед на скорошното развитие на енергийния пазар беше приет метод за по-справедливо разпределение на допълнителните разходи, свързани с изкупуването на електрическа енергия от ВИ, топлофикационни и заводски централи, т. нар. "разходи за задължения към обществото", като сега клиентите на свободен пазар, наред с клиентите на регулирания пазар, поемат пропорционален на своето потребление дял в покриването на тези разходи.

Т. нар. "миксова цена" се формира на база признатите от ДКЕВР разходи за производството на електрическа енергия и разполагаемост в рамките на определени от ДКЕВР квоти за регулиран пазар за генериращите мощности в страната. Към това се добавят и признатите разходи за изкупуване на енергия от топлофикационните и заводските централи, както и разходите за закупуване на енергия от ВИ и разходите за закупуване на цялата разполагаемост на Марица Изток 1 и Марица Изток 3 по силата на дългосрочни договори за закупуване на енергия по преференциални цени.

Към настоящия момент, според голяма част от пазарните участници, така формулираните правила за формиране на енергийния микс създават огромни изкривявания в енергийния пазар поради значителния елемент на непазарни принципи при формирането на микса. ДКЕВР намира допълнителните разходи по изкупуването на електроенергия от МИ1 и МИ3 по дългосрочни договори за икономически необосновани и е сезирала Европейската комисия (ЕК) за наличието на прекомерна държавна помощ, произтичаща от тях с искане за прекратяване на споразуменията. Жалба на същото основание ДКЕВР е подала до ЕК и по отношение правилата за изкупуване на енергия от ВИ, където е налице също прекомерна държавна помощ според ДКЕВР.

На база всичко, казано до тук, сме разработили 3 сценария за прогнозната цена на Обществения доставчик. Те се базират на прогнози за признатите разходи и приходи на генериращите мощности, включени в енергийния микс от ДКЕВР за текущия ценови период, които на свой ред са съобразени с очакванията за бъдещите цени на горивата, емисиите въглероден диоксид и инфлацията. Сценариите се базират и на генерираните от нас сценарии за съвкупно потребление на електрическа енергия в страната и съответстващия му дял на регулирания пазар, понеже това оказва влияние на теглата на отделните енергоизточници в енергийния микс. Разработили сме и сценарий, при който квотите за изкупуване на енергия от ВИ по преференциални цени, както квотите на изкупуваната от МИ1 и МИ3 електрическа енергия по преференциални цени, са предоговорени. В този случай допускаме, че квотите за МИ1 и МИ3 се развиват според общото потребление на електрическа енергия в страната, а дялът на изкупуваната енергия от ВИ по преференциални цени в рамките на общата енергия от ВИ се изравнява с този на изкупуваната по

цени на Обществения доставчик енергия от ВИ в рамките на следващия 5-годишен период. За повече информация вж. Приложение 4.

Сценарии за енергийния микс (Гвтч.) и съответстващите цени на ОД:						
	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020
	Период 8'14/7'15	2	3	4	5	6
	ДКЕВР					
"Висок" сценарий за потребление на енергия						
Общо потребление на регулиран пазар, Гвтч, в т.ч.:	16,222	14,888	14,917	14,993	15,051	15,242
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414
Марица-изток 3 АД	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
Заводски централи	969	969	969	969	969	969
Енергия от ВИ	4,601	4,889	5,068	5,278	5,498	5,727
АЕЦ и ТЕЦ	3,365	1,744	1,593	1,460	1,298	1,260
Цена на ОД, лв/Мвтч	125.32	130.85	132.08	133.31	135.09	138.42
Регулиран пазар, хил. лв (цени на ОД)	2,032,882	1,948,098	1,970,141	1,998,772	2,033,278	2,109,832
Базов сценарий						
Общо потребление на регулиран пазар, Гвтч, в т.ч.:	16,222	14,781	14,736	14,778	14,859	15,130
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414
Марица-изток 3 АД	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
Заводски централи	969	969	969	969	969	969
Енергия от ВИ	4,601	4,854	5,007	5,202	5,428	5,685
АЕЦ и ТЕЦ	3,365	1,672	1,474	1,321	1,176	1,190
Цена на ОД, лв/Мвтч	125.32	131.29	132.82	134.21	135.89	138.88
Регулиран пазар, хил. лв (цени на ОД)	2,032,878	1,940,510	1,957,294	1,983,295	2,019,238	2,101,263
"Нисък" сценарий за потребление на енергия и предоговаряне на дългосрочните договори с МИ1 и МИ2, както и квотите за изкупуване на						

енергия от ВИ по преференциални цени						
Общо потребление на регулиран пазар, Гвтч, в т.ч.:	16,222	14,674	14,556	14,562	14,668	15,017
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,194	2,057	2,139	2,234	2,335
Марица-изток 3 АД	3,156	2,868	2,689	2,796	2,921	3,052
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716
Заводски централи	969	969	969	969	969	969
Енергия от ВИ	4,601	4,818	4,946	5,126	5,358	5,643
АЕЦ и ТЕЦ	3,365	2,108	2,179	1,815	1,469	1,303
Цена на ОД, лв/Мвтч	125.32	129.62	128.84	130.18	131.62	134.57
Регулиран пазар, хил. лв (цени на ОД)	2,032,878	1,902,028	1,875,325	1,895,653	1,930,599	2,020,909

Сценарии за цени, по които електроразпределителните дружества закупуват енергия за покриване на технологични разходи

Според сега действащите правила, тази цена се формира като сума от цената на АЕЦ Козлодуй за регулиран пазар и цената на ЕСО. Допускаме, че правилото ще се запази до края на прогнозния период. На база тази цена се формират плащанията на дружеството към разпределителното предприятие.

Висок сценарий за потребление на ел. енергия.

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6
	Утвърдени от ДКЕВР					
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч						
Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.90	7.71	7.60	7.49	7.38
Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97
Обща цена	37.98	41.22	40.44	39.96	39.61	39.35

Базов сценарий за потребление на ел. енергия.

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6
	Утвърдени от ДКЕВР					
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч						

Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.94	7.79	7.69	7.57	7.43
Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97
Обща цена	37.98	41.27	40.52	40.05	39.69	39.40

Нисък сценарий за потребление на енергия и предоговаряне на квотите за изкупуване на енергия от ВИ по преференциални цени, както и квотите за изкупуване на енергия по дългосрочни договори

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6
	Утвърдени от ДКЕВР					
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч						
Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.99	7.87	7.79	7.65	7.48
Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97
Обща цена	37.98	41.32	40.60	40.15	39.78	39.45

Сценарии за цени на Преносното предприятие (мрежи високо напрежение, Електронергиен системен оператор, ЕСО)

Тези цени са определящи за разходите са мрежови услуги, които дружеството заплаща на оператора на мрежата средно напрежение. На тази база се формират прехвърляните към крайните потребители разходи за мрежови услуги високо напрежение.

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020
	Период 8'14/7'15	2	3	4	5	6
	ДКЕВР					
Цени на ЕСО, лв/Мвтч - пренос						
Сценарий с високо потребл. на енергия	6.62	6.54	6.37	6.24	6.12	5.99
Сценарий с базово потребл. на енергия	6.62	6.58	6.44	6.32	6.19	6.03
Сценарий с ниско потребл. на енергия	6.62	6.62	6.51	6.41	6.26	6.07
Цени на ЕСО, лв/Мвтч - достъп						
Сценарий с високо потребл. на енергия	1.36	1.36	1.34	1.35	1.37	1.39
Сценарий с базово потребл. на енергия	1.36	1.36	1.35	1.37	1.38	1.40
Сценарий с ниско потребл. на енергия	1.36	1.37	1.36	1.38	1.39	1.40

Прогнозите са направени на база очакваните признати разходи на ЕСО, както и прогнози за потреблението, вноса и износа на електроенергия в страната. За повече информация вж. Приложение 5.

Количества продадена енергия от предприятието на регулиран пазар като Краен Снабдител (не са включени продажбите като ДПИ)

Количества енергия	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
Общо продадена енергия на регул.	4,615	3,588	3,580	3,601	3,617	3,629	3,708	Прогноза на база очаквания ръст на

пазар, Гвтч, "висок" сц.								регулirания пазар.
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "нисък" сц.	4,615	3,564	3,502	3,506	3,506	3,555	3,672	Прогноза на база очаквания ръст на регулirания пазар.
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, базов сц.	4,615	3,576	3,541	3,553	3,561	3,592	3,690	Прогноза на база очаквания ръст на регулirания пазар.

Виж по-горе прогнозите за развитието на регулirания пазар.

Марж на продажбите на електрическа енергия

Маржът на продажбите на Крайния Снабдител се определя с решение на ДКЕВР, поради което е трудно да се формулират достоверно обосновани сценарии за потенциални промени в неговата стойност. Поради тази причина използваме текущата стойност на маржа до края на прогнозния период.

	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Марж на продажбите на ел. енергия (Решение на ДКЕВР, окт.'14 г.), %	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29

Продажби на електрическа енергия (без продажби като ДПИ)

Резултатите по сценарии са представени в прогнозните финансови отчети на дружеството, изготвени от БКК и представени по-долу, съответно по сценарии. За повече информация относно изграждането на прогнозите на продажбите на електрическа енергия виж Приложение 6.

Приходи от мрежови компоненти

Това по същество представляват разходите, които дружеството е заплатило като такси за ползването на пренос по мрежите за ниско, средно и високо напрежение (като част от цената на услугите на електроразпределителното дружество), които дружеството „прехвърля” върху крайните потребители. Резултатите по сценарии са представени в прогнозните отчети на предприятието, съответно по сценарии. За повече информация относно изграждането на прогнозите на продажбите на електрическа енергия виж Приложение 7.

Продажби на дружеството – обект на търговото предложение като ДПИ

ДПИ – „Енерго-Про Продажби“ АД						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Количества, Гвтч	125	37	6	0	0	0
Покупна цена, лв/Мвтч	129	175	180	0	0	0
Продажна цена, лв/Мвтч	137	180	185	0	0	0
Разходи за покупка, хил. лв	16,154	6,459	1,080	0	0	0
Приходи от продажба, хил. лв	17,195	6,653	1,112	0	0	0

Ефект от небаланси

Ефект от небаланси, хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Оптимистичен сц.	-4,442	-5,249	-2,860	0	0	0
Песимистичен сц.	-4,442	-5,190	-2,750	-1,648	-1,613	-1,601
Базов сц.	-4,442	-5,240	-2,841	-1,722	-1,691	-1,670

Виж по-долу относно формулирането на сценарии.

Други приходи

Формират се от приходи от глоби, предоставяне на услуги и др. Това са приходи, голяма част от които имат еднократен ефект. За това смятаме, че най-надеждни са очакванията на Търговия предложител.

Административни разходи

Изготвени са на база очакванията на Предложителя (за повече информация виж прогнозните отчети за финансово състояние по-долу, т. 6.2.6).

Други разходи

Провизиите и реинтегрирането на провизии във връзка с правни искове и регулаторни производства представлява значително перо в отчета за дохода на предприятието и съответно различни сценарии в развитието на резултата от правните искове би оказал значително влияние върху оценката. Трябва да се има предвид, че при по-неблагоприятно развитие на въпросния показател от очакваното, при равни други условия, оценката за справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение ще се понижи и обратно, при по-благоприятно развитие на този показател - ще се увеличи. За оценката са използвани очакванията на Предложителя.

Разходи за покупка на енергия и мрежови компоненти

Както вече беше упоменато, дружеството закупува електрическа енергия за своите клиенти по цена на Обществения доставчик, като също така плаща на съответното електроразпределително дружество такса мрежа средно и ниско напрежение, като поема върху себе си и съответна част от разходите на електроразпределителното дружество за мрежа високо напрежение (виж по-горе). За повече информация относно получаването на тези прогнози виж Приложения 7 и 8.

Разходи за амортизации

Използваме прогнозите на Предложителя, както е посочено по-долу в „Дълготрайни активи, инвестиции и амортизации“.

Нетни финансови приходи и разходи

Прогнозираме финансовите приходи на база текущите депозити на дружеството с приложимия към тях лихвен процент, отчитайки датата на техния падеж. Прилагаме намаляващ във времето лихвен процент към кешовите наличности в началото на отчетния период.

Според информация от Предложителя, към 30.09.2014 г. са формирани лихвени разходи от 2 хил. лв по провизии за пенсионни задължения и 184 хил лв. са еднократен ефект от лихви по данъчни задължения. Лихвените разходи по провизиите за пенсионни задължения са резултат от дисконтирането на бъдещите задължения към момента на отчета. Според финансовите отчети на дружеството към 30.09.2014 г., дисконтовият процент по провизиите за пенсионни задължения е 4%, формиран на база ефективната доходност по 10-годишните държавни ценни книжа. Поради по-дългия срок на тези задължения е използвана екстраполация.

Поради спецификата на лихвените разходи, за 2014 г. прогнозираме те да останат на нивото от 30.04.2014 г., а за 2015 г. - 2019 г. прогнозираме константна стойност от 2 хил. лв., съответстваща на текущите разходи по пенсионните задължения.

За да получим прогноза за лихвения доход от касовите наличности за 2014 г., екстраполираме отчетната стойност към септември, 2014 г. За следващите прогнозни периоди прогнозираме лихвения доход от касови наличности на база баланса им в началото на периода.

Активи и задължения

Прогнозираме търговските вземания на база дела на brutните търговски вземания в продажбите за последната година, като използваме и делът на провизиите в brutните вземания, за да получим нетната стойност на вземанията (за повече информация виж прогнозните отчети за финансово състояние по-долу, т. 6.2.6). За материалните запаси и вземанията от свързани лица използваме прогнозите на Предложителя, както и за материалните и нематериалните активи и данъчните активи и вземания. За останалите вземания презюмираме константна стойност.

За дългосрочните задължения (провизии за пенсиониране и задължения към персонала, както и за краткосрочната част на тези задължения) използваме прогнозите на Предложителя. За да прогнозираме търговските задължения, използваме очакванията на Предложителя за техния дял в разходите за покупка на енергия. Задълженията към свързани лица прогнозираме на база очакванията на Предложителя за отношението между задълженията на дружеството – обект на търговското предложение към свързани лица и вземанията на „Енерго-Про Мрежи“ АД от свързани лица. Останалите задължения са прогнозирани на база очакванията на Предложителя.

Дълготрайни активи, инвестиции и амортизации

Използвани са очакванията на търговия предложител

Дълготрайни активи, хил. лв	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енерго-Про Продажби АД						
Материални и нематериални активи в началото на периода	568	464	399	387	420	429
Бруто инвестиции	45	100	100	100	100	100
Амортизация общо	149	165	112	67	91	116
На съществуващите активи	126	93	37	17	16	16
На инвестиционните разходи	23	73	75	50	75	100
Материални и нематериални активи в края на периода	464	399	387	420	429	413

6.2.4.2. Формулиране на сценарии за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговия предложението

Според съществуващите нормативни правила за определяне на необходимите приходи и доходност на дружеството, то "прехвърля напред" (към следващото звено от веригата до крайния потребител) основната част от разходите си, като ДКЕВР определя марж на печалбата за дружеството. За това може да се очаква, че печалбата и оценката на дружеството се максимизират при максимизиране на неговите продажби, функция от количества продадена енергия и цена.

Песимистичен:

- Сценарий за по-ниско потребление на електроенергия в държавата в бъдеще, базиран на целевия сценарий в Енергийната стратегия на България до 2020 г. (след корекции спрямо реализираните стойности);
- Сценарий за цени на Обществен доставчик, формиращи при съответното количество потребявана електрическа енергия в страната при допускане за намаляване на дела на изкупуваната енергия от ВИ по преференциални цени, както и за дела на енергията, изкупувана по силата на дългосрочни договори;
- Сценарий за цени на Преносното предприятие, съответстващ на по-ниско потребление на енергия в страната;
- Съществува негативен ефект от небаланси през целия прогнозен период;
- Запазване на прилаганите в момента от ДКЕВР правила, методологии и ценообразуващи параметри.

Оптимистичен:

- Сценарий за по-високо потребление на електрическа енергия в страната, съответстващ на базовия сценарий в Енергийната стратегия на България до 2020 г. (след корекции спрямо реализираните стойности);
- Сценарий за цени на Обществен доставчик, формиращи при съответното количество потребявана електрическа енергия в страната при допускане за запазване на дела на изкупуваната енергия от ВИ по преференциални цени, както и за дела на енергията, изкупувана по силата на дългосрочни договори;
- Сценарий за цени на Преносното предприятие, съответстващ на по-високо потребление на енергия в страната;
- Негативният ефект от небаланси се запазва до 2016 г.

- Запазване на прилаганите в момента от ДКЕВР правила, методологии и ценообразуващи параметри.

Базов:

- Сценарий за базисно равнище на потребление на електрическа енергия в страната;
- Сценарий за цени на Обществен доставчик, формирани при съответното количество потребявана електрическа енергия в страната при допускане за запазване на дела на изкупуваната енергия от ВИ по преференциални цени, както и за дела на енергията, изкупувана по силата на дългосрочни договори;
- Сценарий за цени на Преносното предприятие, съответстващ на базисно равнище на потребление на енергия в страната;
- Съществува негативен ефект от небаланси през целия прогнозен период;
- Запазване на прилаганите в момента от ДКЕВР правила, методологии и ценообразуващи параметри.

6.2.5. Пазарни тенденции

• Продължават процесите на либерализация на пазара, като една от най-значимите скорошни промени беше отделянето на ЕСО като оператор и собственик на преносната мрежа високо напрежение;

• Поради все още относително слабия икономически растеж в България и региона, производството и потреблението на електроенергия в страната стагнира. При засилване на икономическия растеж може да се очаква разширяване на пазара, като този процес ще зависи в голяма степен и от развитието на енергийната интензивност на икономиката на България и региона, алтернативните доставчици на енергия, както и използването на алтернативни енергоизточници;

• Продължава да се свива делът на регулирания пазар за сметка на пазара по свободно договорени цени, като се очаква тази тенденция да продължи и в бъдеще;

• Особено що се отнася до регулирания пазар и дейността на електроразпределителните предприятия и крайните снабдители, както и производителите на електроенергия, за които са разпределяни квоти за регулиран пазар, решенията на ДКЕВР относно ценообразуващите елементи и правила са един от най-важните фактори за рентабилността на енергийните предприятия (за повече детайли вж по-долу в секцията, касаеща оценката на справедливата стойност на предприятието, допускания).

• С оглед на някои изкривявания в пазарната среда, се търсят възможности за промени по отношение правилата за изкупуване на енергия от възобновяеми енергоизточници, както и по силата на дългосрочни договори за изкупуване на електрическа енергия по преференциални цени (вж по-горе).

6.2.6. Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение

Базов сценарий

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Продажби	844,754	783,582	319,880	461,628	703,938	600,547	603,984	608,214	612,333	623,280
Електрическа енергия	839,819	779,660	318,352	459,325	705,301	602,671	603,629	606,643	610,632	621,456
Енергия		458,468	217,275	325,048	507,778	470,529	479,790	486,741	493,450	506,250
Мрежови компоненти		321,193	101,077	134,277	180,329	125,489	122,726	119,902	117,182	115,206
ДПИ					17,195	6,653	1,112	0	0	0
Ефект от небаланси					-4,442	-5,240	-2,841	-1,722	-1,691	-1,670
Други	4,934	3,921	1,528	2,303	3,079	3,116	3,197	3,293	3,392	3,494
Услуги		1,951	850	1,268						
Глоби и неустойки и др.		1,971	678	1,035						
Разходи	844,333	760,733	327,259	468,941	717,278	608,876	604,873	609,820	614,140	625,469
Покупка на енергия	813,962	735,777	305,257	440,083	684,661	591,943	592,855	595,746	599,585	610,122
Отчетна стойност на продадена енергия		414,569	204,175	308,081	488,174	459,995	469,049	475,844	482,403	494,916
Мрежови компоненти (100% към св. лица)		321,208	101,082	132,001	180,334	125,489	122,726	119,902	117,182	115,206
ДПИ					16,154	6,459	1,080	0	0	0
Административни разходи (без провизии)	25,975	18,581	9,822	16,642	20,400	16,831	16,888	17,163	17,441	17,732
Други разходи, нето (провизии)	4,396	6,375	12,180	12,216	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)	421	22,849	-7,379	-7,313	-13,340	-8,329	-889	-1,606	-1,807	-2,189
EBITDA марж, %	0.0%	2.9%	-2.3%	-1.6%	-1.9%	-1.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
Амортизации	79	62	27	92	149	165	112	67	91	116

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ)	342	22,787	-7,406	-7,405	-13,488	-8,495	-1,001	-1,672	-1,898	-2,305
ЕВИТ марж, %	0%	3%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%
Финансови приходи/разходи, нето	-77	633	1,142	1,442	1,762	626	489	256	120	25
Приходи от лихви		550	1,337		1,961	641	504	271	135	40
Други финансови приходи		148	1		0	0	0	0	0	0
Разходи за лихви		28	184		186	2	2	2	2	2
Разходи за лихви по провизии		3	1		2	2	2	2	2	2
Други финансови разходи		34	11		11	11	11	11	11	11
Данъци	602	2,333	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-337	21,087	-6,264	-5,963	-11,726	-7,868	-512	-1,417	-1,778	-2,280
Последващи преоценки на планове с дефинирани пенсионни доходи	3	-25	0	0	0	0	0	0	0	0
Общ всеобхватен доход	-334	21,062	-6,264	-5,963	-11,726	-7,868	-512	-1,417	-1,778	-2,280

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Дълготрайни материални и нематериални активи	615	568	538	472	464	399	387	420	429	413
Отсрочени данъчни активи	3,467	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661
Общо дълготрайни активи	4,082	4,229	4,199	4,133	4,125	4,060	4,048	4,081	4,090	4,074

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Материални запаси	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	140	118	2,025	830	118	118	118	118	118	118
Търговски и други вземания	126,770	142,634	123,411	113,150	103,546	88,713	89,206	89,813	90,404	91,975
Търговски вземания бруто		135,829	114,862	109,688	122,023	104,101	104,697	105,430	106,144	108,042
Обезценки		-23,414	-23,972	-26,988	-21,034	-17,945	-18,048	-18,174	-18,297	-18,624
Нето		112,415	90,890	82,700	100,989	86,156	86,649	87,256	87,847	89,418
Депозити и заеми		29,370	29,964	30,181	0	0	0	0	0	0
Други		849	2,557	269	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557
Данъчни вземания	460	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Пари и парични еквиваленти	10,632	45,190	26,307	34,431	30,487	30,471	22,532	17,986	13,366	8,687
Общо краткосрочни активи	138,003	187,943	151,743	148,411	134,151	119,302	111,856	107,917	103,889	100,780
Общо активи	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,362	115,904	111,998	107,978	104,853
Основен капитал	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
Резерви	2,157	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
Финансов резултат (с натрупване)	32,665	53,735	47,471	47,772	53,735	42,009	34,141	33,629	32,212	30,434
Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход)					-11,726	-7,868	-512	-1,417	-1,778	-2,280
Платени дивиденди					0	0	0	0	0	0
Собствен капитал	36,323	57,385	51,121	51,422	45,659	37,791	37,279	35,862	34,084	31,804
Провизии по задължения за пенсиониране	43	78	83	78	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	9	10	11	11	11	11	11	11	11	11
Дългосрочни задължения	52	88	94	89	94	94	94	94	94	94
Задължения към свързани лица	52,067	64,322	9,157	13,906	17,783	16,311	15,802	16,091	16,282	16,866
Търговски задължения	46,019	53,845	69,372	60,905	48,505	42,829	41,237	41,551	42,001	42,960
Заеми от свързани лица		6	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	0	2,527	0	0	0	0	26	23	27	24

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Провизии по задължения към персонала	16	27	45	33	45	45	45	45	45	45
Други провизии	7,608	13,973	26,153	26,189	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061
Краткосрочни задължения	105,710	134,700	104,727	101,033	92,523	85,477	78,531	76,042	73,801	72,956
Общо задължения и собствен капитал	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,362	115,904	111,998	107,978	104,853

Отчет за паричните потоци, хил. лв.							
Енерго-Про Продажби АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нетна печалба за годината	21,062	-11,726	-7,868	-512	-1,417	-1,778	-2,280
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-47	-104	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	194	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	0	-1	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	-22	0	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания	15,864	-39,088	-14,833	493	607	591	1,571
Данъчни вземания	-460	0	0	0	0	0	0
Краткосрочни задължения към свързани лица	12,255	-46,538	-1,472	-509	288	191	584
Краткосрочни търговски задължения	7,826	-5,339	-5,676	-1,593	314	450	959
Дългосрочни провизии за пенсиониране	35	5	0	0	0	0	0
Дългосрочни провизии за разх. за персонал	1	1	0	0	0	0	0
Заеми от свързани лица	6	-6	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	2,527	-2,527	0	26	-2	3	-2
Провизии по задължения към персонала	11	18	0	0	0	0	0
Други провизии	6,365	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0	0	0
Нетен паричен поток	34,558	-14,703	-16	-7,939	-4,546	-4,620	-4,679
Пари и парични еквиваленти в нач. на периода	10,632	45,190	30,487	30,471	22,532	17,986	13,366
Пари и парични еквиваленти в края на периода	45,190	30,487	30,471	22,532	17,986	13,366	8,687

Оптимистичен сценарий

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажи АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Продажи	844,754	783,582	319,880	461,628	703,938	601,479	607,813	614,289	619,863	628,847
Електрическа енергия	839,819	779,660	318,352	459,325	705,301	603,612	607,476	610,996	616,471	625,353
Енергия		458,468	217,275	325,048	507,778	471,310	482,917	490,244	498,047	509,083
Мрежови компоненти		321,193	101,077	134,277	180,329	125,649	123,447	120,752	118,424	116,271
ДПИ					17,195	6,653	1,112	0	0	0
Ефект от небаланси					-4,442	-5,249	-2,860	0	0	0
Други	4,934	3,921	1,528	2,303	3,079	3,116	3,197	3,293	3,392	3,494
Услуги		1,951	850	1,268						
Глоби и неустойки и др.		1,971	678	1,035						
Разходи	844,333	760,733	327,259	468,941	717,278	609,800	608,651	614,094	619,876	629,303
Покупка на енергия	813,962	735,777	305,257	440,083	684,661	592,867	596,632	600,020	605,321	613,956
Отчетна стойност на продадена енергия		414,569	204,175	308,081	488,174	460,759	472,106	479,269	486,897	497,686
Мрежови компоненти (100% към св. лица)		321,208	101,082	132,001	180,334	125,649	123,447	120,752	118,424	116,271
ДПИ					16,154	6,459	1,080	0	0	0
Административни разходи (без провизии)	25,975	18,581	9,822	16,642	20,400	16,831	16,888	17,163	17,441	17,732
Други разходи, нето (провизии)	4,396	6,375	12,180	12,216	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Брутен марж от търговията с енергия	25,857	43,883	13,095	19,242	20,639	10,745	10,844	10,975	11,150	11,397
Брутен марж, %	3%	6%	4%	4%	2.93%	1.78%	1.79%	1.80%	1.81%	1.82%
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)	421	22,849	-7,379	-7,313	-13,340	-8,321	-837	195	-13	-456

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
EBITDA марж, %	0.0%	2.9%	-2.3%	-1.6%	-1.9%	-1.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
Амортизации	79	62	27	92	149	165	112	67	91	116
Печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ)	342	22,787	-7,406	-7,405	-13,488	-8,486	-949	128	-105	-572
ЕВИТ марж, %	0%	3%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%
Финансови приходи/разходи, нето	-77	633	1,142	1,442	1,762	626	487	252	129	34
Приходи от лихви		550	1,337		1,961	641	502	267	144	49
Други финансови приходи		148	1		0	0	0	0	0	0
Разходи за лихви		28	184		186	2	2	2	2	2
Разходи за лихви по провизии		3	1		2	2	2	2	2	2
Други финансови разходи		34	11		11	11	11	11	11	11
Данъци	602	2,333	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-337	21,087	-6,264	-5,963	-11,726	-7,860	-462	380	24	-538
Последващи преоценки на планове с дефинирани пенсионни доходи	3	-25	0	0	0	0	0	0	0	0
Общ всеобхватен доход	-334	21,062	-6,264	-5,963	-11,726	-7,860	-462	380	24	-538

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Дълготрайни материални и нематериални активи	615	568	538	472	464	399	387	420	429	413

Отсрочени данъчни активи	3,467	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661
Общо дълготрайни активи	4,082	4,229	4,199	4,133	4,125	4,060	4,048	4,081	4,090	4,074
Материални запаси	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	140	118	2,025	830	118	118	118	118	118	118
Търговски и други вземания	126,770	142,634	123,411	113,150	103,546	88,847	89,756	90,685	91,484	92,773
Търговски вземания бруто		135,829	114,862	109,688	122,023	104,263	105,361	106,483	107,449	109,007
Обезценки		-23,414	-23,972	-26,988	-21,034	-17,973	-18,162	-18,355	-18,522	-18,790
Него		112,415	90,890	82,700	100,989	86,290	87,199	88,128	88,927	90,216
Депозити и заеми		29,370	29,964	30,181	0	0	0	0	0	0
Други		849	2,557	269	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557
Данъчни вземания	460	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Пари и парични еквиваленти	10,632	45,190	26,307	34,431	30,487	30,364	22,209	19,169	16,250	13,437
Общо краткосрочни активи	138,003	187,943	151,743	148,411	134,151	119,329	112,082	109,971	107,852	106,328
Общо активи	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,389	116,130	114,052	111,942	110,402
Основен капитал	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
Резерви	2,157	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
Финансов резултат (с натрупване)	32,665	53,735	47,471	47,772	53,735	42,009	34,149	33,687	34,067	34,092
Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход)					-11,726	-7,860	-462	380	24	-538
Платени дивиденди					0	0	0	0	0	0
Собствен капитал	36,323	57,385	51,121	51,422	45,659	37,799	37,337	37,717	37,742	37,204
Провизии по задължения за пенсиониране	43	78	83	78	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	9	10	11	11	11	11	11	11	11	11
Дългосрочни задължения	52	88	94	89	94	94	94	94	94	94
Задължения към свързани лица	52,067	64,322	9,157	13,906	17,783	16,263	15,707	15,991	16,185	16,744
Търговски задължения	46,019	53,845	69,372	60,905	48,505	42,896	41,499	41,849	42,403	43,230
Заеми от свързани лица		6	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	0	2,527	0	0	0	0	26	23	27	24
Провизии по задължения към персонала	16	27	45	33	45	45	45	45	45	45
Други провизии	7,608	13,973	26,153	26,189	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061

Краткосрочни задължения	105,710	134,700	104,727	101,033	92,523	85,495	78,699	76,241	74,107	73,104
Общо задължения и собствен капитал	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,389	116,130	114,052	111,942	110,402

Отчет за паричните потоци, хил лв.							
Енерго-Про Продажби АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нетна печалба за годината	21,062	-11,726	-7,860	-462	380	24	-538
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-47	-104	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	194	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	0	-1	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	-22	0	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания	15,864	-39,088	-14,699	909	929	800	1,289
Данъчни вземания	-460	0	0	0	0	0	0
Краткосрочни задължения към свързани лица	12,255	-46,538	-1,521	-556	284	194	559
Краткосрочни търговски задължения	7,826	-5,339	-5,609	-1,397	350	554	827
Дългосрочни провизии за пенсиониране	35	5	0	0	0	0	0
Дългосрочни провизии за разх. за персонал	1	1	0	0	0	0	0
Заеми от свързани лица	6	-6	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	2,527	-2,527	0	26	-2	3	-2
Провизии по задължения към персонала	11	18	0	0	0	0	0
Други провизии	6,365	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0	0	0
Нетен паричен поток	34,558	-14,703	-123	-8,155	-3,040	-2,919	-2,813
Пари и парични еквиваленти в нач. на периода	10,632	45,190	30,487	30,364	22,209	19,169	16,250
Пари и парични еквиваленти в края на периода	45,190	30,487	30,364	22,209	19,169	16,250	13,437

Песимистичен сценарий

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна	Отчетна	Отчетна	Отчетна	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
	ст-т	ст-т	ст-т	ст-т						
Продажби	844,754	783,582	319,880	461,628	703,938	596,951	590,122	588,525	590,384	603,179
Електрическа енергия	839,819	779,660	318,352	459,325	705,301	599,024	589,675	586,880	588,605	601,286
Енергия		458,468	217,275	325,048	507,778	465,985	464,444	465,792	470,786	485,413
Мрежови компоненти		321,193	101,077	134,277	180,329	126,387	124,119	121,088	117,819	115,873
ДПИ					17,195	6,653	1,112	0	0	0
Ефект от небаланси					-4,442	-5,190	-2,750	-1,648	-1,613	-1,601
Други	4,934	3,921	1,528	2,303	3,079	3,116	3,197	3,293	3,392	3,494
Услуги		1,951	850	1,268	1,700	1,722	1,760	1,799	1,838	1,879
Глоби и неустойки и др.		1,971	678	1,035	1,356	1,374	1,404	1,435	1,466	1,499
Разходи	844,333	760,733	327,259	468,941	717,278	605,331	591,264	590,526	592,621	605,765
Покупка на енергия	813,962	735,777	305,257	440,083	684,661	588,398	579,245	576,453	578,066	590,419
Отчетна стойност на продадена енергия		414,569	204,175	308,081	488,174	455,553	454,046	455,364	460,247	474,546
Мрежови компоненти (100% към св. лица)		321,208	101,082	132,001	180,334	126,387	124,119	121,088	117,819	115,873
ДПИ					16,154	6,459	1,080	0	0	0
Административни разходи (без провизии)	25,975	18,581	9,822	16,642	20,400	16,831	16,888	17,163	17,441	17,732
Други разходи, нето (провизии)	4,396	6,375	12,180	12,216	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Брутен марж от търговията с енергия	25,857	43,883	13,095	19,242	20,639	10,626	10,430	10,428	10,540	10,867
Брутен марж, %	3%	6%	4%	4%	2.93%	1.77%	1.77%	1.78%	1.79%	1.81%
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)	421	22,849	-7,379	-7,313	-13,340	-8,381	-1,142	-2,001	-2,237	-2,586

Отчет за дохода	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
EBITDA марж, %	0.0%	2.9%	-2.3%	-1.6%	-1.9%	-1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
Амортизации	79	62	27	92	149	165	112	67	91	116
Печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ)	342	22,787	-7,406	-7,405	-13,488	-8,546	-1,253	-2,067	-2,328	-2,703
ЕВИТ марж, %	0%	3%	-2%	-2%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%
Финансови приходи/разходи, нето	-77	633	1,142	1,442	1,762	626	493	266	127	27
Приходи от лихви		550	1,337		1,961	641	508	281	142	42
Други финансови приходи		148	1		0	0	0	0	0	0
Разходи за лихви		28	184		186	2	2	2	2	2
Разходи за лихви по провизии		3	1		2	2	2	2	2	2
Други финансови разходи		34	11		11	11	11	11	11	11
Данъци	602	2,333	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-337	21,087	-6,264	-5,963	-11,726	-7,920	-760	-1,801	-2,201	-2,676
Последващи преоценки на планове с дефинирани пенсионни доходи	3	-25	0	0	0	0	0	0	0	0
Общ всеобхватен доход	-334	21,062	-6,264	-5,963	-11,726	-7,920	-760	-1,801	-2,201	-2,676

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Дълготрайни материални и нематериални активи	615	568	538	472	464	399	387	420	429	413
Отсрочени данъчни активи	3,467	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661
Общо дълготрайни активи	4,082	4,229	4,199	4,133	4,125	4,060	4,048	4,081	4,090	4,074

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Отчетна ст-т	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Материални запаси	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	140	118	2,025	830	118	118	118	118	118	118
Търговски и други вземания	126,770	142,634	123,411	113,150	103,546	88,197	87,218	86,989	87,255	89,091
Търговски вземания бруто		135,829	114,862	109,688	122,023	103,478	102,294	102,017	102,339	104,557
Обезценки		-23,414	-23,972	-26,988	-21,034	-17,837	-17,633	-17,586	-17,641	-18,023
Нето		112,415	90,890	82,700	100,989	85,640	84,661	84,432	84,698	86,534
Депозити и заеми		29,370	29,964	30,181	0	0	0	0	0	0
Други		849	2,557	269	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557
Данъчни вземания	460	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Пари и парични еквиваленти	10,632	45,190	26,307	34,431	30,487	30,755	23,366	18,883	14,005	8,816
Общо краткосрочни активи	138,003	187,943	151,743	148,411	134,151	119,070	110,702	105,990	101,378	98,025
Общо активи	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,129	114,750	110,071	105,468	102,098
Основен капитал	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
Резерви	2,157	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
Финансов резултат (с натрупване)	32,665	53,735	47,471	47,772	53,735	42,009	34,089	33,329	31,528	29,327
Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход)					-11,726	-7,920	-760	-1,801	-2,201	-2,676
Платени дивиденди					0	0	0	0	0	0
Собствен капитал	36,323	57,385	51,121	51,422	45,659	37,739	36,979	35,178	32,977	30,301
Провизии по задължения за пенсиониране	43	78	83	78	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	9	10	11	11	11	11	11	11	11	11
Дългосрочни задължения	52	88	94	89	94	94	94	94	94	94
Задължения към свързани лица	52,067	64,322	9,157	13,906	17,783	16,387	15,894	16,193	16,386	17,001
Търговски задължения	46,019	53,845	69,372	60,905	48,505	42,573	40,290	40,205	40,494	41,572
Заеми от свързани лица		6	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	0	2,527	0	0	0	0	26	23	27	24
Провизии по задължения към	16	27	45	33	45	45	45	45	45	45

Отчет за финансовото състояние	2012	2013	06-14	09-14	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Хил. лв										
Енерго-Про Продажби АД	Отчетна	Отчетна	Отчетна	Отчетна	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
	ст-т	ст-т	ст-т	ст-т						
персонала										
Други провизии	7,608	13,973	26,153	26,189	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061
Краткосрочни задължения	105,710	134,700	104,727	101,033	92,523	85,296	77,676	74,799	72,398	71,703
Общо задължения и собствен капитал	142,085	192,173	155,942	152,544	138,276	123,129	114,750	110,071	105,468	102,098

Отчет за паричните потоци, хил лв.							
Енерго-Про Продажби АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Нетна печалба за годината	21,062	-11,726	-7,920	-760	-1,801	-2,201	-2,676
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-47	-104	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	194	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	0	-1	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	-22	0	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания	15,864	-39,088	-15,349	-980	-229	267	1,836
Данъчни вземания	-460	0	0	0	0	0	0
Краткосрочни задължения към свързани лица	12,255	-46,538	-1,397	-493	299	193	615
Краткосрочни търговски задължения	7,826	-5,339	-5,933	-2,283	-85	288	1,079
Дългосрочни провизии за пенсиониране	35	5	0	0	0	0	0
Дългосрочните провизии за разх. за персонал	1	1	0	0	0	0	0
Заеми от свързани лица	6	-6	0	0	0	0	0
Данъчни задължения	2,527	-2,527	0	26	-2	3	-2
Провизии по задължения към персонала	11	18	0	0	0	0	0
Други провизии	6,365	12,217	102	-4,870	-3,089	-2,886	-2,386
Изплатени дивиденди	0	0	0	0	0	0	0
Нетен паричен поток	34,558	-14,703	267	-7,388	-4,483	-4,878	-5,189
Пари и парични еквиваленти в нач. на периода	10,632	45,190	30,487	30,755	23,366	18,883	14,005
Пари и парични еквиваленти в края на периода	45,190	30,487	30,755	23,366	18,883	14,005	8,816

6.2.7. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акцията

Представяме описание на използваните оценъчни методи. Макар и методът ДППД да не се използва директно в оценката, резултатите от него, приложен за дружеството – обект на търговото предложение са в голяма степен показателни за състоянието и перспективите пред това дружество и поради това предлагаме описание и на този метод. Приложените методи са ПМДА, сравнение с пазарните множители, получени при приватизационните аукциони на миноритарните държавни дялове в трите електроснабдителни дружества и НСА. ПМДА, НППФ и сравнението с пазарните множители, получени на приватизационните аукциони оценяват дружеството – обект на търговото предложение на принципа на действащо предприятие, докато НСА представлява оценка на дружеството на база стойността на нейните активи. Изготвена е и оценка според ликвидационната стойност, но поради значително по-ниската оценка според този метод, той не е включен в калкулациите за финалната оценка на справедливата стойност на дружеството, а има илюстративно приложение.

6.2.7.1. ДППД

При този подход бъдещите икономически ползи от даден проект, компания или дялово участие се свеждат до стойност към настоящия момент на база дисконтиране на тези ползи посредством изискуема норма на доходност, която отразява както пазарния стандарт за подобно ниво на риск, така и индивидуалните рискови характеристики на конкретния проект, компания или дялово участие. По този начин методът отчита в най-голяма степен индивидуалните характеристики на оценявания актив и уникалните му перспективи за развитие, поради което е особено подходящ за оценка на активи (проект, компания или дялово участие) с по-висока степен на уникалност и/или чиито перспективи за развитие се различават по-значително от тези на неговите аналози. Тези различия може да се дължат както на екзогенни (пазарна среда, регулативна среда, стопански сектор и др.), така и на ендогенни фактори (ефективност на дейността, мениджмънт и др.).

Обикновено като дисконтирани икономически ползи се възприемат нетната печалба или нетните парични потоци.

Първият вариант е по-често приложим за финансови компании, където паричният поток може да се разглежда по-скоро като ресурс за дейността и е в по-ниска степен идентифицируем с крайните икономически ползи за акционерите.

Дисконтирането на нетните парични потоци е характерен оценъчен метод за нефинансовите компании. Съществуват два варианта на моделиране оценката на база ДПП чрез използване на нетни парични потоци: свободни парични потоци към собствения капитал (free cash flow to equity, FCFE, или СППК), или свободни парични потоци към дружеството (free cash flow to firm, FCFF, или СППФ). В първия случай се използва цялостния паричен поток на предприятието, формиран с отчитане потоците по финансиране на бизнеса. Във втория се използват паричните потоци без отчитане на потоците по финансиране.

В настоящата оценка използваме втория вариант. По този начин се получава оценка на активите на фирмата, която след това се коригира със стойността на нейните задължения. Смятаме, че този вариант е по-подходящ за настоящата оценка, защото този метод в по-малка степен се влияе от изменения в счетоводната политика и еднократни положителни или отрицателни ефекти в дейността на дружеството – обект на търговото предложение. Освен това, при този подход активите се оценяват изцяло на база основната дейност на предприятието, което прави паричните потоци по-съпоставими с използвания дисконтов процент (вж. по-долу).

Дисконтират се свободните парични потоци в рамките на т.нар. прогнозен период. Настоящата оценка е извършена на база 5-годишен прогнозен период от края на 2014 г. до 2019 г. Дисконтирането се извършва към 27.01.2015 г. Нетните парични потоци след 2015 г. са дисконтирани към тази дата, а потокът за четвъртото тримесечие на 2014 г. не се дисконтира. Тъй като моделът оценява дружеството – обект на търговото предложение (съответно неговите акции) като действащо предприятие, той също оценява сумарната стойност на паричните потоци след края на прогнозния период, или това е т. нар. терминална стойност. Тя се изчислява по формулата:

Терминална стойност = Терминален Свободен ПП/(дисконтов процент – постоянен темп на нарастване на ПП)

Съществуването на постоянен във времето терминален ръст е оправдано най-малко поради наличието на инфлация в дългосрочен план. За него допринася и прирастът в бизнеса на дружеството – обект на търговото предложение, който може да се очаква, че ще бъде подкрепян от икономическия растеж.

Терминалният свободен паричен поток се изчислява по формулата:

Терминален Свободен ПП = Свободен ПП₂₀₁₉ × (1 + постоянен темп на нарастване на ПП)

Двата варианта на прилагане на ДПП според вида на използваните парични потоци се свързва и с употребата на съответната им норма на дисконтиране. Когато се използват СППК, привеждането им в стойност към настоящия момент се извършва посредством цената на капитала (cost of equity, COE, или ЦК). Тя представлява изискуемата възвръщаемост на инвестициите в собствен капитал за съответното ниво на риск. При използване на СППФ, нормата за дисконтиране е среднопретеглената цена на капитала (weighted average cost of capital, WACC, или СПЦК). СПЦК представлява среднопретеглената доходност по капиталовия микс на фирмата, където доходността на нейните задължения и изискуемата доходност на собствения ѝ капитал се претеглят със съответния дял на двата източника на финансиране в капиталовия микс.

6.2.7.2. НСА

По този подход дружеството – обект на търговото предложение се оценява на база стойността на нейните активи, намалена със стойността на задълженията ѝ.

Нетната стойност на активите няма пряка връзка с бъдещите икономически ползи.

6.2.7.3. ПМДА

Според метода на пазарните множители на дружествата аналози, справедливата стойност на акцията се определя на база съотношението на справедливата стойност (пазарна цена или цена на сделка, вж. по-долу) към определен показател за дружеството – обект на търговото предложение (или т.нар. „пазарни множители“):

- Нетни продажби: В случая приложими са множителите P/S – цена на акция / продажби на една акция и EV/S – „стойност на фирмата” (enterprise value)⁷ / нетни продажби;

⁷ „Стойността на фирмата” (enterprise value) представлява сума от пазарната стойност на дълга на една компания и пазарната стойност на собствения ѝ капитал (или пазарната капитализация), намалена с парите в наличност и паричните еквиваленти. Това всъщност представлява сумарната стойност, която инвеститор

- Печалба преди лихви, данъци и амортизации: EV/EBITDA – „стойност на фирмата” / печалба преди лихви, данъци и амортизации;
- Чиста печалба: P/E – цена на акция / чиста печалба на акция;
- Собствен капитал: P/B – цена на акция / собствен капитал на акция;
- Печалба преди лихви и данъци: P/EBIT (earnings before interest and taxes) – цена на акция / печалба преди лихви и данъци на акция;
- Оперативна печалба (печалба преди лихви, данъци и амортизация): EV/EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – „стойност на фирмата” на акция / оперативна печалба на акция;
- Нетен паричен поток за фирмата или нетен паричен поток към собствен капитал: съответно P/FCFF – пазарна капитализация / нетен паричен поток за фирмата (може да се изчисли и на акция) – или, P/FCFE – цена на акция / нетен паричен поток към собствен капитал на една акция.

Всички от гореизброените множители могат да се калкулират и на база „цялостна стойност на предприятието”, като вместо цена на акция и стойност на фирмата на акция се използват респективно пазарна капитализация и стойност на фирмата.

Оценката за справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение се получава, като избраният показател за дружеството (на пример нетна печалба на акция) се умножи със съответстващия му пазарен множител (примерно P/E).

6.2.7.4. Сравнение с пазарните множители, получени при приватизационните аукциони за миноритарните държавни дялове в електроснабдителните дружества

Поради проблемите с метода на сравнение с борсовотъргувани дружества-аналози на оценяването, като допълнителен метод в случая прилагаме и сравнение с пазарните множители за електроснабдителните дружества („ЧЕЗ Електро България“ АД – София, „Енерго-Про Продажби“ АД и „ЕВН Електроснабдяване“ АД), които са получени на база средната цена, постигната на борсовите аукциони за продажбата на държавните миноритарни дялове в тези дружества. При „Енерго-Про Продажби“ АД аукционът стартира на 03.10.2012 г., при „ЧЕЗ Електро България“ АД, София - на 29.10.2012 г., а при „ЕВН България Електроснабдяване“ АД - на 21.12.2011 г.

Същността на метода, както и анализът на приложимостта и начинът на калкулиране на пазарните множители са абсолютно аналогични на метода на сравнение с борсовотъргувани дружества-аналози. Разликата в случая е, че цената, на чиято база се изчисляват пазарните множители не е получена от регулярна борсова търговия, а от приватизационен аукцион. Механизмът на образуването на цената при аукционите не се влияе от ликвидността на търговията с дадените акции към конкретния момент и в много по-голяма степен зависи от възприемането на инвеститорите за реалната справедлива стойност на даденото дружество. Недостатък при прилагането на този метод в случая е фактът, че тези аукциони са проведени през 2011-2012 г. , при различаваща се пазарна конюнктура и регулаторна рамка.

придобиващ предприятието, трябва да заплати, за да удовлетвори правата на всички заинтересовани лица (акционери, кредитори, държавни ведомства, социално- и пенсионноосигурителни фондове, в т.ч. и по собствени пенсионноосигурителни схеми на компанията и пр.). От друга страна, този показател отразява пазарната стойност на активите на фирмата, които са инвестирани в дейността ѝ.

6.2.7.5. Ликвидационна стойност на дружеството – обект на търгово предложение

Ликвидационната стойност показва каква би била оценката на една компания на база на ликвидиране на нейните активи в кратък срок, след приспадането на нейните задължения и разходите по ликвидацията.

По този начин активите на предприятието се оценяват по пазарна цена минус отбив поради бързата ликвидация. В същото време, стойността на някои задължения също може да претърпи корекция (данъчни задължения, елиминиране на провизии и пр.). Може да се очаква значителна корекция надолу в стойността на вземанията, някои нематериални активи и някои текущи активи.

На тази база може да се заключи, че ликвидационната стойност представлява своеобразна долна граница за оценката на едно дружество – тя показва какво биха получили акционерите при ликвидиране на компанията и разпродаване на нейните активи в относително кратък срок.

Предвид лицензионния характер на дейността на дружеството – обект на търгово предложение, ликвидационната стойност е повлияна от разпоредбите на ЗЕ, които предвиждат продължаване на дейността, назначаване на особен управител и прехвърляне на лицензионната дейност на друг лицензиант. Доколкото основната част от активите на дружеството - обект на търгово предложение, са вземания, ако те изобщо могат да бъдат прехвърлени на лице, което няма лицензия за същата дейност, качеството на събираемостта им ще спадне рязко при отпадане на правото на прекъсване на електроснабдяването при неплащане.

6.2.8. Резултати от различните методи на оценка

6.2.8.1. Обобщение⁸

Според предписанията на Наредба № 41, по отношение на метода на оценка на базата на дисконтирани парични потоци, изготвяме три сценария за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение – базов, оптимистичен и песимистичен.

Формираме оценка за справедливата стойност на акциите на дружеството на база метода на пазарните множители на дружества-аналози (ПМДА), сравнение с пазарните множители, получени на приватизационните аукциони за миноритарните държавни дялове в електроснабдителните дружества, както и на база нетната стойност на активите на дружеството (НСА). Оценката на база дисконтирани парични потоци към дружеството (ДППД) резултира в отрицателна оценка за справедливата стойност на акциите, тъй като в рамките на прогнозния период дружеството реализира предимно отрицателни нетни парични потоци (вж. резултатите от оценката по-долу). Въпреки това, представяме резултатите от оценката на предприятието според този метод. Резултатите от него са показателни за негативните перспективи пред развитието на дружеството, които следва да бъдат отчетени при алокирането на тегла между методите, базирани на принципа на действащо предприятие, отчитащи очакванията на пазарните участници (дисконтирани парични потоци и сравнение с компании-аналози) и методите, базирани на моментното състояние на дружеството (нетна стойност на активите). Изготвена е и оценка според ликвидационната стойност на дружеството, но поради много по-ниската ѝ стойност, тя не участва при формирането на справедливата стойност на акциите на дружеството според общоприети оценъчни методи, а има илюстративно приложение.

⁸ За детайлно представяне на оценката на справедливата стойност на акциите на компанията според различните методи, както и детайлна обосновка, вж. съответната секция по-долу.

Оценката според ДППД е разработена на база три сценария за развитието на предприятието (и респективно за формиране на неговата стойност): базов, оптимистичен и песимистичен.

Оценката на база метода на ПМДА почива на база текущи пазарни множители (изчислени на база цената на затваряне на акциите за 26.01.2015 г.) и базисни финансови показатели (на база данните от официалните финансови отчети към 30.09.2014 г. и/или към 30.09.2013 г. и 31.12.2013 г., където са изчислявани финансови данни за последните 12 месеца към 30.09.2014 г., вж по-долу).

При сравнението с пазарните множители, получени на приватизационните аукциони на държавните миноритарни пакети в електроснабдителните дружества, пазарните множители са калкулирани на база средната цена, получена на аукциона на съответното дружество, а базисните финансови данни, към които тази цена се съотнася, са на база последните официални отчети на съответното дружество към датата на аукциона. За „ЧЕЗ Електро България“ АД, София и „Енерго-Про Мрежи“ АД, това са финансовите отчети към 30.09.2012 г. За „ЕВН Електроснабдяване“ АД това са финансовите отчети към 30.09.2011 г. Тъй като не разполагаме с публичен отчет на „ЕВН Електроснабдяване“ АД към тази дата, нито към 30.09.2010, както и с публични отчети на „Енерго Про Продажби“ АД към 30.09.2011, при тези две дружества продажбите за последните 12 месеца спрямо датата на актуалния към датата на съответния аукцион отчет не могат да бъдат изчислени на база отчетите. Същият проблем съществува и по отношение липсата на данни за собствения капитал на „ЕВН Електроснабдяване“ АД към 30.09.2011 г. За да получим оценка на собствения капитал на „ЕВН Електроснабдяване“ АД, намаляваме собствения капитал на дружеството към 31.12.2011 г. (84 006 хил. лв) с 1/4 от общия всеобхватен доход за 2011 г. (1/4 от 11 222 хил. лв) като така получаваме приблизителна оценка за собствения му капитал към 30.09.2011 г. От отчета на дружеството към 31.12.2011 г. е видно, че собственият му капитал към 31.12.2011 г. е равен на сумата от общия всеобхватен доход за 2011 г. и собствения капитал към 31.12.2010 г. По отношение на продажбите за последните 12 месеца от датата на актуалния към датата на съответния аукцион отчет при „ЕВН Електроснабдяване“ АД считаме, че аналогично синтетично оценяване на продажбите може да доведе до по-голямо натрупване на грешки в оценката, отколкото по отношение на собствения капитал към определена дата, понеже за изчисляването на продажбите за последните 12 месеца спрямо датата на отчета в този случай трябва да се оценят продажбите за деветмесечието както на текущия, така и на предходния период. За „Енерго-Про Продажби“ АД оценяваме продажбите за деветмесечието на 2011 г. като ги приемаме равни на $\frac{3}{4}$ от продажбите за 2011 г. (аналогично с оценката на собствения капитал при „ЕВН Електроснабдяване“). Като източник на финансова информация е използвана Българска фондова борса – София АД.

Оценката според НСА е изготвена на база официалните отчети на предприятието към 30.09.2014 г.

Оценката е направена по два метода, оценяващи дружеството – обект на търговото предложение като действащо предприятие (сравнение с дружества-аналози) и по един метод, оценяващ дружеството – обект на търговото предложение на база активи (НСА).

Според нас оценката на дружеството – обект на търговото предложение като действащо предприятие е в по-голяма степен показателна за справедливата му цена. Ако се съди и по цената на акцията на Българска фондова борса – София АД, пазарните участници вероятно също отчитат в по-голяма степен финансовите показатели и очакванията за развитие на дружеството – обект на търговото предложение, отколкото стойността на активите му сама по себе си. Показателна за това е и отрицателната оценка за дружеството – обект на търговото предложение според ДППД, която всъщност представлява настоящата стойност на реализираните от дружеството сумарно отрицателни нетни парични потоци, реално загуба за инвеститорите.

В подобни случаи е логично да се очаква, че минималната стойност на дружеството – обект на търговото предложение следва да бъде нейната ликвидационна стойност – стойността на активите на дружеството – обект на търговото предложение след погасяване на задълженията при презумпция за продажба в кратки срокове. Логично е да се предположи обаче, че тази стойност би била по-ниска от стойността според НСА. Трябва да се отбележи, че значителна част от активите на дружеството – обект на търговото предложение са вземания, чиято възстановима (или продажна) стойност би могла да бъде по-ниска от балансовата. Освен това, както вече беше упоменато по-горе, и според трите сценария за развитие на дружеството тези вземания се очаква да намаляват понеже са предимно вземания от клиенти и върху тях оказва негативно въздействие свиването на регулирания пазар на електроенергия в страната. Очакваните преимуществено негативни нетни парични потоци в бъдеще и при трите сценария пък следва да доведат до намаляване на парите в наличност.

Има още един проблем, който намалява тежестта на оценката на база активи. Активите на дружеството са свързани с конкретна лицензия, конкретна дейност, извършвана на конкретна територия, извън които приложимостта на тези активи би била силно намалена, както следователно и потенциалната им продажна стойност. Освен това, предприятието има стратегическо значение за региона, в който оперира, което силно затруднява евентуално разпродаване на активите. Следователно, закупуването на активите без осъществяване на дейността по обществена доставка изглежда малко вероятно.

Въпреки това, както беше упоменато в точка 6.1.1., където представихме детайлна обосновка на използваните тегла, съществуват някои затруднения при използването на метода на сравнение с компании-аналози и сравнението с пазарни множители на база приватизационните аукциони за миноритарните държавни дялове в електроснабдителните дружества по отношение на оценяваното дружество, свързани с ниската ликвидност на акцията и различията с използваното предприятие-аналог, както и относително неактуалната информация на база приватизационните аукциони, провели се в края на 2012 г. и 2011 г.. Методът на дисконтираните парични потоци, който по принцип е в най-висока степен приложим за оценката на подобни предприятия (виж по-горе), е неприложим поради отрицателната стойност на оценката, в която резултира. Поради това, за разлика от общия случай, когато следва методът на база действащо предприятие, отчитащ очакванията за бъдещето на дружеството да получи по-висока тежест от статичния метод (нетна стойност на активите), даваме най-високо тегло на нетната стойност на активите (50%), 30% тегло на сравнението с компании-аналози (борсовотъргувани) и 20% на сравнението на база приватизационните аукциони за миноритарните държавни пакети в електроснабдителните дружества.

	Енерго-Про Продажби АД					
	Цена на акция, лв					
	Метод	ДППФ	Сравнение с компании-аналози	Сравнение на база пазарни множители при приватизационните аукциони	Нетни активи на акция	Ликвидационна стойност на акция
Сценарии	Оптимистичен	-28.506	12.840	15.367	34.258	8.004
	Песимистичен	-58.692	12.840	15.367	34.258	8.004
	Базов	-55.738	12.840	15.367	34.258	8.004
	Тегла на методите	0.00	0.30	0.20	0.50	0.00
	Тегла на сценариите					
	Оптимистичен	0.16	0.16			
	Песимистичен	0.16	0.16			
	Базов	0.68	0.68			
	Оценка според метода	-51.854	12.840	15.367	34.258	8.004
	Оценка на справедливата стойност на акцията, лв	24.055				

6.2.8.2. Дисконтирани парични потоци

Методът има само илюстративно значение и не участва във формирането на оценката на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение. Бяха приложени също така и други вариации на метода, които се прилагат по-рядко при оценка на нефинансови предприятия – дисконтирани парични потоци към собствения капитал, както и метода на дисконтираната „свръхдоходност” (abnormal earnings approach), които също резултираха в отрицателна оценка на дружеството. С цел избягване на излишното усложняване на документа сме приложили резултатите само от прилагането на метода на дисконтираните парични потоци към дружеството, понеже той се прилага най-често по отношение на нефинансови предприятия.

Оценка на паричните потоци

Използват се свободни парични потоци към фирмата. За прогнозен период избираме 2014 г. – 2019 г.

Сумата от настоящата стойност на бъдещите парични потоци и терминалната стойност оценява активите, ангажирани в дейността на предприятието. Освен тези активи, дружеството е предоставило и депозит. С цел по-коректното оценяване, потоците по този актив са изключени от калкулациите по метода, а стойността му се прибавя към получената сума на настоящата стойност на паричните потоци след тази корекция и настоящата стойност на терминалната стойност.

Депозитът е на стойност 15 000 хил. евро при лихва от 4% на година и падежира на 31.12.2014 г. Включваме този актив в оценката с балансовата му стойност според последния отчет на дружеството, актуален към датата на оценката (30.09.2014 г.).

Методът на ДППД свежда към настоящата им стойност икономическите ползи към активите на фирмата без да се отчита структурата на финансиране. Към източниците на финансиране на фирмата се причисляват не само финансовите задължения, но също така различни провизии и др. задължения, защото те са дължими от предприятието и чрез тях то финансира своята дейност, понеже те стоят зад наличности, които все още не са напуснали предприятието, но това ще се случи в един бъдещ момент. Поради това не включваме тяхната стойност при изчисляване на паричните потоци за целта на оценката и включваме тяхната цена при определянето на СПЦК. Следователно, от така получената оценка на справедливата стойност на активите, следва да се извади стойността на тези задължения към 30.09.2014 г.

В таблиците по-долу е представено изчисляването на нетните парични потоци, използвани за целите на оценката за трите сценария. За всеки сценарий, започваме с таблица, представяща в агрегиран вид нетните парични потоци, след което в най-голям детайл е представено формирането на нетния оборотен капитал и измененията в него, измененията в дългосрочните вземания и задължения, както и инвестициите и амортизациите.

Базов сценарий

Нетни парични потоци към фирмата (НППФ)							
	9-м 2014	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019
Печлба преди лихви и данъци (EBIT)	-6,364	-6,372	-7,853	-497	-1,402	-1,763	-2,265
Данъци	0	0	0	0	0	0	0
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-96	-8	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	0	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	-1	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	712	-712	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания*	697	20,577	-14,833	493	607	591	1,571
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0
Търговски задължения и зад. към свързани лица	-43,356	-8,522	-7,148	-2,102	603	641	1,543
НППФ	-51,032	-34,751	-103	-3,080	-1,439	-1,722	-2,276
В т.ч. изменения в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности	-5,865	-5,750	-7,803	-500	-1,450	-1,787	-2,264

Нетен оборотен капитал, изменения в нетния оборотен капитал, дългосрочни вземания и задължения

Нетен оборотен капитал		Прогноза					Бележки
Енерго-Про Мрежи АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Брутни търг. вземания като % от продажбите	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33
Провизии, % от бруто търговски вземания	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24
Задълженията към свързани лица на Енерго-Про Продажби АД като % от вземанията от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	101.27	106.40	106.62	106.56	106.44	106.38	106.36
							На база отчетената стойност за 2013 г.
							На база отчетената стойност за 2013 г.
							Задълженията на Енерго-Про Продажби АД към свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за отношението между задълженията на Енерго-Про Продажби АД към св. лица и вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от св. лица. Както е видно, двете пера са в голяма степен близки (съотношение близко до 100%), понеже Енерго-Про Продажби АД дължи заплащане за мрежови услуги на Енерго-Про Мрежи АД и според нас именно разчетите между двете предприятия формират в най-голяма степен задълженията към свързани лица

								на Енерго-Про Продажби АД. Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).
Търговски задължения като % от разходите за покупка на енергия	7.32	7.08	7.24	6.96	6.97	7.01	7.04	Според очакванията на Предложителя
Хил. лв								
Продажби	783,582	703,938	600,547	603,984	608,214	612,333	623,280	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Вземания от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	63,517	16,714	15,299	14,830	15,117	15,305	15,857	Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).
<i>Вземания от св. лица като % от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД</i>	<i>17.62</i>	<i>7.60</i>	<i>7.66</i>	<i>7.61</i>	<i>7.62</i>	<i>7.62</i>	<i>7.64</i>	<i>Според очакванията на Предложителя</i>
<i>Приходи от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД</i>	<i>360,401</i>	<i>219,845</i>	<i>199,669</i>	<i>194,892</i>	<i>198,482</i>	<i>200,774</i>	<i>207,454</i>	<i>Финансови прогнози за Енерго-Про Мрежи АД (изготвени от БКК)</i>
Разходи за покупка на енергия	735,777	684,661	591,943	592,855	595,746	599,585	610,122	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Базов сценарий, хил. лв								
Материални запаси	1	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Вземания от свързани лица	118	118	118	118	118	118	118	Според очакванията на Предложителя
Търговски и други вземания								
Търговски вземания бруто	135,829	122,023	104,101	104,697	105,430	106,144	108,042	На база оценъчното съотношение по-горе
Обезценки	23,414	21,034	17,945	18,048	18,174	18,297	18,624	На база оценъчното съотношение по-горе
Търговски вземания нето	112,415	100,989	86,156	86,649	87,256	87,847	89,418	
Депозит	29,370	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Други	849	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на

								състоянието към средата на 2014 г.
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Краткотрайни активи общо (без пари и парични еквиваленти)	142,753	103,664	88,831	89,324	89,931	90,522	92,093	
Задължения към свързани лица	64,322	17,783	16,311	15,802	16,091	16,282	16,866	На база оценъчното съотношение по-горе
Търговски задължения	53,844	48,505	42,829	41,237	41,551	42,001	42,960	Според очакванията на Предложителя
Заеми от свързани лица	6	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Данъчни задължения	2,527	0	0	26	23	27	24	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения към персонала	27	45	45	45	45	45	45	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Други провизии	13,973	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061	Според очакванията на Предложителя
Краткосрочни задължения общо	134,699	92,523	85,477	78,531	76,042	73,801	72,956	
Нетен оборотен капитал	8,054	11,141	3,354	10,793	13,889	16,721	19,137	
Нетен оборотен капитал, вкл. парични наличности	53,244	41,628	33,825	33,325	31,875	30,088	27,824	
Изменение в нетния оборотен капитал		3,087	-7,787	7,439	3,096	2,832	2,416	
Изменение в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности		-11,616	-7,803	-500	-1,450	-1,787	-2,264	

Дългосрочни вземания и задължения	Прогноза							Бележки
Хил. лв, базов сценарий	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Отсрочени данъчни активи	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения за пенсиониране	78	83	83	83	83	83	83	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Провизии за задължения към персонала	10	11	11	11	11	11	11	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.

Изменения в дълготрайните активи – инвестиции и амортизация

Дълготрайни активи, хил. лв	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енерго-Про Продажби АД						
Материални и нематериални активи в началото на периода	568	464	399	387	420	429
Бруто инвестиции	45	100	100	100	100	100
Амортизация общо	149	165	112	67	91	116
На съществуващите активи	126	93	37	17	16	16
На инвестиционните разходи	23	73	75	50	75	100
Материални и нематериални активи в края на периода	464	399	387	420	429	413

Песимистичен сценарий

Нетни парични потоци към фирмата (НППФ)							
	9-м 2014	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019
Печлба преди лихви и данъци (EBIT)	-6,364	-6,372	-7,905	-745	-1,786	-2,186	-2,661
Данъци	0	0	0	0	0	0	0
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-96	-8	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	0	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	-1	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	712	-712	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания*	697	20,577	-15,349	-980	-229	267	1,836
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0
Търговски задължения и зад. към свързани лица	-43,356	-8,522	-7,329	-2,776	215	481	1,694
НППФ	-51,032	-34,751	180	-2,529	-1,376	-1,981	-2,786
В т.ч. изменения в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности	-5,865	-5,750	-7,854	-748	-1,835	-2,210	-2,659

Нетен оборотен капитал, изменения в нетния оборотен капитал, дългосрочни вземания и задължения

Нетен оборотен капитал	Прогноза							Бележки
Енерго-Про Мрежи АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Брутни търг. вземания като % от продажбите	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	На база отчетената стойност за 2013 г.
Провизии, % от бруто търговски вземания	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	На база отчетената стойност за 2013 г.
Задълженията към свързани лица на Енерго-Про Продажби АД като % от вземанията от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	101.27	106.40	106.62	106.56	106.44	106.38	106.36	Задълженията на Енерго-Про Продажби АД към свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за отношението между задълженията на Енерго-Про Продажби АД към св. лица и вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от св. лица. Както е видно, двете пера са в голяма степен близки (съотношение блиско до 100%), понеже Енерго-Про Продажби АД дължи заплащане за мрежови услуги на Енерго-Про Мрежи АД и според нас именно разчетите между двете предприятия формират в най-голяма степен задълженията към свързани лице на Енерго-Про Продажби АД. Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).
Търговски задължения като % от разходите за покупка на енергия	7.32	7.08	7.24	6.96	6.97	7.01	7.04	Според очакванията на Предложителя
Хил. лв								
Продажби	783,582	703,938	596,951	590,122	588,525	590,384	603,179	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Вземания от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	63,517	16,714	15,370	14,916	15,213	15,403	15,984	Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).

Вземания от св. лица като % от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД	17.62	7.60	7.66	7.61	7.62	7.62	7.64	Според очакванията на Предложителя
Приходи от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД	360,401	219,845	200,594	196,020	199,743	202,058	209,114	Финансови прогнози за Енерго-Про Мрежи АД (изготвени от БКК)
Разходи за покупка на енергия	735,777	684,661	588,398	579,245	576,453	578,066	590,419	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Песимистичен сценарий, хил. лв								
Материални запаси	1	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Вземания от свързани лица	118	118	118	118	118	118	118	Според очакванията на Предложителя
Търговски и други вземания								
Търговски вземания бруто	135,829	122,023	103,478	102,294	102,017	102,339	104,557	На база оценъчното съотношение по-горе
Обезценки	23,414	21,034	17,837	17,633	17,586	17,641	18,023	На база оценъчното съотношение по-горе
Търговски вземания нето	112,415	100,989	85,640	84,661	84,432	84,698	86,534	
Депозит	29,370	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Други	849	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Краткотрайни активи общо (без пари и парични еквиваленти)	142,753	103,664	88,315	87,336	87,107	87,373	89,209	
Задължения към свързани лица	64,322	17,783	16,387	15,894	16,193	16,386	17,001	На база оценъчното съотношение по-горе
Търговски задължения	53,844	48,505	42,573	40,290	40,205	40,494	41,572	Според очакванията на Предложителя
Заеми от свързани лица	6	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Данъчни задължения	2,527	0	0	26	23	27	24	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения към персонала	27	45	45	45	45	45	45	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на

								състоянието към средата на 2014 г.
Други провизии	13,973	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061	Според очакванията на Предложителя
Краткосрочни задължения общо	134,699	92,523	85,296	77,676	74,799	72,398	71,703	
Нетен оборотен капитал	8,054	11,141	3,019	9,660	12,308	14,976	17,506	
Нетен оборотен капитал, вкл. парични наличности	53,244	41,628	33,774	33,026	31,191	28,981	26,321	
Изменение в нетния оборотен капитал		3,087	-8,122	6,640	2,648	2,668	2,530	
Изменение в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности		-11,616	-7,854	-748	-1,835	-2,210	-2,659	

Дългосрочни вземания и задължения		Прогноза						Бележки
Хил. лв, песимистичен сценарий	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Отсрочени данъчни активи	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения за пенсиониране	78	83	83	83	83	83	83	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Провизии за задължения към персонала	10	11	11	11	11	11	11	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.

Изменения в дълготрайните активи – инвестиции и амортизация

Дълготрайни активи, хил. лв	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енерго-Про Продажби АД						
Материални и нематериални активи в началото на периода	568	464	399	387	420	429
Бруто инвестиции	45	100	100	100	100	100
Амортизация общо	149	165	112	67	91	116
На съществуващите активи	126	93	37	17	16	16

На инвестиционните разходи	23	73	75	50	75	100
Материални и нематериални активи в края на периода	464	399	387	420	429	413

Оптимистичен сценарий

Нетни парични потоци към фирмата (НППФ)							
	9-м 2014	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019
Печлба преди лихви и данъци (ЕВИТ)	-6,364	-6,372	-7,845	-447	395	39	-523
Данъци	0	0	0	0	0	0	0
Промяна в:							
Дълготр. материални и нематериални активи	-96	-8	-65	-12	33	9	-16
Отсрочени данъчни активи	0	0	0	0	0	0	0
Материални запаси	-1	0	0	0	0	0	0
Вземания от свързани лица	712	-712	0	0	0	0	0
Търговски и други вземания*	697	20,577	-14,699	909	929	800	1,289
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0
Търговски задължения и зад. към свързани лица	-43,356	-8,522	-7,130	-1,952	634	748	1,386
НППФ	-51,032	-34,751	-210	-3,296	67	-21	-410
В т.ч. изменения в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности	-5,865	-5,750	-7,794	-450	347	16	-522

Нетен оборотен капитал, изменения в нетния оборотен капитал, дългосрочни вземания и задължения

Нетен оборотен капитал		Прогноза					Бележки	
Енерго-Про Мрежи АД	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Брутни търг. вземания като % от продажбите	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	17.33	На база отчетената стойност за 2013 г.
Провизии, % от бруто търговски вземания	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	17.24	На база отчетената стойност за 2013 г.
Задълженията към свързани лица на Енерго-Про Продажби АД като % от вземанията от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	101.27	106.40	106.62	106.56	106.44	106.38	106.36	Задълженията на Енерго-Про Продажби АД към свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за отношението между задълженията на Енерго-Про Продажби АД към св. лица и вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от св. лица. Както е видно, двете пера са в

								голяма степен близки (съотношение близко до 100%), понеже Енерго-Про Продажби АД дължи заплащане за мрежови услуги на Енерго-Про Мрежи АД и според нас именно разчетите между двете предприятия формират в най-голяма степен задълженията към свързани лица на Енерго-Про Продажби АД. Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).
Търговски задължения като % от разходите за покупка на енергия	7.32	7.08	7.24	6.96	6.97	7.01	7.04	Според очакванията на Предложителя
Хил. лв								
Продажби	783,582	703,938	601,479	607,813	614,289	619,863	628,847	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Вземания от свързани лица на Енерго-Про Мрежи АД	63,517	16,714	15,254	14,740	15,023	15,215	15,743	Вземанията на Енерго-Про Мрежи АД от свързани лица са прогнозирани на база очакванията на Предложителя за техния дял в приходите от такса разпределение на Енерго-Про Мрежи АД (виж по-долу в таблицата).
<i>Вземания от св. лица като % от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД</i>	<i>17.62</i>	<i>7.60</i>	<i>7.66</i>	<i>7.61</i>	<i>7.62</i>	<i>7.62</i>	<i>7.64</i>	<i>Според очакванията на Предложителя</i>
<i>Приходи от такса разпределение, Енерго-Про Мрежи АД</i>	<i>360,401</i>	<i>219,845</i>	<i>199,075</i>	<i>193,719</i>	<i>197,256</i>	<i>199,589</i>	<i>205,959</i>	<i>Финансови прогнози за Енерго-Про Мрежи АД (изготвени от БКК)</i>
Разходи за покупка на енергия	735,777	684,661	592,867	596,632	600,020	605,321	613,956	Според т. 6.2.6. "Прогнози за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение"
Оптимистичен сценарий, хил. лв								
Материални запаси	1	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Вземания от свързани лица	118	118	118	118	118	118	118	Според очакванията на Предложителя
Търговски и други вземания								
Търговски вземания бруто	135,829	122,023	104,263	105,361	106,483	107,449	109,007	На база оценъчното съотношение по-горе
Обезценки	23,414	21,034	17,973	18,162	18,355	18,522	18,790	На база оценъчното съотношение по-горе

Търговски вземания нето	112,415	100,989	86,290	87,199	88,128	88,927	90,216	
Депозит	29,370	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Други	849	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	2,557	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Данъчни вземания	0	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Краткотрайни активи общо (без пари и парични еквиваленти)	142,753	103,664	88,965	89,874	90,803	91,602	92,891	
Задължения към свързани лица	64,322	17,783	16,263	15,707	15,991	16,185	16,744	На база оценъчното съотношение по-горе
Търговски задължения	53,844	48,505	42,896	41,499	41,849	42,403	43,230	Според очакванията на Предложителя
Заеми от свързани лица	6	0	0	0	0	0	0	Според очакванията на Предложителя
Данъчни задължения	2,527	0	0	26	23	27	24	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения към персонала	27	45	45	45	45	45	45	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
Други провизии	13,973	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061	Според очакванията на Предложителя
Краткосрочни задължения общо	134,699	92,523	85,495	78,699	76,241	74,107	73,104	
Нетен оборотен капитал	8,054	11,141	3,470	11,175	14,562	17,496	19,787	
Нетен оборотен капитал, вкл. парични наличности	53,244	41,628	33,834	33,383	33,730	33,746	33,224	
Изменение в нетния оборотен капитал		3,087	-7,671	7,705	3,387	2,934	2,291	
Изменение в нетния оборотен капитал, вкл. парични наличности		-11,616	-7,794	-450	347	16	-522	

Дългосрочни вземания и задължения	Прогноза							Бележки
Хил. лв, оптимистичен сценарий	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Отсрочени данъчни активи	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	3,661	Според очакванията на Предложителя
Провизии по задължения за пенсиониране	78	83	83	83	83	83	83	Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014

Провизии за задължения към персонала	10	11	11	11	11	11	11	г. Допускане за запазване на константна стойност от Предложителя, която се приема за равна на състоянието към средата на 2014 г.
--------------------------------------	----	----	----	----	----	----	----	---

Изменения в дълготрайните активи – инвестиции и амортизация

Дълготрайни активи, хил. лв	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енерго-Про Продажби АД						
Материални и нематериални активи в началото на периода	568	464	399	387	420	429
Бруто инвестиции	45	100	100	100	100	100
Амортизация общо	149	165	112	67	91	116
На съществуващите активи	126	93	37	17	16	16
На инвестиционните разходи	23	73	75	50	75	100
Материални и нематериални активи в края на периода	464	399	387	420	429	413

Оценка на среднопотеглената цена на капитала (СПЦК)

Цената на собствения капитал се изчислява като се използва Методът за оценка на капиталови активи (МОКА, CAPM) за развит пазар (Европа), като се прави корекция за специфичния риск на България:

Цена на собствения капитал = Безрисков процент + бета коефициент х (пазарна доходност – безрискова доходност) + премия за страновия риск на България при инвестиране в акции

Безрисковият процент отразява стойността на парите във времето в цената на капитала. Като безрискова доходност използваме средната доходност до падежа на 10-годишните германски правителствени облигации към 26.01.2015 г., а като източник на информация е използван Bloomberg. За целта е използвана емисията 0.5% с падеж февруари 2025 г. (0.5% February-25s). Агенцията избира коя емисия да представи като бенчмарк на база ликвидността ѝ и близостта на остатъчния ѝ срок до падежа до съответния времеви период (10 г. в случая). Считаме, че този показател се доближава най-много до идеята за безрискова доходност, тъй като Германия има инвестиционен кредитен рейтинг AAA (най-високия възможен) и пазарът на тези облигации е достатъчно ликвиден, за да е минимално действието на потенциални изкривяващи фактори върху тяхната доходност.

Бета-коефициентът показва нивото на системен риск на дадена компания. Този риск произтича от склонността на цените на акциите да се движат в една посока под действието на общи за пазара фактори (макроикономически, политически и др.). Бета-коефициентът показва с колко процента средно би се изменила доходността на дадена акция при промяна на доходността за пазара като цяло с 1%. Поради различната степен на цикличност на различните сектори на икономиката, както и поради специфики на компанията, чувствителността на доходността на дадена акция спрямо тази на пазара (системният ѝ риск) е различна.

Използваме безлостов бета-коефициент, коригиран с парите в наличност (unlevered beta adjusted for cash) за Европа, енергиен сектор. Така калкулиран, бета-коефициентът не се влияе от различията в капиталовата структура и кешовите наличности на компаниите и следователно е по-коректен измерител на риска на сектора (основната дейност). По този начин той е по-съпоставим към всяка компания от сектора. За целите на нашата оценка, привеждаме средния безлостов бета-коефициент към лостов такъв (levered beta) посредством индивидуалните нива на задължения и пари в наличност на „Енерго-Про Продажби“ АД. Използваме показател за Европа, поради факта, че Европа е еталон за България по отношение показателите за рискова премия за държавен риск, както и поради голямата обвързаност на българската икономика с европейската.

Безлостов бета-коефициент = лостов бета-коефициент / (1 + (1 - данъчна ставка)(задължения/собствен капитал))

Безлостов бета-коефициент, коригиран с парите в наличност = безлостов бета-коефициент / (1 - пари в наличност / (задължения + собствен капитал))

Като източник на данните използваме база данни на Проф. Дамодаран, Stern University (http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate). От този източник на информация, за получаването на безлостовите бета-коефициенти и безлостовите бета-коефициенти, коригирани с парите в наличност, от пазарните (лостовите) бета коефициенти, в коригиращите фактори са използвани лихвоносните задължения. Затова и ние използваме лихвоносните задължения, за да коригираме безлостовия бета-коефициент, отчитащ

парите в наличност, обратно до съответстващия на оценяваното предприятие пазарен бета-коэффициент. Данните в източника са актуализирани към 05.01.2015 г.

Базов сценарий

Бета-коэффициент за Европа, развит пазар	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и задължения)	0.67	0.80	0.60	0.50	0.39	0.27
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.20	0.12	0.24	0.31	0.37	0.45

Песимистичен сценарий

Бета-коэффициент за Европа, развит пазар	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Лихвоносни задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни задължения)	0.33	0.41	0.32	0.27	0.21	0.15
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.41	0.36	0.42	0.45	0.48	0.52

Оптимистичен сценарий

Бета-коэффициент за Европа, развит пазар	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Лихвоносни задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни задължения)	0.67	0.80	0.59	0.51	0.43	0.36
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.20	0.12	0.25	0.30	0.35	0.39

Като пазарна доходност използваме нетната доходност от създаването на Stoxx Europe 600, която инкорпорира и дивидентната доходност (http://www.stoxx.com/download/historical_data/h_sxxr.txt). Според портфейлната теория, пазарната доходност представлява средната доходност от всички активи. В практиката като показател за пазарна доходност обикновено се избира доходността на индекс на пазар на акции, който е достатъчно представителен за съответния фондов пазар. В настоящия случай, за оценката на дружеството-обект на търгово предлагане сме използвали среден бета-коэффициент за компании от енергийния сектор в Европа. Според информация за методологията на изчисляване от базата данни на Проф. Дамодаран, Stern University, от където сме използвали данни за бета-коэффициента (http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR/New_Home_Page/datafile/variable.htm), на ниво индивидуална компания бета-коэффициентът е изчисляван като композитен показател на база 2-годишен и 5-годишен регресионен анализ на доходността на съответната акция спрямо бенчмарков индекс на местния фондов пазар (примерно CAC за Франция и др.). Тъй като в

настоящия случай търсим цената на собствения капитал за развитите пазари в Европа и следователно сме използвали среден безлостов бета-коефициент (който може да се получи на база лостовия такъв чрез формулите, представени по-горе) за компании от развитите пазари в Европа (Евронзоната, Великобритания, Швейцария и Скандинавски страни), трябва да използваме средна пазарна бенчмаркова доходност именно за този регион. Необходим е пазарен индекс, който цялостно да обхваща съответния регион и да осигурява представителност от гледна точка включените в него компании (големи, средни, малки), за да се отговори на изискването пазарната доходност да включва в себе си различни по категории активи. Освен това, компаниите, включени в индекса, трябва да са ликвидни, за да може да се допусне, че доходността им и връзката на тази доходност с пазара (която се измерва посредством бета-коефициента) е в по-малка степен изкривена от ниска ликвидност и други субективни фактори. От тази гледна точка считаме за подходящи индексите, базирани на пазарната капитализация на компаниите с отчитане на свободнотъргуемия обем акции. Именно за това сме избрали StoxxEurope 600, който отговаря на всички тези условия.

Stoxx Europe 600 е претеглен с free-float-пазарната капитализация (пазарна капитализация на база свободнотъргуемия обем акции) на компонентите бенчмарков индекс за Европа. Той съдържа фиксиран брой от 600 компании с голяма, средна и ниска пазарна капитализация, търгувани в 18 европейски държави – Австрия, Белгия, Чешка република, Дания, Финландия, Франция, Германия, Гърция, Ирландия, Италия, Люксембург, Холандия, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария и Великобритания (http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXXP).

Премията за страновия риск на България при инвестиране в акции се получава като разликата между CDS (премия за застраховка срещу кредитен риск, credit default swap) на България и САЩ се коригира с коефициент, отразяващ разликата между волатилностите на Българския пазар на акции и облигации.

CDS е премия, която инвеститорите заплащат като застраховка срещу потенциално кредитно събитие (обявяване на мораториум върху дълга или понижение на кредитния рейтинг) и този инструмент е много ликвиден. Освен това се счита, че един ликвиден пазар би реагирал по-бързо на усещането за промяна в риска на дадена страна, отколкото агенциите за кредитен рейтинг. Затова считаме, че размерът на CDS е обективен измерител на страновия риск. Използваме 10 г. CDS на България в щатски долари (поради по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение със съответния инструмент в евро) от 2.495% и на Германия от 0.37% (отново поради по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение със съответния инструмент в евро) като двете стойности са към 26.01.2015 г. (Източник: Bloomberg).

По този начин е измерен страновият риск по отношение инвестирането в ДЦК, търгувани на ликвидни международни пазари. При инвестирането в акции обаче, особено в случаите на държави с малки и слаболиквидни пазари, премията за инвестиране в акции е по-висока. Според методологията, предложена от проф. Дамодаран (източник: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>), надежден коректор на страновия риск що се отнася до инвестиране в акции е разликата между волатилността на пазарите на акции и облигации на съответните държави.

Като показател за волатилността на българския пазар на акции използваме стандартното отклонение в седмичните процентни изменения на индекса SOFIX на Българска фондова борса за последните 2 години спрямо 26.01.2015 г. (2.07%, източник на данни за стойността на индекса: www.investor.bg). В този индекс се включват българските „сини чипове” – акции на утвърдени компании с относително висока за България ликвидност. Като измерител на ликвидността на пазара на български облигации използваме стандартното отклонение в процентните седмични изменения на цената на българската еврооблигация с падеж 2024 г. (0.89%). Спрели сме се на тази емисия поради ликвидността ѝ и по-големия ѝ остатъчен срок до падежа, отговарящ на дългосрочния характер на използваните параметри за доходността и

риска, спрямо другата съществуваща в момента българска еврооблигация (с падеж 2017 г.) Използваме еврооблигация поради значително по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение с вътрешните дългосрочни облигации и съответно по-ниската възможност за изкривяване на резултатите (източник на данните: Bloomberg).

Изчисляваме коефициент за корекция за странови риск на инвестирането в акции като съотнасяме стандартното отклонение в доходността на SOFIX към съответния показател за българската еврооблигация. Резултатът е коефициент за корекция за риск от инвестирането в акции от 2.33.

Изчисляваме цената на задълженията като средна претеглена от цената на различните категории задължения. Според последния финансов отчет към 30.09.2014 г., лихвени разходи се формират от търговски задължения и задължения към свързани лица. Приемаме ануализираните средни разходи по тези задължения за 30.09.2014 г. за цена на тези задължения до края на прогнозния период.

Като дисконтова норма се използва СПЦК. СПЦК се калкулира като средна претеглена стойност от цената на собствения капитал и задълженията, а като тегла се използват прогнозните балансовите стойности на собствения капитал и на задълженията за съответния период.

Според информация от Предложителя, към 30.09.2014 г. са формирани лихвени разходи от 2 хил. лв по провизии за пенсионни задължения и 184 хил лв. са еднократен ефект от лихви по данъчни задължения. Лихвените разходи по провизиите за пенсионни задължения са резултат от дисконтирането на бъдещите задължения към момента на отчета. Според финансовите отчети на дружеството към 30.09.2014 г., дисконтовият процент по провизиите за пенсионни задължения е 4%, формиран на база ефективната доходност по 10-годишните държавни ценни книжа. Поради по-дългия срок на тези задължения е използвана екстраполация. Прогнозираме запазване на това равнище на лихвения процент по пенсионните задължения и в бъдеще. Не прогнозираме лихвени разходи по данъчните задължения в бъдеще, а текущият лихвен процент по тях прогнозираме на база отчетения лихвен разход за деветмесечието на 2014 г. и стойността на задължението за 2013 г. (стойността му към 30.09.2014 г. и 30.06.2014 г. е равно на нула). Цената по останалите задължения приемаме за равна на нула в бъдеще.

В таблиците по-долу е представена детайлна информация за прилагания СПЦК при различните сценарии за развитие на дружеството:

Базов сценарий

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (26 Януари, 2015 г.)	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394
Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, % (26 Януари, 2015 г.)	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35
Бета-коефициент за Европа, развит пазар						
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Лихвоносни задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни задължения)	0.67	0.80	0.60	0.50	0.39	0.27
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.20	0.12	0.24	0.31	0.37	0.45

Цена на собствения капитал, %, развит пазар	2.02	1.35	2.33	2.83	3.36	3.94
Премия за страновия риск на България (оценка на БКК)	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96
Цена на собствения капитал за компанията, %	6.98	6.31	7.29	7.79	8.32	8.90
Собствен капитал, хил. лв	45,659	37,791	37,279	35,862	34,084	31,804
Цена на задълженията, %						
Цена в %:						
Провизии за пенсионни задължения	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Провизии за задължения към персонала	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Данъчни задължения	7.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Относителен дял в %						
Хил. лв.						
Провизии за пенсионни задължения	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	56	56	56	56	56	56
Данъчни задължения	0	0	26	23	27	24
Приходи за бъдещи периоди	0	0	0	0	0	0
Заеми	0	0	0	0	0	0
Други провизии	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061
Общо задължения	26,329	26,431	21,587	18,495	15,612	13,224
Дял, %						
Провизии за пенсионни задължения	0.32	0.31	0.38	0.45	0.53	0.63
Провизии за задължения към персонала	0.21	0.21	0.26	0.30	0.36	0.42
Данъчни задължения	0.00	0.00	0.12	0.13	0.17	0.18
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	99.47	99.47	99.24	99.12	98.94	98.76
Среднопретеглена цена на дълга, %	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), %	4.43	3.72	4.62	5.14	5.71	6.29

Песимистичен сценарий

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (26 Януари, 2015 г.)	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394
Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, % (26 Януари, 2015 г.)	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35
Бета-коэффициент за Европа, развит пазар						
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Лихвоносни задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни задължения)	0.33	0.41	0.32	0.27	0.21	0.15
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.41	0.36	0.42	0.45	0.48	0.52
Цена на собствения капитал, %, развит пазар	3.64	3.28	3.73	3.96	4.23	4.56
Премия за страновия риск на България (оценка на	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96

БКК)						
Цена на собствения капитал за компанията, %	8.60	8.24	8.69	8.92	9.19	9.52
Собствен капитал, хил. лв	45,659	37,739	36,979	35,178	32,977	30,301
Цена на задълженията, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Цена в %:						
Провизии за пенсионни задължения	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Провизии за задължения към персонала	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Данъчни задължения	7.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Относителен дял в %						
Хил. лв.						
Провизии за пенсионни задължения	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	56	56	56	56	56	56
Данъчни задължения	0	0	26	23	27	24
Приходи за бъдещи периоди	0	0	0	0	0	0
Заеми	0	0	0	0	0	0
Други провизии	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061
Общо задължения	26,329	26,431	21,587	18,495	15,612	13,224
Дял, %						
Провизии за пенсионни задължения	0.32	0.31	0.38	0.45	0.53	0.63
Провизии за задължения към персонала	0.21	0.21	0.26	0.30	0.36	0.42
Данъчни задължения	0.00	0.00	0.12	0.13	0.17	0.18
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	99.47	99.47	99.24	99.12	98.94	98.76
Среднопретеглена цена на дълга, %	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), %	5.46	4.85	5.49	5.85	6.25	6.63

Оптимистичен сценарий

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (26 Януари, 2015 г.)	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394	0.394
Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, % (26 Януари, 2015 г.)	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35	8.35
Бета-коэффициент за Европа, развит пазар						
Енергиен сектор, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash)	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
Лихвоносни задължения /Собствен капитал	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни задължения)	0.67	0.80	0.59	0.51	0.43	0.36
Ставка на корпоративния данък, %	10	10	10	10	10	10
Лостова бета за компанията, развит пазар	0.20	0.12	0.25	0.30	0.35	0.39
Цена на собствения капитал, %, развит пазар	2.02	1.36	2.38	2.80	3.17	3.51
Премия за страновия риск на България (оценка на БКК)	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96
Цена на собствения капитал за компанията, %	6.98	6.32	7.34	7.76	8.13	8.47

Собствен капитал, хил. лв	45,659	37,799	37,337	37,717	37,742	37,204
Цена на задълженията, %						
Цена в %:						
Провизии за пенсионни задължения	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Провизии за задължения към персонала	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Данъчни задължения	7.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Относителен дял в %						
Хил. лв.						
Провизии за пенсионни задължения	83	83	83	83	83	83
Провизии за задължения към персонала	56	56	56	56	56	56
Данъчни задължения	0	0	26	23	27	24
Приходи за бъдещи периоди	0	0	0	0	0	0
Заеми	0	0	0	0	0	0
Други провизии	26,190	26,292	21,422	18,333	15,447	13,061
Общо задължения	26,329	26,431	21,587	18,495	15,612	13,224
Дял, %						
Провизии за пенсионни задължения	0.32	0.31	0.38	0.45	0.53	0.63
Провизии за задължения към персонала	0.21	0.21	0.26	0.30	0.36	0.42
Данъчни задължения	0.00	0.00	0.12	0.13	0.17	0.18
Приходи за бъдещи периоди	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Заеми	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Други провизии	99.47	99.47	99.24	99.12	98.94	98.76
Среднопретеглена цена на дълга, %	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), %	4.43	3.72	4.65	5.21	5.76	6.26

Основни фактори, оказващи влияние върху СПЦК

- Капиталова структура - Капиталовата структура зависи от бъдещите финансови резултати на дружеството – обект на търговото предложение, както и от плановете за заемане на допълнителни финансови ресурси или увеличение на собствения капитал.

- Безрискова доходност – Тя силно зависи от международните финансови пазари
- Рискова премия за инвестиране в акции (развити пазари)
- CDS на България – Силно зависи от развитието на глобалната икономическа криза и най-вече от стабилността и перспективите пред българската икономика и политическото развитие на страната.

- Коефициент за корекция за инвестиране в български акции – Зависи от разликата във волатилността на българския пазар на акции и дългосрочните правителствени облигации, емитирани на международните пазари. Като цяло българският пазар на акции е много по-слабо ликвиден, което означава че е възможно периоди на голяма волатилност да се редуват с периоди на слаба волатилност.

Терминален ръст

Терминалният ръст отразява очакванията за средния процент на нарастване на терминалния поток след края на прогнозния период. Както вече беше упоменато по-горе, прилагането на такъв ръст е оправдано поне поради наличието на инфлация. Като друг ориентир за прилаганата стойност на терминалния ръст може да се използва очаквания ръст в брутния

вътрешен продукт. Според Международния валутен фонд, реалния ръст на БВП за 2015 г. се очаква да е на ниво от 2%, 2016 г. – 2.5% , след което да достигне 3% за 2017 г. – 2019 г. Инфлацията в България (в края на периода) се очаква да е 1.3% за 2015 г., след което да остане на постоянно равнище от 2.2%

Според логиката на моето на дисконтираните парични потоци се допуска, че терминалният поток представлява „нормализиран“ поток или с други думи, след терминалната година не може да се прогнозира (не се очаква) някакво драматично развитие на дружеството като бизнес и се очаква паричните й потоци да нарастват с постоянен темп. Поради тази причина според нас инфлацията е по-надежден ориентир за терминалния ръст, отколкото темпът на нарастване на БВП. Освен това, видно е, че и при трите сценария за развитие на дружеството нетният му паричен поток се влошава в рамките на прогнозния период и нямаме основания да очакваме сериозно преобръщане на тенденциите в бъдеще. Това ни кара да бъдем по-предпазливи при избора на стойност на терминалния ръст. Очаква се енергийната ефективност на икономиката да се подобрява и да се увеличи дялът на другите енергийни източници в енергийното потребление, което също би имало дългосрочен негативен ефект върху дейността на дружеството.

Поради съображенията и данните, изложени по-горе, избираме терминален ръст от 2.5% (повисок от очакваната дългосрочна инфлация).

Резултати от метода

По този начин се изчислява справедливата стойност на активите на дружеството като към сумата на дисконтираните парични потоци и терминална стойност се добави и стойността на депозита. За да се получи оценка за справедливата стойност на собствения капитал, от тази сума се изважда стойността на задълженията, на база които е изчислен СПЦК и които не са били включени в калкулациите на нетния паричен поток, към 30.09.2014 г. (най-актуалния финансов отчет към датата на обосновката).

Базов сценарий

Оценка, хил. лв, освен ако не е указано друго								
	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019	Терминална стойност	Терминален ръст, %
НПП	-34,751	-103	3,080	-1,439	-1,722	-2,276	-61,515	2.50
Дисконтирани ПП (ДПП)	-34,751	-100	2,823	-1,242	-1,385	-1,685	-45,546	
Оценка на активите	-57,352							
Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2014 г.	26,311							
Оценка на собствения капитал	-83,663							
Брой обикновени акции	1,501,000							
Цена на акция, лв	-55.738							

Оптимистичен сценарий

Оценка, хил. лв, освен ако не е указано друго								
---	--	--	--	--	--	--	--	--

	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019	Терминална стойност	Терминален ръст, %
НПП	-34,751	-210	3,296	67	-21	-410	-11,196	2.50
Дисконтирани ПП (ДПП)	-34,867	-203	3,020	58	-17	-304	-8,304	
Оценка на активите	-16,477							
Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2014 г.	26,311							
Оценка на собствения капитал	-42,788							
Брой обикновени акции	1,501,000							
Цена на акция, лв	-28.506							

Песимистичен сценарий

Оценка, хил. лв, освен ако не е указано друго								
	4то трим. 2014	2015	2016	2017	2018	2019	Терминална стойност	Терминален ръст, %
НПП	-34,751	180	2,529	-1,376	-1,981	-2,786	-69,083	2.50
Дисконтирани ПП (ДПП)	-34,751	173	2,282	-1,165	-1,561	-2,031	-50,348	
Оценка на активите	-61,786							
Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2014 г.	26,311							
Оценка на собствения капитал	-88,097							
Брой обикновени акции	1,501,000							
Цена на акция, лв	-58.692							

Крайна оценка според метода по трите сценария

	„Енерго-Про Продажби“ АД	
	Цена на акция, лв	
	Метод	ДППД
Сценарии	Оптимистичен	-28.506
	Песимистичен	-58.692
	Базов	-55.738
	Тегла на сценариите	
	Оптимистичен	0.16
	Песимистичен	0.16
	Базов	0.68
	Оценка според метода	
	-51.854	

По презумпция най-вероятен за реализиране е базовият сценарий. Той съответства на междинен сценарий за потребление на електроенергия в страната, в сравнение с по-високия и целевия според енергийната стратегия. Според него се запазват текущите принципи на регулиране на

енергийния пазар в страната. Споровете по отношение дела на изкупуваната енергия по преференциални цени от ВИ, топлофикационни и заводски централи, както и по дългосрочни договори за изкупуване на електроенергия по преференциални цени все още са с неясен изход и принципът на консерватизъм изисква възприемането на текущото статукво като по-вероятен сценарий.

По отношение на регулативно определяните ценообразуващи компоненти и принципа на определяне на цените, по които дружеството купува и продава електрическа енергия, принципът на консерватизъм изисква приемането на текущото състояние за по-вероятен сценарий поради невъзможността с по-голяма степен на сигурност да се предвиждат бъдещите решения на ДКЕВР.

Базовият сценарий е най-вероятен според нас, а с формулирането на оптимистичен и песимистичен сценарий сме се опитали да моделираме два относително крайни случая на положително и респективно негативно развитие на дружеството – обект на търговото предложение и респективно неговата стойност, за които смятаме че са еднакво вероятни. Логично е да се предположи, че в действителност развитието на дружеството – обект на търговото предложение може да се очаква да протече по сценарий, разположен в диапазона между двата крайни варианта, като най-вероятно е реалният сценарий да бъде близо до очаквания от нас базов сценарий. С други думи, при допускане, че множеството реални сценарии за развитие на дружеството – обект на търговото предложение следва нормално вероятностно разпределение, което е симетрично спрямо средната, т.е. вероятността за стойности над средната е същата като вероятността за стойност под средната, където като средна, мода и медиана (при нормалното разпределение те съвпадат⁹) се явява базовият сценарий за развитие на дружеството – обект на търговото предложение, то в 68% от случаите може да се очаква да се наблюдават стойности равни или гравитиращи около средната (средната плюс-минус едно стандартно отклонение). За това използваме за базовия сценарий тегло от 0.68, а останалите 0.32 разпределяме по равно между оптимистичния и песимистичния сценарии.

6.2.8.3. Оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение – на база Нетната стойност на активите

Оценката по метода на нетната стойност на активите е направена на база допускането, че балансовите стойности реално отразяват стойността на активите и задълженията на дружеството – обект на търговото предложение. Съответно нетната стойност на активите на предприятието е равна на балансовата стойност на неговите активи, коригирана с балансовата стойност на неговите задължения.

Към 30.09.2014 г.:

Балансова ст-т на собствения капитал, хил. лв	51,422
Брой акции	1,501,000
Нетна ст-т на активите на акция, лв	34.258

6.2.8.4. Оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение посредством метода на Ликвидационната стойност

⁹Модата представлява най-често наблюдаващата се стойност в дадено вероятностно разпределение или с други думи, най-вероятната. Именно това в случая е базовия сценарий за развитие и стойност на компанията. При нормалното вероятностно разпределение мода, медиана и средна съвпадат.

Изготвена е и е приложена към това Търгово предложение експертна оценка на „Енерго-Про Продажби“ АД по метода на ликвидационната стойност. Оценката е изготвена към 30 септември 2014 г., като датата на изготвяне на оценката е 27 януари 2015 г.

Изготвената оценка определя цена за акция на „Енерго-Про Продажби“ АД 8.004 лева.

Изготвената оценка по метода на ликвидационната стойност дава цена за акция на Дружеството, която е по-ниска от цената, определена като среднопретеглена величина от стойностите на акциите на Дружеството, получени съгласно описаните по-горе оценъчни методи, и цената на затваряне за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня (т.е. цената на БФБ за 26 януари 2015 г.), поради което оценката по ликвидационния метод не се взема предвид при определяне на справедливата цена на акциите на Дружеството.

6.2.8.5. Оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение посредством метода на сравнение с компании-анализи – описание на използвания подход

Описание на метода

Според метода на пазарните множители на дружествата-анализи, справедливата стойност на акцията се определя на база съотношението на справедливата стойност (пазарна цена или цена на сделка, вж. по-долу) към определен показател за дружеството – обект на търговото предложение (или т.нар. „пазарни множители“):

- Нетни продажби: В случая приложими са множителите P/S – цена на акция / продажби на една акция и EV/S – „стойност на фирмата” (enterprise value)¹⁰ / нетни продажби
- Чиста печалба: P/E – цена на акция / чиста печалба на акция;
- Собствен капитал: P/B – цена на акция / собствен капитал на акция;
- Печалба преди лихви и данъци: $P/EBIT$ (earnings before interest and taxes) – цена на акция / печалба преди лихви и данъци на акция;
- Оперативна печалба (печалба преди лихви, данъци и амортизация): $EV/EBITDA$ (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – „стойност на фирмата” на акция / оперативна печалба на акция;
- Нетен паричен поток за фирмата (FCFF, free cash flow for firm)¹¹ или нетен паричен поток към собствен капитал (FCFE, free cash flow for equity)¹²: съответно $P/FCFF$ (free cash flow for firm) – пазарна капитализация / нетен паричен поток за фирмата (може да се изчисли и на акция) – или, $P/FCFE$ (free cash flow for equity) – цена на акция / нетен паричен поток към собствен капитал на една акция.

Всички от гореизброените множители могат да се калкулират и на база „цялостна стойност на предприятието”, като вместо цена на акция и стойност на фирмата на акция се използват респективно пазарна капитализация и стойност на фирмата.

¹⁰ „Стойността на фирмата” (enterprise value) представлява сума от пазарната стойност на дълга на една компания и пазарната стойност на собствения ѝ капитал (или пазарната капитализация), намалена с парите в наличност и паричните еквиваленти. Това всъщност представлява сумарната стойност, която инвеститор придобиващ предприятието, трябва да заплати, за да удовлетвори правата на всички заинтересовани лица (акционери, кредитори, държавни ведомства, социално- и пенсионноосигурителни фондове, в т.ч. и по собствени пенсионноосигурителни схеми на компанията и пр.). От друга страна, този показател отразява пазарната стойност на активите на фирмата, които са инвестирани в дейността ѝ.

¹¹ Паричен поток, който се калкулира без да се отчитат потоците по финансирането на дейността на фирмата.

¹² Паричен поток, изчислен с отчитане на паричните потоци по финансиране на дейността.

Оценката за справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение се получава, като избрания показател за дружеството (на пример нетна печалба и акция) се умножи със съответстващия му пазарен множител (примерно P/E).

Според чл. 16 на Наредба № 41, за получаване на справедливата стойност на акциите, обект на търгово предложение, се използват пазарните множители на компания-аналог или на общоприет еталон, като общоприетият еталон представлява средната стойност на пазарните множители на дружествата-аналози.

Според Наредба №41, дружество аналог, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Изборът на дружество-аналог, съответно общоприет еталон, трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество¹³.

Според чл. 17 на Наредба №41, за определяне на справедливата стойност на акциите по метода на пазарните множители на дружествата аналози се използват P/E, P/S, P/B и P/EBIT, като е позволено да бъдат използвани и други в случай, че те биха позволили по-точното и надеждно определяне на справедливата цена.

Обосновка на използваните пазарни множители

Сравнителен анализ на най-често използваните в практиката пазарни множители

P/E	
Предимства	Недостатъци
• Може да се тълкува като срок на откупуване на инвестицията в собствен капитал посредством чистата печалба; • Отчита се чистата печалба на фирмата, която е източник (макар и не единствен) на разпределение на дивиденди и формира прираста в стойността на собствения капитал	• Силно зависи от счетоводната политика; • Силно зависи от събития с еднократен характер (еднократна продажба на активи, извънредни приходи/разходи и др.); • Силно зависи от резултати, които трудно подлежат на прогнозиране (резултат от операции с ценни книжа; валутнокурскови разлики и др.) • Силно зависи от данъчната политика в страната; • Силно се влияе от капиталовата структура, което изкривява съпоставката на компаниите по отношение тяхната ефективност и не отчита различното ниво на риск; • Множителят може да се приложи за компании с положителна рентабилност; • Могат да се получат изкривявания при оценка на компании с ниска рентабилност; • Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

¹³ Източник: Наредба № 41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предложение.

P/B

Предимства

- Лесен за тълкуване показател
- В по-малка степен зависим от инцидентни приходи/разходи
- Особено подходящ за оценка на финансови институции, при които преобладаващата част от активите и пасивите са осчетоводени по пазарна стойност.

Недостатъци

- Фактът, че не всички активи на фирмата са осчетоводени по пазарна стойност (което в голяма степен важи за компаниите от реалния сектор), може да внесе значителни изкривявания в оценката;
- Зависим от счетоводната политика (особено що се отнася до формирането на специални резерви и др.)
- Не е директно свързан с показател за фирмената ефективност или полза за акционерите (печалба, чист паричен поток и др.);
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

P/S

Предимства

- Множителят отчита показател директно свързан с активността на фирмата и способността ѝ да генерира полза за акционерите – продажби;
- Продажбите са много слабо зависими от конкретната счетоводна политика на фирмата;
- По-слаба зависимост от данъчното законодателство;
- Продажбите обикновено имат много по-слаба волатилност от печалбата, тъй като в по-малка степен се влияят от еднократни и/или случайни фактори или сделки

Недостатъци

- Не се отчита рентабилността на фирмата;
- В някои случаи е трудно да се отделят продажбите от основна дейност от други продажби;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

P/EBIT

Предимства

- Отчита се печалбата от основна дейност на фирмата;
- Спомага да се избегнат някои от проблемите, свързани с P/E, произтичащи от различия в капиталовата структура и данъчната политика

Недостатъци

- Не се отчита счетоводната политика в областта на амортизациите;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

P/FCFF и P/FCFE

Предимства

- Отчита се нетния паричен поток, който е от основно значение за акционерите на фирмата;
- Елиминира различията между компаниите-анализи, които произтичат от потенциални различия в амортизационната им политика
- Отчита потенциалните рискове, свързани със събираемостта на вземанията, потенциалните позитиви от възможностите за разсрочено плащане на доставчиците и др. печалбата от основна дейност на

Недостатъци

- Съществува възможност за изкривяване на резултатите в следствие от случайни и/или временни фактори;
- Силно зависи от резултати, които трудно подлежат на прогнозиране (резултат от операции с ценни книжа; валутнокурсони разлики и др.)
- Силно зависи от данъчната политика в страната;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на

фирмата;

търговото предложение.

При всички разгледани до сега пазарни множители, числителят представлява пазарната капитализация на дружеството. Така обаче не се отчита (или съответно в по-малка степен, в зависимост от конкретния множител) се отчита реално инвестираният в дружеството – обект на търговото предложение капитал, както и парите в наличност, които имат съществено значение за оценката. Освен това, множителите, изчислени за компании с различен ливъридж, няма да бъдат съпоставими.

EV/Sales

Предимства

- Отчита цялостния инвестиран в дружеството – обект на търговото предложение капитал, както и неговата структура;
- Отчита наличните в дружеството – обект на търговото предложение пари и парични еквиваленти;
- Множителят отчита показател директно свързан с активността на фирмата и способността ѝ да генерира полза за акционерите – продажби;
- Продажбите са много слабо зависими от конкретната счетоводна политика на фирмата;
- По-слаба зависимост от данъчното законодателство;
- Продажбите обикновено имат много по-слаба волатилност от печалбата, тъй като в по-малка степен се влияят от еднократни и/или случайни фактори или сделки

Недостатъци

- Не се отчита рентабилността на фирмата;
- В някои случаи е трудно да се отделят продажбите от основна дейност от други продажби;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

EV/EBITDA

Предимства

- Отчита цялостния инвестиран в дружеството – обект на търговото предложение капитал, както и неговата структура;
- Отчита наличните в дружеството – обект на търговото предложение пари и парични еквиваленти;
- Отчита ефективността на основната дейност на фирмата;
- Не се влияе от счетоводната политики по отношение на амортизациите;
- Не се влияе от данъчната политика в страната;
- По-слабо се влияе от действието на случайни и/или еднократни фактори;
- По-слабо влияние оказват показатели, които трудно се поддават на прогнозиране

Недостатъци

- Множителят може да се приложи за компании с положителна рентабилност;
- Могат да се получат изкривявания при оценка на компании с ниска рентабилност;
- Има известно отдалечаване от чистата печалба на дружеството – обект на търговото предложение, която всъщност е резултата за притежателите на обикновени акции;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството – обект на търговото предложение.

Избор на оценъчни пазарни множители и компании-аналози

За да се направи оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството – обект на търговото предложение на база сравнение с компании-аналози като се имат предвид и

финансовите му резултати, са приложени текущи P/S и P/B на „ЧЕЗ Електро България“ АД. Избираме тази компания, понеже тя е със същата дейност като оценяваната, оперира в България и е листвана на пода на БФБ. Разбира се, тя оперира в различен район на страната, което обуславя голяма част от различията между двете компании.

След представения по-горе анализ, според нас най-подходящият пазарен множител за оценка на дружеството – обект на търговото предложение е EV/EBITDA. Той обаче не е приложим за конкретната компания. От една страна, според нашите прогнози за развитието на дружеството – обект на търговото предложение, печалбата преди лихви, данъци и амортизации е отрицателна величина за целия прогнозен период при песимистичния и базовия сценарий, като единствено при оптимистичния излиза на положителна територия през 2017 г. Дори и тогава, стойността на EBITDA е толкова ниска, че използването на множителя отново би довело до отрицателна оценка за дружеството – обект на търговото предложение. Същият проблем съществува и по отношение на използването на P/E или множител, базиран на EBIT.

За това прилагаме P/S и P/B, калкулирани на база финансовите данни към 9/2014 г. или (където е приложимо) за последните 12 месеца към 9/2014 г.

	P/S	P/B
„ЧЕЗ Електро България“ АД	0.02	0.56

ЧЕЗ Електро България АД

В хил. лв	2012	2013	Септември-13	Септември-14
Продажби	748,297	888,503	623,293	766,444
Други приходи	599,962	532,821	420,263	228,303
Общо приходи	1,348,259	1,421,324	1,043,556	994,747
Балансова стойност на продадените активи (без завършени стоки)	731,233	875,291	615,989	760,681
Други оперативни разходи	617,555	564,544	444,025	237,425
Материали	0	0	0	0
Външни услуги	16,871	16,448	12,786	11,767
Заплати и социално осигуряване	2,024	1,967	1,358	1,337
Други	598,660	546,129	429,881	224,321
Общо оперативни разходи	1,348,788	1,439,835	1,060,014	998,106
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)	-529	-18,511	-16,458	-3,359
Амортизации	2	2	2	2
Печалба преди лихви и данъци (EBIT)	-531	-18,513	-16,460	-3,361
Грантове и субсидии	0	0	0	0

Лихвени доходи	1,210	324	310	237
Други финансови доходи	0	0	0	0
Лихвени разходи	0	0	0	0
Други финансови разходи	19	18	12	14
Извънредни приходи/разходи	0	0	0	0
Дял в печалбата/загубата на асоциирани предприятия	0	0	0	0
Печалба преди данъци	660	-18,207	-16,162	-3,138
Данъци	67	-1,817	-1,613	-312
Нетна печалба	593	-16,390	-14,549	-2,826
Собственици на групата	593	-16,390	-14,549	-2,826

В хил. лв	2012	2013	Септември-13	Септември-14
Земни, сгради, машини, съоръжения и нематериални активи	8	21	21	19
Инвестиционни имоти	0	0	0	0
Положителна търговска репутация	0	0	0	0
Финансови активи	0	0	0	0
Дългосрочни вземания	0	0	0	0
Други	4,581	6,398	6,193	6,709
Общо нетекущи активи	4,589	6,419	6,214	6,728
Материални запаси	0	0	0	0
Вземания	170,913	199,454	145,363	146,535
Финансови активи	0	0	0	0
Пари и парични еквиваленти	91,589	38,709	58,322	80,857
Разходи за бъдещи периоди	17	17	31	29
Общо текущи активи	262,519	238,180	203,716	227,421
Общо активи	267,108	244,599	209,930	234,149
Общо собствен капитал	71,486	55,090	56,929	52,264
Собственици на групата	71,486	55,090	56,929	52,264
Миноритарни акционери	0	0	0	0
Дългосрочен дълг	10,206	9,545	9,660	9,121
Други дългосрочни задължения	0	0	0	0
Общо дългосрочни задължения	10,206	9,545	9,660	9,121

Краткосрочен дълг	0	0	0	0
Краткосрочни задължения	185,416	179,964	143,341	172,764
Други	0	0	0	0
Общо текущи задължения	185,416	179,964	143,341	172,764
Общо задължения и собствен капитал	267,108	244,599	209,930	234,149

	2012	2013	Q3 2014 (12-м)
ROA, %	0.24	-6.41	-2.10
ROE, %	0.83	-25.90	-8.55
EBITDA марж, %	-0.04	-1.30	-0.39
Нетен марж, %	0.04	-1.15	-0.34
Текуща ликвидност	1.42	1.32	1.32
Бърза ликвидност	1.42	1.32	1.32
Незабавна ликвидност	0.49	0.22	0.47
Обръщаемост на вземанията	9.15	7.68	9.40
Обръщаемост на текущите активи	5.66	5.68	6.37
Дългосрочен дълг/собствен капитал	0.14	0.17	0.17
Дългосрочни задължения/собствен капитал	0.14	0.17	0.17
Активи/собствен капитал	3.74	4.44	4.48
Коефициент на покритие на EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.

Резултати от оценката

ЧЕЗ Електро България АД - София	
Собствен капитал, 30.09.2014 г., хил. лв	52,264
Продажби за последните 12 м., 30.09.2014 г., хил. лв	1,372,515
Брой акции	5,000
Собствен капитал на акция, лв	10,453
Продажби на акция, лв	274,503
Цена на затваряне, 26.01.2015 г., лв	5,899.999
P/B	0.56
P/S	0.02

„Енерго-Про Продажби“ АД			Тегло
Показатели, хил. лв	Собствен капитал (9/14 г.)	51,422	
	Продажби (12М 9/14 г.)	646,169	
Пазарен множител	P/B	0.56	
	P/S	0.02	
Стойност на дружеството – обект на търговото предложение	На база капитал	28,796	0.4
	На база продажби	12,923	0.6
Брой акции		1,501,000	
Стойност на акциите според оценъчния подход, лв		12.840	

Пазарните множители на дружеството-аналог са изчислени на база пазарната цена на затваряне за 26.01.2015 г (5899.999 лв, източник: www.bse-sofia.bg) и собствения капитал на дружеството според официалните финансови отчети към 30.09.2014 г., респективно продажбите за последните 12 месеца спрямо 30.09.2014 г. на база официалните финансови отчети към тази дата. Източник на базисните финансови данни са официалните отчети на дружеството към 30.09.2014 г., 31.12.2013 г. и 30.09.2013 г. (последните два са необходими за изчисляването на продажбите за последните 12 месеца спрямо 30.09.2014 г.)

Даваме по-малка тежест на Р/В, понеже този показател е в по-ниска степен съпоставим между компаниите. Той силно се влияе от счетоводната политика и от еднократни ефекти в капитала (преоценки) и/или печалбата на дружеството – обект на търговото предложение. Този показател може силно да бъде изкривен от това дали активите, особено дълготрайните материални и нематериални активи са осчетоводявани по цена на придобиване и са в последствие амортизирани, или са оценени по пазарна стойност. По принцип за нефинансовите компании надеждността на Р/В е ограничена.

6.2.9. Оценка според сравнението с пазарните множители, постигнати на приватизационните аукциони за миноритарните държавни дялове в електроснабдителните дружества

По-горе описахме същността на метода, неговите предимства и недостатъци. По-долу представяме резултатите от метода, като сме включили и методологични бележки:

	Енерго-Про Продажби АД	ЧЕЗ Електро България АД	ЕВН Електроснабдяване АД	Източник
Средна цена на приватизационния аукцион, лв	14.00	8945.15	156.61	На база данни от Българска фондова борса - София
Брой акции	1,501,000	5,000	188,200	
Собствен капитал според последния отчет към датата на аукциона, хил. лв	39,529	60,294	72,784	Тъй като не разполагаме с публичен отчет на ЕВН Електроснабдяване АД към 30.09.2011 г., намаляваме собствения капитал на дружеството към 31.12.2011 г. (84 006 хил. лв) с 1/4 от общия всеобхватен доход за 2011 г. (1/4 от 11 222 хил. лв) като така получаваме приблизителна оценка за собствения му капитал към 30.09.2011 г. От отчета на дружеството към 31.12.2011 г. е видно, че собственият му капитал към 31.12.2011 г. е равен на сумата от общия всеобхватен доход за 2011 г. и собствения капитал към 31.12.2010 г.
Собствен капитал на акция, лв	26.34	12058.80	386.74	
Р/В	0.53	0.74	0.40	
Продажби, последни 12 м. от датата на актуалния към аукциона отчет, хил. лв	813,163	1,323,710		

Продажби на акция, последни 12 м. от датата на актуалния към аукциона отчет, лв	542	264,742		
P/S	0.03	0.03		Използваме данни само за ЧЕЗ Електро България АД - София и Енерго-Про Продажби АД, понеже за за ЕВН Електроснабдяване АД не са достъпни отчети към 9/2011 г. и 9/2012 г. и продажбите за последните 12 м спрямо актуалния към аукциона отчет не могат да се изчислят, а евентуалното им синтетично оценяване в случая може да доведе до прекалено голямо натрупване на грешки.

Среден P/B	0.56
P/S	0.03
Енерго-Про Продажби, 30.09.2014 г.	
Собствен капитал, хил. лв	51,422
Продажби за последните 12 м., хил. лв	646,169
Брой акции	1,501,000
Цена на база P/B, лв/акция	19.17
Цена на база P/S, лв/акция	12.83
Тегло на цената на база P/B	0.4
Тегло на цената на база P/S	0.6
Оценка на база метода, лв/акция	15.367

6.2.10. Окончателна оценка според трите оценъчни метода

	Енерго-Про Продажби АД					
	Цена на акция, лв					
	Метод	ДППФ	Сравнение с компании-аналози	Сравнение на база P/S и P/B при приватизационните аукционни	Нетни активи на акция	Ликвидацион на стойност на акция
Сценарии	Оптимистичен	-28.506	12.840	15.367	34.258	8.004
	Песимистичен	-58.692	12.840	15.367	34.258	8.004
	Базов	-55.738	12.840	15.367	34.258	8.004
	Тегла на методите	0.00	0.30	0.20	0.50	0.00
	Тегла на сценариите					
	Оптимистичен	0.16	0.16			
	Песимистичен	0.16	0.16			
	Базов	0.68	0.68			

	Оценка според метода	-51.854	12.840	15.367	34.258	8.004
	Оценка на справедливата стойност на акцията, лв	24.055				

Оценката е направена по един метод, оценяващ дружеството – обект на търговото предложение като действащо предприятие (сравнение с компании-аналози) и по един метод, оценяващ дружеството – обект на търговото предложение на база активи (НСА).

Според нас оценката на дружеството – обект на търговото предложение като действащо предприятие е в по-голяма степен показателна за справедливата ѝ цена.

Нетната стойност на активите на предприятието се използва рядко като водещ метод при оценяването на нефинансови предприятия, а играе ролята по-скоро на коректив. Това е така поради различни причини. При този метод като база за справедливата стойност на дружеството се приема балансовата стойност на собствения му капитал. От една страна, при нефинансовите предприятия активите най-често не са отразени в счетоводния баланс по пазарна (или реализируема) стойност, което отдалечава балансовата стойност на собствения капитал от справедливата такава. Трябва да се има предвид, че дружеството-обект на търгово предлагане се характеризира с относително висок дял на вземанията в активите си, а справедливата (пазарна или реализируема) стойност на вземанията зависи силно от това каква се очаква да бъде бъдещата (дори не текущата) събираемост на тези вземания. Според съществуващата практика, вземанията с различно качество при влошена събираемост или очаквания за влошена събираемост могат да се търгуват със значителен отбив от балансовата си стойност. Активите на дружеството са свързани с конкретна лицензия, конкретна дейност, извършвана на конкретна територия, извън които приложимостта на тези активи би била силно намалена, както следователно и потенциалната им продажна стойност.

Съществува още един недостатък на метода на нетната стойност на активите при определяне справедливата стойност на предприятието. Този метод дава информация за това какво е състоянието на предприятието в момента, но по никакъв начин не отчита очакванията за бъдещото му развитие. Именно очакванията за бъдещето обаче са основният критерий, според който инвеститорите взимат решения за вложенията си. От калкулациите по метода на Дисконтираните парични потоци се вижда, че оценено на база очакваните бъдещи потоци, дружеството-обект на търгово предлагане има отрицателна стойност. Това е резултат от факта, че и по трите сценария за оценка на дружеството – базов, оптимистичен и песимистичен, то се очаква да генерира отрицателни парични потоци. Това означава, че текущото му състояние се очаква да се влоши в бъдеще и следователно оценката му според моментната балансова стойност на собствения капитал би била в голяма степен подвеждаща. Голяма част от активите на дружеството са пари в наличност и вземания. Това са вземания от клиенти, които поради пазарната конюнктура и свиването на обема на регулирания пазар на електроенергия се очаква да намалее в бъдеще и според трите сценария на оценка. В същото време административните разходи на дружеството не намаляват, което се очаква да доведе до влошаване на финансовите резултати, което намира отражение в негативната оценка според метода на нетните парични потоци. Тя всъщност представлява настоящата стойност на реализираните от дружеството – обект на търговото предложение сумарно отрицателни нетни парични потоци, реално загуба за инвеститорите. Тези очаквани отрицателни парични потоци биха резултирали в намаляването на парите в наличност в бъдеще. Освен това, трябва да се отчете фактът, че поради спецификата в дейността си, голяма част от паричния ресурс, събиран от дружеството, всъщност не е негов собствен, а следва да бъде разпределен към доставчиците на електроенергия и Енерго-Про Мрежи АД за предоставените мрежови услуги.

В голяма степен резултат от споменатите недостатъци на метода на нетната стойност на активите е и много по-ниската стойност (8.004 лв на акция), получена при прилагането на оценка според ликвидационната стойност, която в много по-голяма степен дава реална представа за реализируемата стойност на нетните активи при евентуална продажба.

Получената цената по метода на нетната стойност на активите не може да се приеме за достатъчно надежда (показателна за стойността на дружеството) и поради факта, че това дружество не може да бъде ликвидирано по общия ред (а само при условията на чл. 55 и следващите от Закона за енергетиката) поради съществената си социална функция и голяма значимост за икономиката на определен регион от страната. Следователно не е възможно инвеститорите да се удовлетворят от остатъчната стойност при разпродаване на активите на дружеството след погасяване на задълженията му. От тази гледна точка методът би трябвало да има по-скоро функцията на коректив и да се използва доста предпазливо.

Поради причините, описани по-горе, по-подходящи за целите на настоящата оценка по правило следва да бъдат методите, базирани на оценка на дружеството като действащо предприятие, отчитащи очакванията за бъдещото развитие на пазарната среда и самото дружество.

Поради специфичната дейност на дружеството не могат да се намерят множество негови аналози. При тази ситуация, принципно най-обективен измерител на справедливата стойност на дружеството би се получил чрез прилагането на метода на Дисконтираните парични потоци. Този метод в най-пълна степен отчита очакванията за бъдещото развитие на действащо нефинансово предприятие, каквото е дружеството, спецификите на средата – регулативна, пазарна и пр. – в която то оперира, нивото на риск (бизнес, финансов) на дружеството и очакванията за промените в този риск. Поради негативните очаквания за развитието на дейността на дружеството и според трите сценария обаче този метод в различните му разновидности доведе до отрицателна оценка на дружеството. До този резултат доведоха очакванията за преимуществено отрицателни нетни парични потоци и при трите сценария за развитие на дружеството. Поради това, прилагането на този метод при определяне на справедливата стойност на акциите на дружеството е нецелесъобразно, но в същото време резултатите от този метод са ясен индикатор за негативните очаквания по отношение на бъдещето на предприятието.

Другият широко използван пазарен метод, който можем да причислим към втората категория методи за оценка, е методът на сравнението с компании-аналози. Той в голяма степен отчита очакванията на пазарните участници за бъдещото развитие на сектора и компанията като цяло. Голямо негово предимство е, че се базира на средните (или „консенсусните“) очаквания на пазарните участници. Както казахме по-горе, проблемите с прилагането на този метод в случая произтичат от трудността да се намерят близки аналози на оценяваното дружество. В настоящата оценка сме се спряли на най-близкия възможен борсовотъргуваем аналог на дружеството-обект на търгово предлагане: „ЧЕЗ Електро България“ АД, София. Той се търгува на пода на Българска Фондова Борса, на който се търгуват и акциите на дружеството-обект на търгово предлагане, дейността му се регулира на база едни и същи правила, задавани от едни и същи регулаторни органи. Българският фондов пазар обаче не е достатъчно ликвиден, за да може да се твърди със сигурност, че винаги пазарната цена на акциите (а оттам и пазарните множители на дружествата-аналози) е най-адекватният измерител на справедливата им стойност. За периода 26.10.2014 г – 26.01.2015 г. на борсата са изтъргувани 9 акции на „ЧЕЗ Електро България АД“ и следователно не може да се каже, че те се търгуват активно (въпреки че една трета от акциите му се притежават от миноритарни акционери).

От друга страна, акциите на дружеството-обект на търгово предлагане се търгуват на същия пазар, следователно „санкциите“, които инвеститорите налагат в своите оценки за недостатъчна ликвидност, биха се приложили, както към дружеството-аналог, така и върху дружеството-обект на търгово предлагане. Като отчитаме този факт, както и предимствата на метода и

невъзможността да използваме метода на Дисконтираните парични потоци считаме, че методът на сравнението с дружества-аналози трябва да се използва при калкулирането на справедливата цена на акциите на дружеството-обект на търгово предлагане, но с относително по-ниско тегло в случая. Освен това, отрицателната справедлива стойност, до която води методът на дисконтираните парични потоци, показва, че има съществена разлика между „моментната снимка“ на стойността на компанията (като се отчитат и всички по-големи или по-малки разминавания между балансовата стойност на активите и тяхната реализируема/възстановима стойност) и очакванията за бъдещите ползи (в случая отрицателни парични потоци) за инвеститорите в акциите на дружеството.

Както беше упоменато по-горе, за да намалим риска от неточност на оценката, до която ниската пазарна ликвидност на акциите на дружеството-аналог може да доведе, като оценъчен метод използваме и сравнение с пазарните множители, получени на приватизационните аукциони за държавните миноритарни дялове в електроснабдителните дружества. Поради спецификата на формирането на цените в тези случаи можем да допуснем, че цените са по-близки до разбирането на инвеститорите за справедливата стойност на дружеството и в по-малка степен се влияят от текущата пазарна ликвидност. Проблемът с прилагането на този метод се свежда до по-ниската актуалност на данните, понеже аукционите се състояха в края на 2012 г. и края на 2011 г.

В случая, поради невъзможността да бъде използван според нас най-подходящият метод, този на дисконтираните парични потоци, и поради описаните по-горе изкривявания, които би могъл да внесе методът на сравнението с дружества-аналози (недостатъчен брой аналози и ниска ликвидност на борсата) и ползването на резултатите от приватизационните аукциони (резултатите на аукционите са постигнати в минал период с различаваща се пазарна конюнктура и регулативна рамка), но и отчитайки ниската степен на приложимост на метода на нетната стойност на активите (не отчита перспективите за развитие пред дружеството), сме използвали тегло от 50% за нетната стойност на активите, 30% за сравнението с дружества-аналози и 20% за сравнението с пазарните множители, получени на приватизационните аукциони за държавните миноритарни дялове в електроснабдителните дружества. Тъй като при оценката на „Енерго-Про Продажби“ АД не може да бъде идентифициран метод, който дава достатъчно надеждна оценка, използваме комбинация от статични и динамични методи, като така, въпреки че по правило би следвало да се даде по-високо от посоченото тегло на методите, базирани на пазарни показатели и оценяващи дружеството като действащо предприятие, поради съществуващите в конкретния случай затруднения с прилагането на тези методи, ние сме занижили тяхното тегло за сметка на метода, базиращ се на текущото състояние на предприятието според финансовите му отчети към 30.09.2014 г.

7. Обезщетение за правата на акционерите, които могат да бъдат ограничени съгласно чл.151а, ал.4 от ЗППЦК

Уставът на „Енерго-Про Продажби“ АД не съдържа разпоредби, ограничаващи правото на глас и прехвърлянето на обикновените акции по емисия BG1100027116, които са обект на това търгово предложение, нито съществуват разпоредби, предоставящи изключителни права на акционерите, свързани с избор или отстраняване на членове на управителните органи. Не съществува споразумение между дружеството - обект на търгово предложение и Предложителя, нито между Предложителя и други акционери за ограничаване на правото на глас или прехвърлянето на издадени от Дружеството акции. Доколкото е известно на Предложителя, не съществуват споразумения между Дружеството и други акционери в Дружеството, както и между акционери в Дружеството, предвиждащи ограничения върху прехвърлянето на издадени от Дружеството акции или върху правото на глас по издадени от Дружеството акции.

В тази връзка Предложителят не дължи изплащането на обезщетение по чл. 151а, ал.4 от ЗППЦК.

8. Срок за приемане на търговото предложение

Срокът за приемане на търговото предложение е 28 (двадесет и осем) дни от датата на публикуването му в два централни ежедневника.

Предложителят може да удължи срока за приемане на търговото предложение по реда на чл. 155, ал. 4 и ал. 5 от ЗППЦК в рамките на максимално допустимия от закона срок от 70 (седемдесет) дни от деня на публикуване на търговото предложение. Промяната се регистрира в КФН и се публикува незабавно в два централни ежедневника. Промени в Търговото предложение, включително промени в срока за приемането му, не могат да бъдат публикувани по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемане на Търговото предложение.

При наличието на конкурентно търгово предложение, чийто срок за приемане изтича след срока за приемане на настоящото търгово предложение, срокът за приемане на настоящото Търгово предложение се удължава до срока за приемане на конкурентното търгово предложение.

Последващо удължаване на срока за приемане на търгово предложение удължава срока за приемане на всички търгови предложения в случаите, когато срокът за приемане на последните изтича преди последващо удължения срок.

9. Условия за финансиране на търговото предложение

Предложителят ще финансира придобиването на акциите със собствени и заемни средства, като за заплащане на всички акции – обект на Търговото предложение са необходими средства в размер на 2 970 346.5 (два милиона деветстотин и седемдесет хиляди триста четиридесет и шест лева и петдесет стотинки) лева, които са на разположение на Предложителя по негова банкова сметка в “УниКредит Булбанк” АД. В тази връзка, Предложителят представя към настоящото търгово предложение Удостоверение от “УниКредит Булбанк” АД.

10. Ред за приемане на търговото предложение

Акционерите на „Енерго-Про Продажби” АД, които желаят да приемат настоящото търгово предложение, трябва да имат предвид и да спазят реда, описан по-долу.

10.1. Приемане на търговото предложение

Търговото предложение се приема с изрично писмено волеизявление /по образец/ и депозиране на удостоверителните документи за притежаваните акции при упълномощения ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД. За удостоверителни документи ще бъдат приемани всички законово признати удостоверителни документи.

Волеизявлението се подава:

- лично от акционерите - физически лица или от законните представители на акционерите - юридически лица, или чрез изрично упълномощено лице с нотариално заверено пълномощно в офиса на упълномощения ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД; или
- от акционерите - физически лица или от законните представители на акционерите - юридически лица, или чрез изрично упълномощено лице с нотариално заверено пълномощно чрез инвестиционния посредник, обслужващ съответния акционер, при

който се съхраняват акциите - обект на търгово предложение и на заявлението за приемане на търговото предложение, Акционерите, чиито акции се съхраняват при банка депозитар или банка попечител (пенсионни фондове, договорни фондове и др.), подават заявления само чрез обслужващия ги инвестиционен посредник.

10.2. Допълнителни документи, които се прилагат към волеизявлението за приемане

Към волеизявлението за приемане на търговото предложение се представят и следните допълнителни документи.

10.2.1. Документ за легитимиране, както следва:

Физическите лица се легитимират с документ за самоличност; чуждите граждани - с оригиналния си чуждестранен паспорт за влизане в страната (алтернативно - лична карта за граждани на държави-членки на Европейския Съюз); законните представители на юридическите лица - с удостоверение за актуална регистрация на юридическото лице и документ за самоличност; пълномощниците - с нотариално заверено изрично пълномощно и документ за самоличност.

Юридическите лица прилагат:

- 1) удостоверение за актуално състояние и копие от регистрация от регистрация по БУЛСТАТ в случай че акционерът - българско юридическо лице – не е регистриран във водения от Агенцията по вписванията Търговски регистър;
- 2) за акционерите - чуждестранни юридически лица: копие от регистрационния акт (извадка от съответния търговски регистър) на съответния чужд език, легализиран превод на текста на регистрационния акт, съдържащ пълното наименование на юридическото лице; дата на издаване и държава на регистрация; адрес на юридическото лице; имената на лицата, овластени да го представляват.

При подаване на волеизявлението чрез пълномощник, се прилагат оригинал на нотариално завереното изрично пълномощно, копие от документа за самоличност на пълномощника и документите, изброени по-горе в съответствие с националността на упълномощителя (местно или чуждестранно юридическо лице).

10.2.2. Други документи, както следва:

Към изявлението за приемане на търговото предложение се прилагат и удостоверителните документи за притежаваните безналични акции от капитала на „Енерго-Про Продажби“ АД - удостоверителен документ, издаден от „Централен депозитар“ АД или извлечение от клиентска подсметка при инвестиционен посредник.

10.3. Място, където приелите предложението акционери подават писмено заявление за неговото приемане и депозират удостоверителните документи за притежаваните акции

Писмените заявления и документите се подават на адреса на упълномощения инвестиционен посредник „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД в гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4., **всеки работен в рамките на срока на търговото предложение, в работното време на инвестиционния посредник, което е от 9:30 до 16:30 часа.**

10.4. Приемане на търговото предложение чрез подаване през друг инвестиционен посредник

Волеизявление за приемане на Търговото предложение може да се подаде и чрез друг инвестиционен посредник, в който случай последният предава на ИП "БАЛКАНСКА

КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД незабавно, но не по-късно от края на работния ден по факс копие от заявлението за приемане на Търговото предложение. Всеки инвестиционен посредник, при който е прието търговото предложение, проверява самоличността на акционера и следи за спазване на останалите нормативни изисквания на ЗППЦК, ЗПФИ и подзаконовите нормативни актове към тях.

Инвестиционният посредник предава на ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД оригиналното заявление най-късно до изтичане на срока за приемане на търговото предложение с приложени документи за легитимация и представяване на акционера по т. 10.2 по-горе. Заявлението следва да е подписано от акционера, от лице по чл. 39, ал. 1 Наредба № 38 и от лице от отдел „Вътрешен контрол" в инвестиционния посредник, приел заявлението.

За неуредените въпроси се прилагат процедурите на Централния депозитар относно легитимация и представителство, както и приложимите вътрешни правила и практики на инвестиционния посредник, чрез който се подава заявлението за приемане на търговото предложение.

10.5. Срок за заплащане на цената от предложителя

Заплащането на цената ще се извърши в срок от 7 (седем) работни дни след сключване на сделката. Инвестиционните посредници, чрез които е прието Търговото предложение, заплащат дължимите суми на акционерите по указанияте от тях банкови сметки или в брой.

Сделката по придобиване на акции на „Енерго-Про Продажби" АД в резултат на приемане на търговото предложение се счита сключена към момента на изтичане на срока за неговото приемане, съответно на удължения срок за приемане, ако е имало такъв. Сделките по приемане на търговото предложение се регистрират в регистъра на търговската система XETRA на БФБ като сделки, сключени на извънборсов пазар. Сделките се регистрират след осигуряване на необходимите парични средства от страна на търговия предложител. Правата по акциите - предмет на търговото предложение, преминават върху предложителя след регистрацията на прехвърлянето на акциите в „Централен Депозитар" АД. Едновременно с прехвърлянето на акциите, „Централен Депозитар" АД осигурява и прехвърляне на дължимите суми по банкови сметки на съответните инвестиционни посредници, приели заявления от акционерите.

10.6. Начин за заплащане на цената от предложителя

Придобитите в резултат на търговото предложение акции се заплащат от ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД за сметка на предложителя при спазване разпоредбите на нормативните актове за плащанията по следните два начина:

- ✓ по банкова сметка на акционера, приел търговото предложение и
- ✓ в брой - в офиса на ИП „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД при спазване на нормативно установените ограничения за заплащане в брой.

Акционерите, приели търговото предложение чрез обслужващия ги инвестиционен посредник, получават дължимата им сума чрез този посредник, съответно разплащания с акционерите, чиито активи се съхраняват при банка депозитар или банка попечител, се извършват чрез съответната банка депозитар или попечител.

Цената на акциите на акционерите, които не са предоставили банкова сметка, се заприходява по тяхна аналитична сметка при съответния инвестиционен посредник и се изплащат на лицето при явяването му в офиса на посредника за изплащане на цената на акциите в брой или съответно до посочване на банкова сметка за превеждане на дължимата сума. Правото на акционера да получи цената на акциите може да бъде упражнено в рамките на общия

петгодишен давностен срок, след което това право се погасява по давност и непотърсените суми остават у предложителя.

10.7. Разходи за акционери, приели търговото предложение

Таксите и възнагражденията на ИП „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД към акционерите приели търговото предложение чрез него са:

- до 1 000 броя акции включително (на стойност до 23 250 лева включително) - 1% от сумата, която трябва да се плати на приелия предложението акционер
- над 1 000 броя акции (на стойност над 23 250 лева) – 0.5% от сумата която трябва да се плати на приелия предложението акционер.

Ако приемането се извършва чрез друг инвестиционен посредник, събираните от съответния инвестиционен посредник такси и възнаграждения може да се различават от горните. ИП „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД няма да събира такси и възнаграждения от акционерите, приели Търговото предложение чрез друг инвестиционен посредник.

Горните такси не включват разходите и комисионните, които се дължат на „Българска фондова борса – София“ АД, „Централен депозитар“ АД, банкови такси.

Когато сумата за получаване има трети знак след десетичната запетая 5 (пет) или по-голям от пет, сумата се закръгля нагоре до втория знак след десетичната запетая, а под 5 (пет), сумата се закръгля надолу.

10.8. Закупуване на акции от Предложителя до публикуване на Търговото предложение и след срока за приемането му

Съгласно чл. 149а, ал. 5 ЗППЦК до публикуване на Търговото предложение (след изтичане на срока по чл. 152, ал. 1 ЗППЦК, съответно по чл. 153, ал. 1 ЗППЦК, в случай че в този срок КФН не издаде забрана), както и 14 дни след крайния срок за приемането му всеки акционер в Дружеството има възможност да поиска Предложителят да закупи акциите му и съответно Предложителят е длъжен да закупи акциите на всеки акционер, поискал това.

11. Намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение, включително:

11.1. Намерения на предложителя относно двете дружества

- **Намерения за преобразуване или прекратяване или за промени в размера на капитала на дружеството.**

Към момента на регистрация на Търговото предложение Предложителят не възнамерява да предприема действия по преобразуване или прекратяване на Дружеството – обект на търговото предложение, както и не възнамерява да прави промени в размера на капитала на Дружеството – обект на търговото предложение в срок до една година от сключването на сделката.

- **Намерения за основната дейност и финансовата стратегия на дружеството за текущата и следващата финансова година:**

Дружеството притежава изключителна лицензия за осъществяване на дейността по снабдяване с електрическа енергия от краен снабдител и доставка на електрическа енергия от доставчик от последна инстанция на територията на девет области в Североизточна България - Варна, Велико Търново, Габрово, Добрич, Разград, Русе, Силистра, Търговище и Шумен, като

Предложителят възнамерява да дружеството да продължи да извършва основната си дейност през текущата и следващата финансова години. Същото се отнася и за дейността му като координатор на балансираща група. Финансовата стратегия на Предложителя е да запази и да подобри (включително чрез успешно балансиране) финансовите резултати на Дружеството – обект на търговото предложение. Предвид на факта, че основната дейност на „Енерго –Про Продажби“ АД е регулирана, то финансовите резултати ще зависят основно от утвърдените от ДКЕВР цени за предоставяните от Дружеството услуги и от потреблението на електроенергия в региона, върху които фактори дружеството няма механизъм да влияе. Дружеството се стреми да оптимизира разходите си, както и да подобрява качеството на предлаганите от него услуги и обслужването на своите клиенти.

- **Намерения за промени в състава на управителните органи, персонала и условията по трудовите договори на служителите на дружеството – обект на търговото предложение**

Към момента на регистрация на Търговото предложение Предложителят не възнамерява да прави промени в състава на управителните органи, персонала и условията по трудовите договори на служителите на дружеството – обект на търговото предложение, които да произтичат от Търговото предложение.

- **Намерения относно политиката при разделяне на дивиденди:**

През последните две години – 2013 г. и 2014 г., Дружеството не е разпредяло дивиденди в полза на акционерите си. Към момента на регистрация на Търговото предложение Предложителят няма намерение да променя тази политика. Политиката за разпределяне на дивиденди в Дружеството – обект на Търговото предложение ще бъде съобразена с финансовите резултати и нуждите от инвестиции и свободни парични средства на Дружеството.

- **Въздействие, което търговото предложение може да окаже върху служителите и мястото на дейност на дружеството – обект на търговото предложение и на Предложителя**

Предложителят не очаква настоящото търгово предложение да окаже въздействие върху служителите и мястото на дейност на „Енерго-Про Продажби“ АД. Следва да се има предвид, че мястото на дейност на Дружеството е предопределено от границите на лицензионната територия съгласно условията на издадените лицензии.

11.2. Стратегически планове относно дружеството.

- **Резюме и описание на ключовите моменти на стратегическия план**

Предложителят възнамерява Дружеството да продължи да инвестира в подобряване на качеството на обслужването на клиентите си, както и извличане на максимална полза от дейността по балансиране. Тъй като един от основните рискове, пред които е изправено Дружеството, е преминаването на клиентите му от регулирания на свободния пазар, като съответно Дружеството индиректно се конкурира с търговците на свободния пазар, от ключово значение за Дружеството е да запази клиентите си, като за целта основният приоритет на Дружеството е подобряване на качеството на предлаганите услуги, създаване на доверие у клиентите и повишаване на качеството на тяхното обслужване. Същевременно, Дружеството ще продължи да се стреми и към оптимизиране на административните си разходи с цел подобряване на финансовите си резултати, но без това да се отразява негативно върху качеството на услугите му, доколкото основен приоритет е запазването на клиентите му.

В съответствие с изискванията на европейските либерализационни пакети, Дружеството – обект на предложението, ще продължи да осъществява дейността си организационно и

функционално независимо от дейността по разпределение на електроенергия, осъществявана от друго дружество в рамките на същата икономическа група. Дружеството възнамерява да оптимизира резултатите си и въз основа на дейността си на координатор на балансираща група.

- **Ресурси за реализация**

Поради това, че дейността на Дружеството е изцяло регулирана, финансовите ресурси за реализация на стратегическия план на Предложителя относно Дружеството са поставени в зависимост от държавната политика в сектора „Електроенергетика“, в частност от нормативната уредба и актовете на енергийния регулатор.

- **Дейност на дружеството**

Плановите на Предложителя са Дружеството да продължи да осъществява същата лицензионна дейност и през следващите 5-8 години в съответствие с нормативната уредба и актовете на енергийния регулатор.

- **Анализ на пазарната среда**

Съгласно действащия към датата на регистрацията на Търговото предложение ЗЕ за една обособена територия се издава само една лицензия за обществено снабдяване с електроенергия от краен снабдител, поради което се очаква Дружеството да продължи да бъде естествен монополист на пазара, на който оперира, и да не бъде изложено на пряк конкурентен натиск от други предприятия. Клиентите на Дружеството са потребители на електроенергия, които са присъединени към разпределителната мрежа на ниско и средно напрежение в границите на лицензионната му територия и не са преминали към доставка на електроенергия по свободно договорени цени. Тъй като целите на европейските либерализационни стратегии са към даден бъдещ момент всички клиенти да са на свободен пазар, Дружеството е изложено на индиректен конкурентен натиск от страна на търговците на електроенергия. Това важи с особена сила за клиентите на ДПИ. Количеството на доставената от Дружеството енергия зависи пряко от потреблението на електроенергия в региона, което от своя страна зависи от икономическия растеж и използването на технологии с енергоизточници, различни от електрическа енергия. Следва да се има предвид, че приложението на все по - енергоефективни технологии в икономиката също води до намаление на количеството използвана електроенергия.

- **Организация и управление**

Дружеството – обект на предложението има двустепенна система на управление, която се състои от Надзорен и Управителен съвет. Към момента на регистрация на Търговото предложение Предложителят не възнамерява да извършва промени в нея.

- **Маркетингов план - целеви сегменти, стратегия за обхващане на пазара, план на продажбите, дистрибуция и реклама**

Дружеството осъществява естествено монополна и регулирана дейност при одобрени от ДКЕВР общи условия, която не е изложена на директна конкуренция, поради което стратегии за целеви сегменти, обхващане на пазара, план на продажбите, дистрибуция и реклама, са неприложими. Дружеството ще се стреми да задържи клиентите си на регулирания пазар чрез повишаване на качеството на обслужването, тъй като цените му са изцяло регулирани и политика на ценова конкуренция не е възможна. Основните усилия са насочени към провеждане на различни разяснителни кампании относно цените на електрическата енергия, начина на тяхното формиране, с цел създаване на доверие между клиентите и доставчика, разнообразни обществени инициативи и допълнителни услуги в полза на потребителите като „изнесен офис“, „енергиен консултант“ и др.

- **Инвестиции**

Дейността на Дружеството не предполага извършване на значителни инвестиции, доколкото такива се извършват, те са насочени към подобряване на качеството на обслужването – внедряване на съвременен софтуер, подобряване на възможности за електронна проверка на фактура и комуникация с дружеството по електронен път, денонощни кол центрове и други подобни.

- **Очаквани резултати и времеви график**

Стратегията на Дружеството - обект на търгово предложение е дългосрочна, поради което резултатите се очаква да се проявят в дългосрочен план (5 и повече години).

- **Намерения относно Предложителя**

Предложителят е по естеството си холдингово дружество, което притежава акции и дялове в други дружества и чиято основна дейност няма да бъде променена от търговото предложение, което не се очаква да се отрази на съществуването, размера на капитала, политиката на дивиденди, основната дейност и стратегия, управителните органи и техният състав, условията по трудовите договори (не се очаква въздействие върху служителите на Предложителя). Следва да се има предвид и че преди датата на регистрация на Търговото предложение Предложителят е мажоритарен акционер и упражнява контрол върху Дружеството – обект на търговото предложение, поради което Търговото предложение няма да доведе до промяна в контрола.

Стратегическият план на Предложителя е да поддържа досегашната си дейност при същите условия, като намали административните разходи на корпоративната група при отписването на дружеството - обект на търгово предложение като публично дружество. Предложителят не оперира в конкурентна среда и няма самостоятелен пазар, не поддържа маркетингов план и стратегия, не извършва самостоятелни инвестиции извън корпоративната група. Очакваните резултати се очаква да се проявят в средносрочен план (1-3 години) при успешно провеждане на търговото предложение.

12. Информация за приложимия ред, ако търговото предложение бъде оттеглено от Предложителя

След публикуването му Търговото предложение не може да бъде оттеглено от Предложителя, освен: (а) когато предложението не може да бъде осъществено поради обстоятелства, намиращи се извън контрола на предложителя, не е изтекъл срока за приемането му и е налице одобрение за това от страна на КФН; или (б) чрез приемане на конкурентно търгово предложение /ако има такова/, при условие че такова приемане се случва не по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемане на конкурентното търгово предложение.

В деня на регистрация пред КФН на заявлението за оттеглянето Предложителят уведомява управителния орган на дружеството - обект на Търгово предложение, представителите на своите служители или на служителите, когато няма такива представители, както и регулирания пазар, на който са допуснати до търговия акциите на дружеството.

В 7-дневен срок от уведомяването за издаденото одобрение от КФН, предложителят публикува в два централни ежедневника „Новинар“ и „Монитор“ съобщение за оттегляне на предложението.

КФН уведомява незабавно регулирания пазар, както и инвестиционния посредник или Централния депозитар, в които са депозирани удостоверителните документи за акциите, за издаденото по ал. 1 одобрение за оттегляне на търговото предложение.

В случай че Предложителят е приел конкурентно търгово предложение, той регистрира оттеглянето на търговото предложение в КФН и уведомява управителния орган на публичното дружество - обект на търговото предложение, представителите на своите служители или служителите, когато няма такива представители, регулирания пазар на ценни книжа, на който са приети за търговия акциите на дружеството, както и инвестиционния посредник и Централния депозитар, в които са депозирани удостоверителните документи за акциите, за оттеглянето на предложението си. В такъв случай до края на работния ден, следващ деня на регистрацията и уведомяването предложителят публикува съобщение за оттеглянето на търговото предложение в два централни ежедневника „Новинар“ и „Монитор“.

В тридневен срок от получаването на уведомлението от КФН за издаденото одобрение за оттегляне на предложението, съответно от уведомлението от Предложителя за оттегляне на предложението чрез приемане на конкурентно Търгово предложение, ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД и Централният депозитар осигуряват условия за връщането на депозирани удостоверителни документи за акциите на приелите предложението акционери. В този случай всеки акционер на „Енерго-Про Продажби“ АД, приел предложението, или негов изрично упълномощен пълномощник може да получи депозирани удостоверителни документи на местата, където са депозирани, при ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа – безсрочно; съответно, в офиса и в рамките на работното време на обслужващия ги инвестиционен посредник, чрез който са подали документите по приемане на търговото предложение – безсрочно. Връщането става срещу представяне на молба (свободен текст), документ за самоличност, удостоверение за актуално състояние - за юридическите лица, както и изрично нотариално заверено пълномощно - за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.

13. Информация за възможността приемането на предложението да бъде оттеглено от приелия го акционер

Приемането на предложението може да бъде оттеглено от акционер (или негов пълномощник с изрично нотариално заверено пълномощно), само преди изтичане на определения срок за приемане на предложението, съответно на удължения срок, ако е имало такъв. Приемането на предложението може да бъде оттеглено с подаване на изрично писмено волеизявление за оттегляне на приемането /по образец/. Оттеглянето се извършва в офиса на инвестиционния посредник, при който акционерът е депозирал удостоверителните документи и е приел търговото предложение (за ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа), чрез съответното волеизявление /чрез одобрен образец от КФН/ и по начин, аналогичен на приемането на търговото предложение, с представяне на съответните документи за легитимация, представителна власт и/или упълномощаване. При подаване на валидно писмено волеизявление за оттегляне на приемането на търговото предложение, депозирани удостоверителни документи за притежаваните акции от капитала на „Енерго-Про Продажби“ АД се връщат веднага на акционера, съответно на негов пълномощник, овластен с изрично нотариално заверено пълномощно. Връщането на депозирани удостоверителни документи става срещу представяне на документ за самоличност, удостоверение за актуална регистрация - за юридическите лица, както и изрично нотариално заверено пълномощно - за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.

Инвестиционните посредници уведомяват незабавно до края на работния ден „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД за подадено в техният офис заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение и броя на акциите по него, като изпращат оригинала от заявлението за оттегляне на „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД най-късно до изтичане срока за приемане на предложението с приложени документи за легитимация и представителство.

След изтичане на срока за приемане на предложението, акционерът не може да оттегли писменото си изявление за приемане на предложението и сделката за покупко-продажба на акции в резултат на търговото предложение се счита сключена.

14. Достъп до годишните счетоводни отчети на Предложителя за последните 3 години и получаване на допълнителна информация за Предложителя и за неговото предложение

Информация за дейността на Предложителя може да се намери на : <http://www.energo-pro.bg>

Предложителят е учреден през 2012 г. и към датата на Търговото предложение има изготвени годишни финансови отчети на индивидуална и на консолидирана основа за 2012 г. и 2013 г. Годишните финансови отчети на Предложителя на индивидуална и на консолидирана основа за 2012 г. и 2013 г. са достъпни на адреса на управление на Предложителя и в офиса на упълномощения инвестиционен посредник като отчетите за 2012 г. и 2013 са обявени по партидата на Предложителя на интернет страницата на Търговския регистър към Агенцията по вписванията: www.brga.bg.

Допълнителна информация на Предложителя и за това търгово предложение може да се получи в офиса на ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа.

15. Разходи по търговото предложение

Обща сума на разходите на Предложителя, по осъществяване на търговото предложение, извън средствата необходими за закупуване на акциите, е приблизително 33 000 лева (без ДДС), включително възнаграждението на инвестиционния посредник и неговите подизпълнители, и възнаграждението на юридическия консултант на Предложителя и неговите подизпълнители.

16. Двата централни ежедневника, в които Предложителят ще публикува търговото предложение, становището на управителния орган дружеството – обект на търгово предложение и резултата от търговото предложение

„Енерго-Про Варна“ ЕООД ще публикува настоящото търгово предложение и резултатите от него, включително и становището на Управителния съвет на „Енерго-Про Продажби“ АД във вестниците „Новинар“ и „Монитор“.

17. Приложимо право относно договорите между Предложителя и акционерите при приемане на търговото предложение. Компетентен съд

Процедурата по търговото предложение, включително правилата, уреждащи взаимоотношенията между Предложителя, акционерите и дружеството – обект на Търговото

предложение, се уреждат съгласно приложимото българско законодателство. В случай на възникване на спорове, същите ще се отнасят към компетентния български съд.

18. Право на Предложителя да изкупи акциите с право на глас в общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД при условията на чл. 157а от ЗППЦК

Акционерите, към които е отправено настоящото Търгово предложение следва да имат предвид, че ако Предложителят придобие в резултат на това търгово предложение поне 95% от акциите с право на глас на „Енерго-Про Продажби“ АД, той ще има правото, независимо от и без съгласието на останалите акционери, в тримесечен срок от крайния срок на Търговото предложение да изкупи всички техни акции, по реда и условията, предвидени в чл.157а от ЗППЦК, и че това може да доведе до отписване на „Енерго-Про Продажби“ АД от регистъра на публичните дружества, воден от КФН.

Изкупуването на акциите по горния ред се случва въз основа на отделно предложение, което подлежи на отделно одобрение от КФН в срок 14 дни от получаване на заявлението за издаване на одобрение. В тридневен срок от издаване на одобрението Предложителят е длъжен да представи предложението на „Енерго-Про Продажби“ АД и БФБ, както и да го публикува в два централни ежедневника.

19. Право на акционерите на „Енерго-Про Продажби“ АД да изискат от Предложителя да изкупи, притежаваните от тях акции с право на глас в общото събрание на „Енерго-Про Продажби“ АД при условията на чл. 157б от ЗППЦК

Акционерите, към които е отправено настоящото Търгово предложение следва да имат предвид, че ако Предложителят придобие в резултат на това или последващо търгово предложение поне 95% от акциите с право на глас на „Енерго-Про Продажби“ АД, те ще имат правото в срок от три месеца да поискат от Предложителя и той ще бъде задължен да изкупи акциите на съответните акционери, поискали това, в срок от 30 дни от получаване на искането, по реда и условията, предвидени в чл.157б от ЗППЦК.

20. Отписване на дружеството – обект на търгово предложение от регистъра на КФН

Съгласно чл. 150, ал. 3 от ЗППЦК Предложителят указва към акционерите, че след изтичане на срока за приемането му дружеството – обект на търговото предложение може да престане да бъде публично, дори и да не е изпълнено условието по чл. 119, ал. 1, т. 1 от ЗППЦК.

Съгласно чл. 150, ал. 3 от ЗППЦК Предложителят заявява, че след изтичане на срока на срока за приемане на търговото предложение възнамерява да поиска отписване на дружеството – обект на търговото предложение от регистъра на КФН.

21. Други данни, които по преценка на Предложителя имат съществено значение за осъществяването търгово предложение

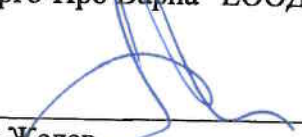
Предложителят счита, че не съществуват други данни или документи, които имат съществено значение за осъществяване на търговото предложение.

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ДАННИ.

ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ ОТГОВАРЯ СОЛИДАРНО С УПЪЛНОМОЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК ЗА ВРЕДИТЕ, ПРИЧИНЕНИ ОТ НЕВЕРНИ, ЗАБЛУЖДАВАЩИ ИЛИ НЕПЪЛНИ ДАННИ В ПРЕДЛОЖЕНИЕТО.

ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ" ЕАД С ПОЛОЖЕНИТЕ ПОДПИСИ ПО-ДОЛУ ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ НАСТОЯЩОТО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА.

За „Енерго-Про Варна“ ЕООД:



Михаил Желев
Управител

За ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ" ЕАД:



Александър Бебов
Изпълнителен директор





Петър Кръстев
Изпълнителен директор

Приложение 1

Енергийна стратегия на Република България до 2020 г.					
Базов сценарий	2005	2010	2015	2020	2030
БВП (000 МЕвро05)	21.9	25.8	30.5	34.7	42.2
Брутно вътрешно потребление (Мтне), в т.ч.:	20	19.1	20.2	21.6	22.1
Изкопаеми	6.9	7.1	7.8	7.4	5.8
Нефт	4.9	4.6	4.9	5	4.8
Природен газ	2.8	2.8	2.8	3	3.3
Ядрена енергия	4.8	3.8	3.8	5.6	7.4
Електрическа енергия	-0.7	-0.4	-0.5	-0.9	-1.1
ВИ	1.2	1.2	1.4	1.5	1.9
Нетен внос (Мтне)	9.5	9.5	10.4	9.9	9.6
Зависимост от внос (%)	47.4	49.5	51.5	45.8	43.3
Крайно енергийно потребление (Мтне)	9.6	9.8	10.5	11.1	11.7
Съотношение крайно/брутно (%)	48	51	52	51	53
Потребление на електроенергия (ТВтч)	36.4	35.5	37	39.3	45
Потребление на ел. енергия/БВП (000 МЕвро05), ТВтч	1.66	1.38	1.21	1.13	1.07
Средни разходи за п-во на ел. енергия (Евро05/Мвтч.)	34.5	38.7	53.7	63.7	68
Средна цена на ел. енергия (Евро05/Мвтч.)	59.1	62.6	75.3	91.5	109.7
Енергийна интензивност (Тне/Евро05)	913.3	742.5	661.9	623.6	524.9

Целеви сценарий	2005	2020
Енергийна интензивност (Тне/Евро05)	913.3	456
Брутно вътрешно потребление (Мтне)	20	15.8
Крайно енергийно потребление (Мтне)	9.6	9.16
Съотношение крайно/брутно (%)	48	58
Зависимост от внос на нефт и природен газ (%)	38	48
Дял на ВИ в крайното потребление (%)	9.4	16 (кориг.)
Енергия от ВИ, крайно потребление (Мтне)		1.4656

Отчетени и актуализирани прогнозни стойности	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
БВП (000 МЕвро05), МВФ, Октомври 2014 и БКК	26.77	28.02	28.27	28.52	28.59	28.99	29.59	30.48	31.40	32.34	
Потребление на електроенергия (ТВтч), НСИ	37.6	39.7	39.1	37.9							
Потребление/БВП	1.40	1.42	1.38	1.33							
Потребление/БВП, базов сценарий, калкулации на база на енергийна стратегия	1.38	1.34	1.30	1.27							
Потребление/БВП, целеви сценарий, калкулации на база на енергийна стратегия	1.38	1.29	1.21	1.13							
Потребление/БВП, базов сценарий	1.40	1.42	1.38	1.33	1.09	1.09	1.11	1.12	1.14	1.16	
Разлика с планираното в стратегията, индекс	1.02	1.06	1.06	1.04							
Потребление/БВП, целеви сценарий	1.40	1.42	1.38	1.33	1.08	1.06	1.05	1.04	1.04	1.06	
Потребление на електроенергия (ТВтч), България, базов сценарий	37.6	39.7	39.1	37.9	31.16	31.56	32.74	34.27	35.89	37.59	
Потребление на електроенергия (ТВтч), България,целеви сценарий	37.6	39.7	39.1	37.9	30.88	30.75	30.96	31.80	32.68	34.12	
Нетно/брутно потребление, ел. енергия, ядрена енергия, ел. енергия от ВИ, % (на база данни на НСИ)	88.41	87.57	88.49	89.47							
Нетно/брутно потребление, ел. енергия, ядрена енергия, ел. енергия от ВИ, %, базов сц.	88.41	87.57	88.49	89.47	89.70	89.93	89.73	89.53	89.32	89.12	
Нетно/брутно потребление, ел. енергия, ядрена енергия, ел. енергия от ВИ, %, целеви сц.	88.41	87.57	88.49	89.47	90.59	91.71	92.83	93.94	95.06	96.18	
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България, базов сценарий ("висок")	33,242	34,765	34,600	33,909	33,367	28,387	29,378	30,684	32,056	33,498	35,005
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България,целеви сценарий ("нисък")	33,242	34,765	34,600	33,909	33,367	28,199	28,738	29,871	31,065	32,818	34,670
Средна стойност	33,242	34,765	34,600	33,909	33,367	28,293	29,058	30,278	31,561	33,158	34,837

Нетно вътрешно потребление (ГВтч), НСИ																	
	Месеци															%	
Година	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Общо	Ян-Юн	Юли-Дек	Ян-Юн	Юли-Дек
2001	3,637	3,186	2,872	2,652	2,245	2,087	2,161	2,182	2,129	2,463	3,143	3,937	32,694	16,679	16,015	51.02	48.98
2002	3,759	2,849	2,928	2,688	2,141	2,113	2,182	2,142	2,187	2,592	2,888	3,565	32,034	16,478	15,556	51.44	48.56
2003	3,514	3,392	3,253	2,733	2,145	2,077	2,238	2,236	2,195	2,629	2,871	3,314	32,597	17,114	15,483	52.50	47.50
2004	3,565	3,094	2,904	2,382	2,239	2,162	2,273	2,220	2,198	2,447	2,812	3,227	31,523	16,346	15,177	51.85	48.15
2005	3,244	3,075	3,069	2,511	2,302	2,242	2,373	2,357	2,306	2,681	3,028	3,339	32,527	16,443	16,084	50.55	49.45
2006	3,623	3,155	3,102	2,479	2,420	2,152	2,433	2,498	2,423	2,686	3,065	3,394	33,430	16,931	16,499	50.65	49.35
2007	3,333	2,970	3,218	2,556	2,484	2,474	2,592	2,584	2,453	2,826	3,281	3,638	34,409	17,035	17,374	49.51	50.49
2008	3,865	3,348	2,988	2,648	2,484	2,428	2,592	2,620	2,538	2,748	3,050	3,375	34,684	17,761	16,923	51.21	48.79
2009	3,686	3,148	3,177	2,472	2,355	2,355	2,537	2,471	2,355	2,674	2,864	3,319	33,413	17,193	16,220	51.46	48.54
2010	3,568	3,156	3,123	2,528	2,363	2,325	2,476	2,584	2,304	2,812	2,650	3,323	33,212	17,063	16,149	51.38	48.62
2011	3,630	3,268	3,286	2,601	2,380	2,450	2,595	2,577	2,446	2,837	3,246	3,425	34,741	17,615	17,126	50.70	49.30
2012	3,725	3,725	3,232	2,536	2,416	2,449	2,683	2,609	2,376	2,472	2,875	3,498	34,596	18,083	16,513	52.27	47.73
2013	3,610	3,162	3,241	2,701	2,306	2,358	2,513	2,520	2,395	2,697	2,869	3,502	33,874	17,378	16,496	51.30	48.70
2014	3,461	3,007	2,921	2,641	2,487	2,415	2,551	2,539									
															средна	51.22	48.78

ГВтч, Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България, базов сценарий	13,884	14,539	13,848	15,047	14,331	15,716	14,968	16,418	15,638	17,157	16,341	17,929
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България, целеви сценарий	13,884	14,443	13,756	14,719	14,019	15,299	14,572	15,911	15,154	16,809	16,009	17,757
Средна стойност	13,884	14,491	13,802	14,883	14,175	15,507	14,770	16,165	15,396	16,983	16,175	17,843
За регулиран пазар, %	57	53	53	51	51	49	49	47	47	45	45	44
За свободен пазар, %	39	45	45	48	48	50	50	53	53	55	55	55
За регулиран пазар, (ГВтч)												
Базов сценарий	7,977	7,633	7,270	7,617	7,255	7,661	7,297	7,696	7,330	7,721	7,353	7,889

ГВтч, Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Целеви сценарий	7,977	7,583	7,222	7,452	7,097	7,458	7,104	7,458	7,104	7,564	7,204	7,813
Средна стойност	7,977	7,608	7,246	7,534	7,176	7,560	7,200	7,577	7,217	7,642	7,279	7,851
За свободен пазар, (ГВтч)												
Базов сценарий	5,458	6,554	6,242	7,186	6,845	7,927	7,550	8,722	8,308	9,436	8,988	9,861
Целеви сценарий	5,458	6,511	6,201	7,030	6,696	7,717	7,350	8,453	8,051	9,245	8,805	9,767
Средна стойност	5,458	6,532	6,222	7,108	6,770	7,822	7,450	8,587	8,179	9,341	8,896	9,814
За периода												
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България, базов сценарий	28,423		28,895		30,047		31,387		32,795		34,270	
Нето потребление на електроенергия (ГВтч), България, целеви сценарий	28,327		28,475		29,318		30,483		31,963		33,767	
Средна стойност	28,375		28,685		29,683		30,935		32,379		34,018	
За регулиран пазар, (ГВтч)												
Базов сценарий	15,610		14,888		14,917		14,993		15,051		15,242	
Целеви сценарий	15,560		14,674		14,556		14,562		14,668		15,017	
Средна стойност	15,585		14,781		14,736		14,778		14,859		15,130	
За свободен пазар, (ГВтч)												
Базов сценарий	12,012		13,429		14,772		16,273		17,744		18,848	
Целеви сценарий	11,969		13,231		14,413		15,803		17,296		18,572	
Средна стойност	11,991		13,330		14,593		16,038		17,520		18,710	

Приложение 2

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Бележки
Дял на електрическата енергия, произведена от възобновяеми източници, %	9.5	9.8	9.9	10	10.7	12.1	13.7	13.9	17	Източник: НСИ, допуска се същата стойност към настоящия момент
Дял на възобновяемата енергия в брутното крайно потребление на енергия, %	9.6	9.5	9.7	9.4	10.7	12.4	14.4	14.6	16.3	Източник: НСИ

Целеви показател за 2020 г.				Бележки
Дял на ВИ в крайното потребление (%)			Дял на електрическата енергия, произведена от възобновяеми източници, %	
Целева стойност	16	"Нисък" сценарий	16.7	Прогнозата за дела на ел. енергията произведена от ВИ е получена при допускане за пропорционално изменение с дела на ВИ в крайното енергийно потребление

Ел. енергия от ВИ, ГВтч	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	При допускане, че относителният дял на електроенергията от ВИ съвпада с относителния дял на ВИ в крайното потребление на ел. енергия
% дял	17.0	17.0	16.9	16.9	16.8	16.8	16.7	16.7	

ГВтч, Регулаторни периоди, енергия от ВИ	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
"Висок" сценарий	2,767	2,464	2,347	2,542	2,421	2,647	2,521	2,757	2,626	2,872	2,735	2,992
"Нисък" сценарий	2,767	2,448	2,331	2,487	2,369	2,577	2,454	2,672	2,545	2,814	2,680	2,963
Базов сценарий	2,767	2,456	2,339	2,515	2,395	2,612	2,488	2,714	2,585	2,843	2,708	2,977
За периода												
"Висок" сценарий	5,231		4,889		5,068		5,278		5,498		5,727	
"Нисък" сценарий	5,215		4,818		4,946		5,126		5,358		5,643	
Базов сценарий	5,223		4,854		5,007		5,202		5,428		5,685	
При допускане за понижаване на квотите ("висок" сц. за потребление на енергия)												
ВИ по цени на Обществения доставчик	752	697	664	747	712	807	769	871	830	939	895	979
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,059	915	872	916	873	925	881	932	888	939	895	979
ВЕЦ в състава на НЕК	957	852	811	879	837	915	872	953	908	993	946	1,034
За периода												
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,449		1,411		1,519		1,640		1,769		1,874	
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,974		1,788		1,797		1,813		1,828		1,874	
ВЕЦ в състава на НЕК	1,809		1,690		1,752		1,825		1,901		1,980	
При допускане за понижаване на квотите ("нисък" сц. за потребление на енергия)												
ВИ по цени на Обществения доставчик	752	692	659	731	696	786	749	844	804	920	877	969
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,059	909	866	896	854	900	857	904	861	920	877	969
ВЕЦ в състава на НЕК	957	846	806	860	819	891	849	924	880	973	927	1,024
За периода												
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,444		1,390		1,482		1,593		1,725		1,846	
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,968		1,762		1,754		1,761		1,781		1,846	

ГВтч, Регулаторни периоди, енергия от ВИ	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
ВЕЦ в състава на НЕК	1,803		1,666		1,710		1,772		1,853		1,951	

Приложение 3

ГВтч, Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Марица-изток 1 ЕАД	1,178	1,236	1,178	1,236	1,178	1,236	1,178	1,236	1,178	1,236	1,178	1,236
Марица-изток 3 АД	1,540	1,616	1,540	1,616	1,540	1,616	1,540	1,616	1,540	1,616	1,540	1,616
Топлофикационни централи	837	879	837	879	837	879	837	879	837	879	837	879
Заводски централи	473	496	473	496	473	496	473	496	473	496	473	496
За периода												
Марица-изток 1 ЕАД	2,414		2,414		2,414		2,414		2,414		2,414	
Марица-изток 3 АД	3,156		3,156		3,156		3,156		3,156		3,156	
Топлофикационни централи	1,716		1,716		1,716		1,716		1,716		1,716	
Заводски централи	969		969		969		969		969		969	
При допускане за понижаване на квотите												
Марица-изток 1 ЕАД	1,178	1,217	1,159	1,035	986	1,071	1,020	1,119	1,066	1,169	1,113	1,221
Марица-изток 3 АД	1,540	1,591	1,515	1,353	1,289	1,400	1,334	1,463	1,393	1,528	1,455	1,597
Топлофикационни централи	837	865	824	736	701	762	725	795	758	831	791	868
Заводски централи	473	488	465	415	396	430	409	449	428	469	447	490
За периода												
Марица-изток 1 ЕАД	2,394		2,194		2,057		2,139		2,234		2,335	
Марица-изток 3 АД	3,130		2,868		2,689		2,796		2,921		3,052	
Топлофикационни централи	1,702		1,560		1,462		1,521		1,588		1,660	
Заводски централи	961		881		826		859		897		937	

Приложение 4

Приемаме, че с икономическия растеж и необходимостта да се засили пазарния принцип в ценообразуването, ДКЕВР ще признава в по-голяма степен необходимите разходи с ценообразуваща цел.

Сценарий за цена на Обществения доставчик при високо потребление на електроенергия без предоговаряне на квотите за енергия от ВИ по преференциални цени, изкупената според дългосрочни договори по преференциални цени, както и от топлофикационни и заводски централи

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6	
	Утвърдени от ДКЕВР						
Сценарий при високи количества потребена енергия							
Общо потребление	28,233	28,895	30,047	31,387	32,795	34,270	
Общо потребление на свободен пазар	11,100	13,429	14,772	16,273	17,744	18,848	
Общо потребление на регулиран пазар, в т.ч.:	16,222	14,888	14,917	14,993	15,051	15,242	
АЕЦ и ТЕЦ МИ 2	3,365	1,744	1,593	1,460	1,298	1,260	
АЕЦ							
Утвърдени от Комисията							
Постоянни разходи за разполагаемост	82,317	52,918	46,536	41,524	36,194	34,602	Съобразено с намаляването на дела на регулирания пазар в енергийния пазар
Разполагаемост (Гвтч.)	5,995	3,106	2,839	2,602	2,313	2,245	
Променливи разходи, в т.ч.	86,502	44,178	40,620	37,463	33,518	32,744	
Гориво	63,023	31,746	29,010	26,588	23,637	22,942	На база очакваните изменения в количествата и цените на горивата
Консумативи	350	185	173	162	147	146	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация

Други	5,378	2,848	2,659	2,491	2,263	2,245	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Невключени в горните три	17,751	9,399	8,778	8,222	7,470	7,410	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	5,654	2,929	2,677	2,453	2,181	2,117	
Утвърдени приходи за ел. енергия	86,502	44,178	40,620	37,463	33,518	32,744	
Утвърдени приходи за разполагаемост	82,317	52,918	46,536	41,524	36,194	34,602	
Общо утвърдени приходи	168,819	97,096	87,156	78,987	69,712	67,346	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,710	886	809	742	660	640	
Квота за разполагаемост (Гвтч.)	1,831	948	867	794	706	685	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	15.30	15.08	15.18	15.27	15.37	15.47	
Цена за разполагаемост, лв/Мвтч.	13.73	17.04	16.39	15.96	15.65	15.41	
Приходи от енергия	26,159	13,360	12,284	11,329	10,136	9,902	
Приходи от разполагаемост	25,133	16,157	14,208	12,678	11,051	10,565	
Общо приходи от регулиран пазар	51,291	29,516	26,492	24,007	21,187	20,466	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от АЕЦ за регулиран пазар	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи количества	1.06						
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.07						
Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	13.73						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	50.80						
ТЕЦ МИ 2							
Утвърдени от Комисията							
Постоянни разходи за разполагаемост	215,778	114,571	104,635	95,846	85,162	82,618	
Разполагаемост (Гвтч.)	9,878	5,118	4,677	4,286	3,811	3,699	
Променливи разходи, в т.ч.	327,981	173,683	158,385	144,862	133,113	133,403	

Гориво	228,365	118,318	108,120	99,093	88,095	85,506	Допускаме, че непризнатите от комисията променливи разходи са за сметка на горивото (на база информацията от решението за утвърждаване на цени от 30.06.2014)
Консумативи	14,544	7,535	6,886	6,311	5,611	5,446	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Емисии въглероден диоксид	80,589	45,456	41,162	37,381	37,520	40,580	На база очакваните изменения в количествата и цените на емисиите
Други	4,483	2,374	2,217	2,077	1,887	1,872	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	7,426	3,847	3,516	3,222	2,865	2,780	
Утвърдени приходи за ел. енергия	327,976	173,683	158,385	144,862	133,113	133,403	
Утвърдени приходи за разполагаемост	238,339	114,571	104,635	95,846	85,162	82,618	
Общо утвърдени приходи	566,315	288,255	263,020	240,708	218,275	216,021	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,656	858	784	718	639	620	
Квота за разполагаемост (Гвтч.)	1,656	858	784	718	639	620	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	44.17	45.14	45.05	44.96	46.47	47.98	
Цена за разполагаемост, лв/Мвтч.	24.13	22.39	22.37	22.36	22.35	22.34	
Приходи от енергия	73,128	38,726	35,315	32,300	29,680	29,745	
Приходи от разполагаемост	39,950	19,204	17,539	16,065	14,275	13,848	
Общо приходи от регулиран пазар	113,078	57,930	52,854	48,365	43,955	43,593	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от ТЕЦ МИ2 за регулиран пазар	68.30	67.53	67.42	67.32	68.82	70.32	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи количества	1.33						
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.00						

Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	21.84						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	49.20						
Енергия от ВИ, вкл. ВЕЦ в състава на НЕК	4,601	4,889	5,068	5,278	5,498	5,727	Прави се допускане за запазване на структурата на произхода на енергията от тези източници
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,250	1,329	1,377	1,434	1,494	1,556	
Дял, %	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	156,688	173,839	181,898	191,192	201,811	215,410	
Цена, лв/Мвтч.	125.32	130.85	132.08	133.31	135.09	138.42	
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,760	1,870	1,939	2,019	2,103	2,191	
Дял, %	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	526,403	571,633	605,628	644,552	686,144	730,499	
Цена, лв/Мвтч.	299.06	305.64	312.36	319.23	326.26	333.43	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
ВЕЦ в състава на НЕК	1,591	1,690	1,752	1,825	1,901	1,980	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	101,244	109,943	116,481	123,968	131,967	140,498	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Цена, лв/Мвтч.	63.64	65.04	66.47	67.93	69.43	70.95	
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи за постоянни.
Цена, лв/Мвтч.	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	
Заводски централи	969	969	969	969	969	969	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	

Цена, лв/Мвтч.	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи, за постоянни.
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	218,096	218,096	218,096	218,096	218,096	218,096	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръгления
Цена, лв/Мвтч.	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Марица-изток 3 АД	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	223,690	223,690	223,690	223,690	223,690	223,690	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръгления
Цена, лв/Мвтч.	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Енергиен микс (преди енергия от ВИ, изкупувана по цена на ОД), лв/Мвт.ч	112.53	122.55	125.12	127.85	130.99	133.55	
Енергиен микс, лв /Мвтч.	113.51	123.29	125.76	128.37	131.40	134.04	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за 2013/2014 г.							
НЕК, обществена доставка, лв/Мвтч	2.60	2.81	2.87	2.93	3.00	3.06	На база 2.29% от необходимите приходи по енергийния микс и очакваните количества енергия за регулиран пазар (според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.)

Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	42,176	41,780	42,741	43,896	45,149	46,613	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за 2013/2014 г.	87,172	87,172	87,172	87,172	87,172	87,172	Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г. Допускаме формирането на подобен дисбаланс и последващото му компенсиране по сходен начин до края на прогнозния период
Цена, лв/Мвтч.	5.37	5.86	5.84	5.81	5.79	5.72	
Компенсация на разходите по ПАВЕЦ до стартирането на балансиращия пазар 01.06.2014 г.	68,200	81,052	81,052	81,052	81,052	0	Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	4.20	5.44	5.43	5.41	5.39	0.00	
Компенсация на разходите на Обществения доставчик за Зелена енергия за периода 2012/2013 г.	45,694	40,977	39,482	37,991	36,500		Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г., пропорционално на дела на регулирания пазар в общото потребление
Цена, лв/Мвтч.	2.82	2.75	2.65	2.53	2.43	0.00	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за първо полугодие на 2013 г.	34,369						Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	2.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Компенсация на разходи, свързани с обекти, представляващи критична инфраструктура	3,618	3,698	3,779	3,862	3,947	4,034	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи, за постоянни.
Цена, лв/Мвтч.	0.22	0.25	0.25	0.26	0.26	0.26	
Цена на енергийния микс преди задълженията към обществото за свободен пазар и енергия от ВИ, изкупувани по цени на ОД	129.86	141.33	143.90	146.58	149.72	143.62	

Задължения към обществото, ДКЕВР	-210,129	-205,437	-223,432	-243,281	-261,601	-299,454	Текущ период - според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Формирани като разлика между необходимите разходи за закупуване на енергия от ВИ, заводски централи и топлоцентрали и разходите за същите количества, закупени по цена на ОД, за количествата на свободния пазар (според официална Методология)
Цена, лв/Мвтч.	-12.95	-13.80	-14.98	-16.23	-17.38	-19.65	
Приходи от такса вятърни и фотоволтаични централи	57,500	0	0	0	0	0	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г.*
Цена, лв/Мвтч.	3.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Невъзстановени от Фонда за въглеродни емисии разходи	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Допускаме подобни разходи и за следващите два ценови периода
Невъзстановени разходи, подлежащи на възстановяване - 495 016 хил. лв						165,005	Допускаме 1/3 от сумата за 6-тия ценови период
Цена на електрическа енергия за регулиран пазар, лв/Мвтч.	125.32	130.85	132.08	133.31	135.09	138.42	
Изменение, %		4.42	0.94	0.93	1.34	2.46	
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч							
Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.90	7.71	7.60	7.49	7.38	

Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97
Обща цена	37.98	41.22	40.44	39.96	39.61	39.35

Базов сценарий за цена на Обществения доставчик – базови количества потребявана енергия, без предоговаряне на квотите за енергия от ВИ по преференциални цени, изкупената според дългосрочни договори по преференциални цени, както и от топлофикационни и заводски централи

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6	
	Утвърдени от ДКЕВР						
Сценарий при базисни количества потребена енергия							
Общо потребление	28,233	28,685	29,683	30,935	32,379	34,018	
Общо потребление на свободен пазар	11,100	13,330	14,593	16,038	17,520	18,710	
Общо потребление на регулиран пазар, в т.ч.:	16,222	14,781	14,736	14,778	14,859	15,130	
АЕЦ и ТЕЦ МИ 2	3,365	1,672	1,474	1,321	1,176	1,190	
АЕЦ							
Утвърдени от Комисията							
Постоянни разходи за разполагаемост	82,317	50,745	43,058	37,554	32,796	32,673	Съобразено с намаляването дела на регулирания пазар в енергийния пазар
Разполагаемост (Гвтч.)	5,995	2,979	2,626	2,353	2,096	2,120	
Променливи разходи, в т.ч.	86,502	42,364	37,585	33,882	30,371	30,919	
Гориво	63,023	30,442	26,842	24,046	21,417	21,663	На база очакваните изменения в количествата и цените на горивата
Консумативи	350	178	160	147	133	138	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация

Други	5,378	2,731	2,461	2,253	2,051	2,120	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Невключени в горните три	17,751	9,013	8,122	7,436	6,769	6,997	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	5,654	2,809	2,477	2,219	1,976	1,999	
Утвърдени приходи за ел. енергия	86,502	42,364	37,585	33,882	30,371	30,919	
Утвърдени приходи за разполагаемост	82,317	50,745	43,058	37,554	32,796	32,673	
Общо утвърдени приходи	168,819	93,109	80,643	71,436	63,166	63,592	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,710	849	749	671	598	604	
Квота за разполагаемост (Гвтч.)	1,831	909	802	718	640	647	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	15.30	15.08	15.18	15.27	15.37	15.47	
Цена за разполагаемост, лв/Мвтч.	13.73	17.04	16.39	15.96	15.65	15.41	
Приходи от енергия	26,159	12,811	11,366	10,246	9,184	9,350	
Приходи от разполагаемост	25,133	15,493	13,146	11,466	10,013	9,976	
Общо приходи от регулиран пазар	51,291	28,304	24,512	21,712	19,197	19,326	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от АЕЦ за регулиран пазар	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи количества	1.06						
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.07						
Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	13.73						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	50.80						
ТЕЦ МИ 2							
Утвърдени от Комисията		4,908	4,327	3,876	3,453	3,492	
Постоянни разходи за разполагаемост	215,778	109,868	96,816	86,683	77,166	78,013	
Разполагаемост (Гвтч.)	9,878	4,908	4,327	3,876	3,453	3,492	
Променливи разходи, в т.ч.	327,976	166,553	146,550	131,013	120,614	125,968	

Гориво	228,365	113,460	100,041	89,620	79,823	80,741	Допускаме, че непризнатите от комисията променливи разходи са за сметка на горивото (на база информацията от решението за утвърждаване на цени от 30.06.2014)
Консумативи	14,544	7,226	6,371	5,708	5,084	5,142	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Емисии въглероден диоксид	80,589	43,590	38,086	33,808	33,997	38,318	На база очакваните изменения в количествата и цените на емисиите
Други	4,483	2,276	2,051	1,878	1,710	1,767	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	7,426	3,689	3,253	2,914	2,596	2,625	
Утвърдени приходи за ел. енергия	327,976	166,553	146,550	131,013	120,614	125,968	
Утвърдени приходи за разполагаемост	238,339	109,868	96,816	86,683	77,166	78,013	
Общо утвърдени приходи	566,315	276,420	243,365	217,696	197,780	203,981	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,656	823	725	650	579	585	
Квота за разполагаемост (Гвтч.)	1,656	823	725	650	579	585	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	44.17	45.14	45.05	44.96	46.47	47.98	
Цена за разполагаемост, лв/Мвтч.	24.13	22.39	22.37	22.36	22.35	22.34	
Приходи от енергия	73,128	37,136	32,676	29,212	26,893	28,087	
Приходи от разполагаемост	39,950	18,416	16,228	14,530	12,934	13,076	
Общо приходи от регулиран пазар	113,078	55,552	48,904	43,741	39,828	41,163	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от ТЕЦ МИ2 за регулиран пазар	68.30	67.53	67.42	67.32	68.82	70.32	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи	1.33						

количества							
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.00						
Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	21.84						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	49.20						
Енергия от ВИ, вкл. ВЕЦ в състава на НЕК	4,601	4,854	5,007	5,202	5,428	5,685	Прави се допускане за запазване на структурата на произхода на енергията от тези източници
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,250	1,319	1,361	1,414	1,475	1,545	
Дял, %	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2	27.2	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	156,688	173,151	180,708	189,708	200,428	214,541	
Цена, лв/Мвтч.	125.32	131.29	132.82	134.21	135.89	138.88	
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,760	1,857	1,915	1,990	2,076	2,175	
Дял, %	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	526,403	567,487	598,287	635,270	677,443	725,137	
Цена, лв/Мвтч.	299.06	305.64	312.36	319.23	326.26	333.43	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
ВЕЦ в състава на НЕК	1,591	1,678	1,731	1,799	1,877	1,966	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	101,244	109,146	115,069	122,183	130,294	139,467	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Цена, лв/Мвтч.	63.64	65.04	66.47	67.93	69.43	70.95	
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи за постоянни.

Цена, лв/Мвтч.	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	
Заводски централи	969	969	969	969	969	969	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	
Цена, лв/Мвтч.	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи за постоянни.
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	2,414	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	218,096	218,096	218,096	218,096	218,096	218,096	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръглени
Цена, лв/Мвтч.	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Марица-изток 3 АД	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	223,690	223,690	223,690	223,690	223,690	223,690	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръглени
Цена, лв/Мвтч.	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Енергиен микс (преди енергия от ВИ, изкупувана по цена на ОД), лв/Мвт.ч	112.53	122.80	125.56	128.37	131.45	133.80	
Енергиен микс, лв /Мвтч.	113.51	123.56	126.23	128.93	131.89	134.32	

НЕК, обществена доставка, лв/Мвтч	2.60	2.81	2.88	2.94	3.01	3.06	На база 2.29% от необходимите приходи по енергийния микс и очакваните количества енергия за регулиран пазар (според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.)
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	42,176	41,565	42,370	43,441	44,730	46,359	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за 2013/2014 г.	87,172	87,172	87,172	87,172	87,172	87,172	Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г. Допускаме формирането на подобен дисбаланс и последващото му компенсиране по сходен начин до края на прогнозния период
Цена, лв/Мвтч.	5.37	5.90	5.92	5.90	5.87	5.76	
Компенсация на разходите по ПАВЕЦ до стартирането на балансиращия пазар 01.06.2014 г.	68,200	81,052	81,052	81,052	81,052		Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	4.20	5.48	5.50	5.48	5.45	0.00	
Компенсация на разходите на Обществения доставчик за Зелена енергия за периода 2012/2013 г.	45,694	40,980	39,483	37,992	36,498		Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г., пропорционално на дела на регулирания пазар в общото потребление
Цена, лв/Мвтч.	2.82	2.77	2.68	2.57	2.46	0.00	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за първо полугодие на 2013 г.	34,369						Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	2.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Компенсация на разходи, свързани с обекти, представляващи критична инфраструктура	3,618	3,698	3,779	3,862	3,947	4,034	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация.

Цена, лв/Мвтч.	0.22	0.25	0.26	0.26	0.27	0.27	
Цена на енергийния микс преди задълженията към обществото за свободен пазар и енергия от ВИ, изкупувани по цени на ОД	129.86	141.70	144.54	147.34	150.38	143.93	
Задължения към обществото, ДКЕВР	-210,129	-203,591	-220,037	-238,832	-257,345	-296,936	Текущ период - според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Формирани като разлика между необходимите разходи за закупуване на енергия от ВИ, заводски централи и топлоцентрали и разходите за същите количества, закупени по цена на ОД, за количествата на свободния пазар (според официална Методология)
Цена, лв/Мвтч.	-12.95	-13.77	-14.93	-16.16	-17.32	-19.63	
Приходи от такса вятърни и фотоволтаични централи	57,500	0	0	0	0	0	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	3.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Невъзстановени от Фонда за въглеродни емисии разходи	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Допускаме подобни разходи и за следващите два ценови периода
Невъзстановени разходи, подлежащи на възстановяване - 495 016 хил. лв						165,005	Допускаме 1/3 от сумата за 6-тия ценови период
Цена на електрическа енергия за регулиран пазар, лв/Мвтч.	125.32	131.29	132.82	134.21	135.89	138.88	

Изменение, %		4.76	1.17	1.04	1.25	2.20
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч						
Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.94	7.79	7.69	7.57	7.43
Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97
Обща цена	37.98	41.27	40.52	40.05	39.69	39.40

Нисък сценарий за цена на Обществения доставчик – ниски количества потребявана енергия, с предоговаряне на квотите за енергия от ВИ по преференциални цени, както и изкупената според дългосрочни договори по преференциални цени

	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 7'14/7'15	2	3	4	5	6	
	Утвърдени от ДКЕВР						
Сценарий при ниски количества потребена енергия							
Общо потребление	28,233	28,475	29,318	30,483	31,963	33,767	
Общо потребление на свободен пазар	11,100	13,231	14,413	15,803	17,296	18,572	
Общо потребление на регулиран пазар, в т.ч.:	16,222	14,674	14,556	14,562	14,668	15,017	
АЕЦ и ТЕЦ МИ 2	3,365	2,108	2,179	1,815	1,469	1,303	
АЕЦ							
Утвърдени от Комисията							
Постоянни разходи за разполагаемост	82,317	63,990	63,636	51,623	40,947	35,772	Съобразено с намаляването на дела на регулирания пазар в енергийния пазар
Разполагаемост (Гвтч.)	5,995	3,756	3,882	3,234	2,617	2,321	
Променливи разходи, в т.ч.	86,502	53,422	55,547	46,574	37,920	33,851	
Гориво	63,023	38,388	39,669	33,054	26,741	23,718	На база очакваните изменения в количествата и цените на горивата

Консумативи	350	224	237	202	167	151	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Други	5,378	3,444	3,637	3,097	2,561	2,321	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Невключени в горните три	17,751	11,366	12,004	10,222	8,452	7,661	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	5,654	3,542	3,660	3,050	2,467	2,188	
Утвърдени приходи за ел. енергия	86,502	53,422	55,547	46,574	37,920	33,851	
Утвърдени приходи за разполагаемост	82,317	63,990	63,636	51,623	40,947	35,772	
Общо утвърдени приходи	168,819	117,411	119,183	98,198	78,867	69,623	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,710	1,071	1,107	922	746	662	
Квота за разполагаемост (Гвтч.)	1,831	1,147	1,185	987	799	709	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	15.30	15.08	15.18	15.27	15.37	15.47	
Цена за разполагаемост, лв/Мвтч.	13.73	17.04	16.39	15.96	15.65	15.41	
Приходи от енергия	26,159	16,155	16,798	14,084	11,467	10,237	
Приходи от разполагаемост	25,133	19,537	19,429	15,761	12,502	10,922	
Общо приходи от регулиран пазар	51,291	35,692	36,227	29,846	23,969	21,158	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от АЕЦ за регулиран пазар	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи количества	1.06						
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.07						
Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	13.73						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	50.80						
ТЕЦ МИ 2							
Утвърдени от Комисията		6,189	6,395	5,329	4,311	3,824	
Постоянни разходи за разполагаемост	215,778	138,544	143,084	119,156	96,347	85,411	

Разполагаемост (Гвтч.)	9,878	6,189	6,395	5,329	4,311	3,824	
Променливи разходи, в т.ч.	327,976	210,024	216,586	180,094	150,595	137,914	
Гориво	228,365	143,074	147,850	123,194	99,665	88,397	Допускаме, че непризнатите от комисията променливи разходи са за сметка на горивото (на база информацията от решението за утвърждаване на цени от 30.06.2014)
Консумативи	14,544	9,112	9,416	7,846	6,347	5,630	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Емисии въглероден диоксид	80,589	54,967	56,288	46,473	42,448	41,952	На база очакваните изменения в количествата и цените на емисиите
Други	4,483	2,870	3,032	2,582	2,134	1,935	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Енергия за регул. пазар (Гвтч.)	7,426	4,652	4,808	4,006	3,241	2,874	
Утвърдени приходи за ел. енергия	327,976	210,024	216,586	180,094	150,595	137,914	
Утвърдени приходи за располагаемост	238,339	138,544	143,084	119,156	96,347	85,411	
Общо утвърдени приходи	566,315	348,568	359,670	299,250	246,942	223,325	
Квота за енергия (Гвтч.)	1,656	1,037	1,072	893	723	641	
Квота за располагаемост (Гвтч.)	1,656	1,037	1,072	893	723	641	
Цена за енергия, лв/Мвтч.	44.17	45.14	45.05	44.96	46.47	47.98	
Цена за располагаемост, лв/Мвтч.	24.13	22.39	22.37	22.36	22.35	22.34	
Приходи от енергия	73,128	46,829	48,292	40,155	33,578	30,750	
Приходи от располагаемост	39,950	23,222	23,984	19,973	16,150	14,316	
Общо приходи от регулиран пазар	113,078	70,051	72,275	60,128	49,727	45,067	
Цена, по която НЕК изкупува енергия от ТЕЦ МИ2 за регулиран пазар	68.30	67.53	67.42	67.32	68.82	70.32	
Разполагаемост/енергия, ценообразуващи	1.33						

количества							
Разполагаемост/енергия, база квоти	1.00						
Постоянни разходи за разполагаемост/разполагаемост	21.84						
% за АЕЦ от АЕЦ+МИИ2	49.20						
Енергия от ВИ, вкл. ВЕЦ в състава на НЕК	4,601	4,818	4,946	5,126	5,358	5,643	Прави се допускане за промяна структурата на произхода на енергията от тези източници (намаляване на дела на енергията, изкупувана по преференциални цени)
ВИ по цени на Обществения доставчик	1,250	1,390	1,482	1,593	1,725	1,846	
Дял, %	27.2	28.9	30.0	31.1	32.2	32.7	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	156,688	180,199	190,937	207,359	227,006	248,418	
Цена, лв/Мвтч.	125.32	129.62	128.84	130.18	131.62	134.57	
ВИ в т.ч. ВЕЦ	1,760	1,762	1,754	1,761	1,781	1,846	
Дял, %	38.3	36.6	35.5	34.4	33.2	32.7	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	526,403	538,599	547,788	562,135	581,080	615,522	
Цена, лв/Мвтч.	299.06	305.64	312.36	319.23	326.26	333.43	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
ВЕЦ в състава на НЕК	1,591	1,666	1,710	1,772	1,853	1,951	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	101,244	108,348	113,658	120,397	128,620	138,436	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация
Цена, лв/Мвтч.	63.64	65.04	66.47	67.93	69.43	70.95	
Топлофикационни централи	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	1,716	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	323,209	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези

							централи за постоянни.
Цена, лв/Мвтч.	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	188.34	
Заводски централи	969	969	969	969	969	969	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	127,630	
Цена, лв/Мвтч.	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	131.73	На база очакваните изменения в количествата и цените на въглищата. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези централи за постоянни.
Марица-изток 1 ЕАД	2,414	2,194	2,057	2,139	2,234	2,335	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	218,096	198,204	185,845	193,255	201,873	210,928	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръглени
Цена, лв/Мвтч.	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	90.35	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Марица-изток 3 АД	3,156	2,868	2,689	2,796	2,921	3,052	
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	223,690	203,288	190,612	198,213	207,051	216,338	Разликата с решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г се дължи на закръглени
Цена, лв/Мвтч.	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	70.88	Енергията се изкупува на база дългосрочни договори за цялата разполагаемост по преференциални цени
Енергиен микс (преди енергия от ВИ, изкупувана по цена на ОД), лв/Мвт.ч	112.53	120.83	122.17	124.51	126.95	128.94	
Енергиен микс, лв /Мвтч.	113.51	121.66	122.85	125.13	127.50	129.63	

НЕК, обществена доставка, лв/Мвтч	2.60	2.77	2.80	2.85	2.91	2.95	На база 2.29% от необходимите приходи по енергийния микс и очакваните количества енергия за регулиран пазар (според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.)
Приходи, утвърдени от ДКЕВР, '000 лв.	42,176	40,602	40,723	41,521	42,642	44,341	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за 2013/2014 г.	87,172	87,172	74,281	74,281	74,281	74,281	Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г. Допускаме формирането на подобен дисбаланс и последващото му компенсиране по сходен начин до края на прогнозния период
Цена, лв/Мвтч.	5.37	5.94	5.10	5.10	5.06	4.95	
Компенсация на разходите по ПАВЕЦ до стартирането на балансиращия пазар 01.06.2014 г.	68,200	81,052	81,052	81,052	81,052		Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	4.20	5.52	5.57	5.57	5.53	0.00	
Компенсация на разходите на Обществения доставчик за Зелена енергия за периода 2012/2013 г.	45,694	40,982	39,484	37,993	36,496		Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г., пропорционално на дела на регулирания пазар в общото потребление
Цена, лв/Мвтч.	2.82	2.79	2.71	2.61	2.49	0.00	
Компенсация на неизкупената разполагаемост от МИ1 и МИЗ за първо полугодие на 2013 г.	34,369						Според решение на ДКЕВР от 30.06.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	2.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Компенсирание на разходи, свързани с обекти, представляващи критична инфраструктура	3,618	3,698	3,779	3,862	3,947	4,034	На база очакваните изменения в количествата и очакваната инфлация. За целите на оценката приемаме количествата, които НЕК изкупува от тези

							централи, за постоянни.
Цена, лв/Мвтч.	0.22	0.25	0.26	0.27	0.27	0.27	
Цена на енергийния микс преди задълженията към обществото за свободен пазар и енергия от ВИ, изкупвани по цени на ОД	129.86	139.91	140.48	142.92	145.38	138.25	
Задължения към обществото, ДКЕВР	-210,129	-200,068	-215,545	-228,598	-241,354	-276,829	Текущ период - според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Формирани като разлика между необходимите разходи за закупуване на енергия от ВИ, заводски централи и топлоцентрали и разходите за същите количества, закупени по цена на ОД, за количествата на свобо
Цена, лв/Мвтч.	-12.95	-13.63	-14.81	-15.70	-16.45	-18.43	
Приходи от такса вятърни и фотоволтаични централи	57,500	0	0	0	0	0	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г.
Цена, лв/Мвтч.	3.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Невъзстановени от Фонда за въглеродни емисии разходи	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	63,370	Според решение на ДКЕВР от 01.10.2014 г. Допускаме подобни разходи и за следващите два ценови периода
Невъзстановени разходи, подлежащи на възстановяване - 495 016 хил. лв						165,005	Допускаме 1/3 от сумата за 6-тия ценови период

Цена на електрическа енергия за регулиран пазар, лв/Мвтч.	125.32	129.62	128.84	130.18	131.62	134.57	
Изменение, %		3.43	-0.61	1.04	1.11	2.24	
Цена за закупуване на енергия за технологични разходи от ЕРП, лв/Мвтч							
Обща цена за пренос и достъп (ЕСО)	7.98	7.99	7.87	7.79	7.65	7.48	
Цена на АЕЦ	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	
Обща цена	37.98	41.32	40.60	40.15	39.78	39.45	

Приложение 5

Цена на ЕСО

Прогнози, Гвтч							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
"Висок" сценарий							
Внос	5,404	5,451	6,525	6,815	7,119	7,440	7,774
Износ	13,195	12,760	13,999	14,622	15,276	15,963	16,681
Нетно вътрешно потребление	33,367	28,387	29,378	30,684	32,056	33,498	35,005
Изтъргувана енергия	46,562	41,148	43,378	45,306	47,332	49,461	51,685
"Нисък" сценарий							
Внос	5,404	5,415	6,382	6,634	6,899	7,289	7,700
Износ	13,195	12,676	13,694	14,234	14,803	15,639	16,521
Нетно вътрешно потребление	33,367	28,199	28,738	29,871	31,065	32,818	34,670
Изтъргувана енергия	46,562	40,875	42,433	44,105	45,869	48,457	51,192
Базов сценарий							
Внос	5,404	5,433	6,454	6,724	7,009	7,364	7,737
Износ	13,195	12,718	13,847	14,428	15,039	15,801	16,601
Нетно вътрешно потребление	33,367	28,293	29,058	30,278	31,561	33,158	34,837
Изтъргувана енергия	46,562	41,011	42,905	44,706	46,600	48,959	51,438
Изтъргувана енергия	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
"Висок" сценарий	46,562	41,148	43,378	45,306	47,332	49,461	51,685
"Нисък" сценарий	46,562	40,875	42,433	44,105	45,869	48,457	51,192
Базов сценарий	46,562	41,011	42,905	44,706	46,600	48,959	51,438

Висок сценарий на изтъргувана енергия

"Висок" сценарий	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 8'14/7'15	2	3	4	5	6	
	ДКЕВР						
Цена за пренос (хил. лв освен ако не е указано друго)							
Условно постоянни разходи	218,928	223,744	228,667	233,697	238,839	244,093	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	21,726	22,204	22,692	23,192	23,702	24,223	На база очакваната инфлация
Технологични разходи по пренос, Гвтч	868	910	955	997	1,042	1,089	
Общо продадена енергия в страната и за износ, Гвтч	40,309	42,258	44,338	46,315	48,392	50,568	
Технологични разходи, % от енергията	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	Решение на ДКЕВР, 01.10.2014 г.
Технологични разходи по преноса, хил. лв	26,043	30,325	31,250	32,277	33,478	34,818	
Цена на технологичните разходи, лв/Мвтч	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	Цена на АЕЦ
Необходими приходи за дейността по пренос	266,697	276,273	282,610	289,166	296,019	303,134	
Цена за пренос, лв/Мвтч	6.62	6.54	6.37	6.24	6.12	5.99	
Цена за достъп (хил. лв освен ако не е указано друго)							
Разходи за студен резерв и резерв за услуги	61,320	63,709	67,707	72,282	77,186	82,432	На база очаквания ръст в потреблението и очакваната инфлация
Условно постоянни разходи	32,683	33,402	34,137	34,888	35,655	36,440	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	967	988	1,010	1,032	1,055	1,078	На база очакваната инфлация
Приходи от предоставяне на преносна способност	36,000	36,847	39,522	41,283	43,134	45,074	На база очаквания ръст в износа
Приходи от реактивна енергия	4,000	3,853	4,043	4,223	4,413	4,611	На база очаквания ръст в търговията с енергия

Необходими приходи за достъп до ЕПМ	54,970	57,399	59,289	62,696	66,349	70,264	
Общо продадена енергия (Гвтч)	40,309	42,258	44,338	46,315	48,392	50,568	
Цена за достъп, лв/Мвтч	1.36	1.36	1.34	1.35	1.37	1.39	

Базов сценарий на изтъргувана енергия

"Висок" сценарий	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 8'14/7'15	2	3	4	5	6	
	ДКЕВР						
Цена за пренос (хил. лв освен ако не е указано друго)							
Условно постоянни разходи	218,928	223,744	228,667	233,697	238,839	244,093	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	21,726	22,204	22,692	23,192	23,702	24,223	На база очакваната инфлация
Технологични разходи по пренос, Гвтч	868	904	943	983	1,029	1,081	
Общо продадена енергия в страната и за износ, Гвтч	40,309	41,954	43,802	45,649	47,775	50,194	
Технологични разходи, % от енергията	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	Решение на ДКЕВР, 01.10.2014 г.
Технологични разходи по преноса, хил. лв	26,043	30,107	30,873	31,813	33,051	34,560	
Цена на технологичните разходи, лв/Мвтч	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	Цена на АЕЦ
Необходими приходи за дейността по пренос	266,697	276,055	282,232	288,702	295,592	302,876	
Цена за пренос, лв/Мвтч	6.62	6.58	6.44	6.32	6.19	6.03	
Цена за достъп (хил. лв освен ако не е указано друго)							
Разходи за студен резерв и резерв за услуги	61,320	63,354	67,000	71,362	76,337	81,966	На база очаквания ръст в потреблението и очакваната инфлация
Условно постоянни разходи	32,683	33,402	34,137	34,888	35,655	36,440	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	967	988	1,010	1,032	1,055	1,078	На база очакваната

							инфлация
Приходи от предоставяне на преносна способност	36,000	36,648	39,105	40,754	42,633	44,791	На база очаквания ръст в износа
Приходи от реактивна енергия	4,000	3,832	4,000	4,169	4,363	4,584	На база очаквания ръст в търговията с енергия
Необходими приходи за достъп до ЕПМ	54,970	57,265	59,041	62,359	66,051	70,109	
Общо продадена енергия (Гвтч)	40,309	41,954	43,802	45,649	47,775	50,194	
Цена за достъп, лв/Мвтч	1.36	1.36	1.35	1.37	1.38	1.40	

Нисък сценарий на изтъргувана енергия

"Висок" сценарий	Приключва:	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
	Период 8'14/7'15	2	3	4	5	6	
	ДКЕВР						
Цена за пренос (хил. лв освен ако не е указано друго)							
Условно постоянни разходи	218,928	223,744	228,667	233,697	238,839	244,093	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	21,726	22,204	22,692	23,192	23,702	24,223	На база очакваната инфлация
Технологични разходи по пренос, Гвтч	868	897	932	969	1,016	1,073	
Общо продадена енергия в страната и за износ, Гвтч	40,309	41,651	43,266	44,984	47,158	49,819	
Технологични разходи, % от енергията	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	Решение на ДКЕВР, 01.10.2014 г.
Технологични разходи по преноса, хил. лв	26,043	29,889	30,495	31,349	32,624	34,302	
Цена на технологичните разходи, лв/Мвтч	30.00	33.32	32.73	32.36	32.12	31.97	Цена на АЕЦ
Необходими приходи за дейността по пренос	266,697	275,837	281,854	288,238	295,165	302,618	
Цена за пренос, лв/Мвтч	6.62	6.62	6.51	6.41	6.26	6.07	
Цена за достъп (хил. лв освен ако не е указано друго)							

Разходи за студен резерв и резерв за услуги	61,320	62,998	66,290	70,439	75,485	81,499	На база очаквания ръст в потреблението и очакваната инфлация
Условно постоянни разходи	32,683	33,402	34,137	34,888	35,655	36,440	На база очакваната инфлация
Възвръщаемост	967	988	1,010	1,032	1,055	1,078	На база очакваната инфлация
Приходи от предоставяне на преносна способност	36,000	36,448	38,688	40,223	42,130	44,507	На база очаквания ръст в износа
Приходи от реактивна енергия	4,000	3,810	3,958	4,115	4,314	4,557	На база очаквания ръст в търговията с енергия
Необходими приходи за достъп до ЕПМ	54,970	57,131	58,792	62,022	65,751	69,952	
Общо продадена енергия (Гвтч)	40,309	41,651	43,266	44,984	47,158	49,819	
Цена за достъп, лв/Мвтч	1.36	1.37	1.36	1.38	1.39	1.40	

Приложение 6

Продажби на електрическа енергия

Количества енергия	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Бележки
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "висок" сц.	4,615	3,588	3,580	3,601	3,617	3,629	3,708	Прогноза на база очаквания ръст на регулирания пазар.
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "нисък" сц.	4,615	3,564	3,502	3,506	3,506	3,555	3,672	Прогноза на база очаквания ръст на регулирания пазар.
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, базов сц.	4,615	3,576	3,541	3,553	3,561	3,592	3,690	Прогноза на база очаквания ръст на регулирания пазар.

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Количества												
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "висок" сц.	2,266	1,837	1,762	1,833	1,758	1,844	1,768	1,852	1,776	1,858	1,782	1,899
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "нисък" сц.	2,266	1,825	1,750	1,793	1,720	1,795	1,721	1,795	1,721	1,820	1,746	1,880
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, базов сц.	2,266	1,831	1,756	1,813	1,739	1,820	1,745	1,824	1,749	1,839	1,764	1,890
Покупна цена (цена на ОД), лв/мвтч.												
Оптимистичен сц. - "висок" сц. за количествата, "висок" сц. за цена на ОД	125.32	125.32	130.85	130.85	132.08	132.08	133.31	133.31	135.09	135.09	138.42	138.42

Песимистичен сц. - "нисък" сц. за количествата, "нисък" сц. за цена на ОД с предоговаряне на дългосрочните договори с МИ1 и Ми2, както и квотите за изкупуване на енергия от ВЕИ по преференциални цени	125.32	125.32	129.62	129.62	128.84	128.84	130.18	130.18	131.62	131.62	134.57	134.57
Базов сц. - "базов" сц. за количествата, "базов" сц. за цена на ОД	125.32	125.32	131.29	131.29	132.82	132.82	134.21	134.21	135.89	135.89	138.88	138.88
Отчетна стойност на продадена енергия на регулиран пазар, хил. лв												
Оптимистичен сц.	283,999	230,232	230,527	239,902	232,203	243,543	235,726	246,935	239,962	251,032	246,654	262,811
Песимистичен сц.	283,999	228,707	226,846	232,470	221,576	231,277	224,087	233,676	226,570	239,621	234,925	253,058
Базов сц.	283,999	229,469	230,526	238,077	230,972	241,674	234,170	244,755	237,648	249,952	244,964	262,427

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Марж на продажбите на ел. енергия (Решение на ДКЕВР, окт.'14 г.), %	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29
Възвръщаемост на продажбите, хил.лв												
Оптимистичен сц.	6,504	5,272	5,279	5,494	5,317	5,577	5,398	5,655	5,495	5,749	5,648	6,018
Песимистичен сц.	6,504	5,237	5,195	5,324	5,074	5,296	5,132	5,351	5,188	5,487	5,380	5,795
Базов сц.	6,504	5,255	5,279	5,452	5,289	5,534	5,362	5,605	5,442	5,724	5,610	6,010

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Необходими продажби,												

хил. лв												
Оптимистичен сц.	290,503	235,504	235,806	245,396	237,521	249,120	241,124	252,590	245,457	256,781	252,302	268,829
Песимистичен сц.	290,503	233,944	232,041	237,794	226,650	236,574	229,218	239,028	231,759	245,108	240,305	258,853
Базов сц.	290,503	234,724	235,805	243,529	236,261	247,208	239,532	250,360	243,090	255,676	250,574	268,436

Приложение 7

Приходи от мрежови компоненти

Формиране на цените на „Енерго-Про Мрежи „ АД – електроразпределителното дружество, опериращо на територията, на която оперира и дружеството-обект на търгово предлагане

Енерго-Про Мрежи	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Разпределена ел. енергия, Гвтч (вкл. технол. разходи)											На база очаквания ръст на пазара
"Висок"	6,519	6,357	6,119	6,022	5,123	5,302	5,537	5,785	6,045	6,317	
"Нисък"	6,519	6,357	6,119	6,022	5,089	5,186	5,391	5,606	5,923	6,257	
Базов	6,519	6,357	6,119	6,022	5,106	5,244	5,464	5,696	5,984	6,287	
% технологични разходи	14.76	14.1	13.4								
											На база развитието от предходни периоди, намаляващ темп
"Висок"	14.76	14.1	13.4	12.8	12.7	12.6	12.4	12.1	11.9	11.9	
											На база оптимистично предположение на компанията за подобряване на дела на технологичните разходи при даденото ниво на инвестиции
"Нисък"	14.76	14.1	13.4	12.80	12.20	11.60	11.00	10.40	9.80	9.80	
Базов	14.76	14.1	13.4	12.80	12.30	11.80	11.30	10.80	10.30	10.30	На база очакванията на компанията

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6,	7-12,	1-6,	7-12, 2017	1-6,	7-12, 2018	1-6,	7-12, 2019	1-6,

				2016	2016	2017		2018		2019		2020
Разпределена ел. енергия, Гвтч (не вкл. технол. разходи)												
"висок" сценарий за количествата и песимистичен за нивото на технологичните разходи	2,578	2,737	2,211	2,819	2,290	2,934	2,398	3,054	2,512	3,181	2,632	3,311
"нисък" сценарий за количествата и базов за нивото на технологичните разходи)	2,578	2,730	2,209	2,747	2,265	2,865	2,370	2,992	2,481	3,169	2,638	3,344
базов сценарий за количествата и базов за нивото на технологичните разходи	2,578	2,740	2,214	2,814	2,286	2,928	2,395	3,049	2,510	3,199	2,651	3,346
Дял, %												
"висок" сценарий за количествата и песимистичен за нивото на технологичните разходи	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21
"нисък" сценарий за количествата и базов за нивото на технологичните разходи)	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21
базов сценарий за количествата и базов за нивото на технологичните разходи	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21	49.10	51.21
Одобрени технологични разходи												
%, ДКЕВР	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9

%, ДКЕВР, песимистичен сценарий	9	9	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
Количество енергия, одобрено за целия период, ГВтч.	5,736	5,736										
Количество енергия, одобрено, ГВтч.												
"Висок"	2,817	2,937	2,416	3,081	2,502	3,206	2,621	3,338	2,745	3,476	2,876	3,619
"Нисък"	2,817	2,937	2,427	3,019	2,489	3,148	2,604	3,287	2,726	3,482	2,899	3,675
Базов	2,817	2,937	2,433	3,092	2,512	3,218	2,632	3,351	2,758	3,515	2,913	3,677
Цена за технологични разходи (АЕЦ+ЕСО), лв/МВтч												
"Висок"	37.98	37.98	41.22	41.22	40.44	40.44	39.96	39.96	39.61	39.61	39.35	39.35
"Нисък"	37.98	37.98	41.32	41.32	40.60	40.60	40.15	40.15	39.78	39.78	39.45	39.45
Базов	37.98	37.98	41.27	41.27	40.52	40.52	40.05	40.05	39.69	39.69	39.40	39.40
Одобрени от ДКЕВР технологични разходи, хил. лв.												
Оптимистичен сц.	9,628	10,040	8,466	10,795	8,601	11,021	8,900	11,336	9,243	11,704	9,622	12,105
Песимистичен сц.	9,628	10,040	9,026	11,226	9,094	11,505	9,408	11,878	9,759	12,467	10,291	13,048
Базов сц.	9,628	10,040	9,035	11,484	9,161	11,735	9,486	12,078	9,852	12,557	10,330	13,040
Одобрени разходи за поддръжка (за 1ви период ДКЕВР използва амортизации от 2012 г.)	55,523	61,679	58,983	58,651	58,651	59,729	59,729	60,075	60,075	62,368	62,368	62,368

Регулаторна база на активите	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Дял на кешови разходи за изчисляване на необходимия оборотен капитал (НОК)	0.90	0.89	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87

Балансова стойност на дълготр. активи (според очакванията на Предложителя)	404,226	404,226	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563	354,563
Активи, свързани с присъединяване на нови клиенти (според очакванията на Предложителя)	19,663	19,663	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995	8,995
Необходим оборотен капитал	13,552	13,552										
"Висок"	13,552	13,552	10,258	10,258	10,335	10,335	10,467	10,467	10,603	10,603	10,712	10,712
"Нисък"	13,552	13,552	10,368	10,368	10,443	10,443	10,582	10,582	10,743	10,743	10,887	10,887
Базов	13,552	13,552	10,397	10,397	10,476	10,476	10,613	10,613	10,763	10,763	10,890	10,890
Регулативна база на активите, хил. лв												
"Висок"	398,115	398,115	355,826	355,826	355,903	355,903	356,035	356,035	356,171	356,171	356,280	356,280
"Нисък"	398,115	398,115	384,048	384,048	384,123	384,123	384,262	384,262	384,423	384,423	384,568	384,568
Базов	398,115	398,115	355,966	355,966	356,044	356,044	356,181	356,181	356,331	356,331	356,459	356,459
Използвана от ДКЕВР възвръщаемост на активите за периода, %	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Използвана от ДКЕВР възвръщаемост на активите, %	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Необходима възвръщаемост за под-периода, хил. лв												
"Висок"	13,934	13,934	12,454	12,454	12,457	12,457	12,461	12,461	12,466	12,466	12,470	12,470
"Нисък"	13,934	13,934	13,442	13,442	13,444	13,444	13,449	13,449	13,455	13,455	13,460	13,460
Базов	13,934	13,934	12,459	12,459	12,462	12,462	12,466	12,466	12,472	12,472	12,476	12,476

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6,	7-12,	1-6,	7-12, 2017	1-6,	7-12, 2018	1-6,	7-12, 2019	1-6,

				2016	2016	2017		2018		2019		2020
За периода												
Z-фактор (очаквания на компанията)	5,495	5,495	1,327	1,327	1,352	1,352	1,135	1,135	910	910	658	658
Корекция след регулаторен одит (очаквания на компанията, решение на ДКЕВР)	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927	-14,927
За под-периода												
Z-фактор (очаквания на компанията)	2,748	2,748	663	663	676	676	568	568	455	455	329	329
Корекция след регулаторен одит (очаквания на компанията, решение на ДКЕВР)	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464	-7,464

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Необходимите продажби, хил. лв												
"Висок"	74,369	80,938	73,103	75,100	72,922	76,419	74,195	76,976	74,775	79,529	77,325	79,808
"Нисък"	74,369	80,938	74,651	76,519	74,401	77,890	75,690	78,506	76,279	81,281	78,985	81,742
Базов	74,369	80,938	73,677	75,794	73,486	77,138	74,785	77,723	75,390	80,387	78,039	80,750

	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Цена на услугите по лицензия на компанията, лв/Мвтч												
"Висок"	26.99	26.99	26.96	26.96	26.16	26.16	25.37	25.37	24.80	24.80	24.19	24.19
"Нисък"	26.99	26.99	27.76	27.76	27.02	27.02	26.17	26.17	25.38	25.38	24.45	24.45

Базов	26.99	26.99	27.05	27.05	26.29	26.29	25.49	25.49	24.83	24.83	24.09	24.09
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Приходи от мрежови компоненти на дружеството-обект на търгово предлагане

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Количества												
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "висок" сц.	2,266	1,837	1,762	1,833	1,758	1,844	1,768	1,852	1,776	1,858	1,782	1,899
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, "нисък" сц.	2,266	1,825	1,750	1,793	1,720	1,795	1,721	1,795	1,721	1,820	1,746	1,880
Общо продадена енергия на регул. пазар, Гвтч, базов сц.	2,266	1,831	1,756	1,813	1,739	1,820	1,745	1,824	1,749	1,839	1,764	1,890

Регулаторни периоди	1		2		3		4		5		6	
	7-12, 2014	1-6, 2015	7-12, 2015	1-6, 2016	7-12, 2016	1-6, 2017	7-12, 2017	1-6, 2018	7-12, 2018	1-6, 2019	7-12, 2019	1-6, 2020
Цена на оператор мрежи средно и ниско напрежение, лв/Мвтч.												
Оптимистичен сц.	26.99	26.99	26.96	26.96	26.16	26.16	25.37	25.37	24.80	24.80	24.19	24.19
Песимистичен сц.	26.99	26.99	27.76	27.76	27.02	27.02	26.17	26.17	25.38	25.38	24.45	24.45
Базов сц.	26.99	26.99	27.05	27.05	26.29	26.29	25.49	25.49	24.83	24.83	24.09	24.09
Разходи за мрежови услуги средно и ниско напрежение, хил. лв												
Оптимистичен сц.	61,167	49,587	47,490	49,422	45,992	48,238	44,861	46,995	44,056	46,088	43,110	45,934
Песимистичен сц.	61,167	49,259	48,574	49,779	46,462	48,497	45,055	46,983	43,685	46,202	42,683	45,978
Базов сц.	61,167	49,423	47,504	49,060	45,710	47,828	44,479	46,490	43,429	45,678	42,499	45,528
Разходи за мрежови												

услуги високо напрежение												
Цена на услуги високо напрежение (ЕСО)												
Оптимистичен сц.	7.98	7.98	7.90	7.90	7.71	7.71	7.60	7.60	7.49	7.49	7.38	7.38
Песимистичен сц.	7.98	7.98	7.99	7.99	7.87	7.87	7.79	7.79	7.65	7.65	7.48	7.48
Базов сц.	7.98	7.98	7.94	7.94	7.79	7.79	7.69	7.69	7.57	7.57	7.43	7.43
Разходи за мрежови услуги високо напрежение, хил. лв												
Оптимистичен сц.	18,084	14,661	13,911	14,476	13,557	14,219	13,434	14,072	13,301	13,915	13,158	14,019
Песимистичен сц.	18,084	14,563	13,990	14,337	13,541	14,133	13,403	13,977	13,174	13,933	13,056	14,063
Базов сц.	18,084	14,612	13,950	14,407	13,549	14,176	13,418	14,025	13,238	13,923	13,107	14,041
Общо разходи за мрежови компоненти, хил.лв												
Оптимистичен сц.	79,252	64,248	61,401	63,898	59,549	62,457	58,295	61,067	57,357	60,003	56,268	59,953
Песимистичен сц.	79,252	63,822	62,565	64,116	60,003	62,630	58,458	60,960	56,859	60,134	55,739	60,041
Базов сц.	79,252	64,035	61,454	63,467	59,259	62,005	57,898	60,515	56,667	59,601	55,605	59,569

Приложение 8

СТРУКТУРА НА СОБСТВЕНОСТТА

