

„Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В.

като акционер, притежаващ пряко 1 913 584 (един милион деветстотин и тринадесет хиляди петстотин осемдесет и четири) броя акции с номинал 1 (един) лев всяка една, представляващи 99.25 % от гласовете в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД

на основание чл. 157а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа

отправя

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ИЗКУПУВАНЕ

на акциите на
останалите акционери на

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД

ISIN номер:	BG1100025110
Вид на акциите:	Обикновени, безналични, поименни, свободнопрехвърляеми, с право на глас
Номинална стойност:	1 (един) лев
Предлагана цена на акция:	303.55 лева
Брой акции, обект на Предложението за изкупуване:	14 416

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

Предложението за изкупуване е регистрирано в Комисията за финансов надзор на 18.08.2022г.

Приложения:

1. Удостоверение за актуално състояние на Предложителя „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В.;
2. Копие от Договора между Предложителя „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. и упълномощения инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД;
3. Удостоверения, издадени от „Българска фондова борса” АД („БФБ” АД) относно търговията с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за шестмесечните периоди, предшестващи датата на регистрацията на Предложението за изкупуване в Комисията за финансов надзор (КФН) и датата на обосновката;
4. Банкова референция, потвърждаваща наличието на средства за финансиране на Предложението за изкупуване от страна на Предложителя;
5. Удостоверение за открита банкова сметка по чл. 44е, ал. 2 и информация за реда и условията, при които ще се води сметката
6. Копие от удостоверителен документ за притежаваните от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Използвани съкращения в документа:

БФБ АД – Българска фондова борса

ЗППЦК - Закон за публичното предлагане на ценни книжа

КФН – Комисията за финансов надзор

ЮЛНЦ – Юридическо лице с нестопанска цел

Наредба № 13 - Наредба № 13 от 22.12.2003г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции

Наредба № 41 - Наредба № 41 от 11.06.2008 г. 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

ЗЕ - Закона за енергетиката

ОСА – Общо събрание на акционерите

СГС – Софийски градски съд

КЗК – Комисия за защита на конкуренцията

FCFF - нетни парични потоци на дружеството

НЕК - Националната електрическа компания АД

ДКЕВР - Държавната комисия за енергийно и водно регулиране

КЕВР - Комисията за енергийно и водно регулиране

ДМА – Дълготрайни материални активи

ТРПЕЕ - Технологични разходи за пренос на електроенергия

ROE - Възвръщаемост на собствения капитал

ROA - Възвръщаемост на активите

ЕБИТ - Оперативна печалба

ЕБИТ margin - Маржин преди данъци

Net profit margin - Нетен маржин

Cash Flow to Debt Ratio - Паричен поток от оперативна дейност/пасиви

Quick Ratio - Коефициент на бърза ликвидност

Current Ratio - Коефициент на текуща ликвидност

Asset turnover - Обращаемост на активите

Receivables turnover - Обращаемост на вземанията

BVPS - Собствен капитал за една акция

EPS - Нетна печалба за една акция

SPS - Продажби за една акция

DCR - Коефициент на покритие на дивидент

DPR - Коефициент на изплащане на дивидент

Retention Ratio - Коефициент на реинвестирана печалба

DPS - Дивидент за една акция

GDPR – Общ регламент за защита на личните данни

FCFE - нетни парични потоци на собствения капитал

НРЦЕЕ - Наредба № 1 за регулиране на цените на електрическата енергия

ИПООЕК - Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030

РБА - Регулаторната база на активите

БВП – Брутен вътрешен продукт

WACC – Weighted average cost of capital - Среднопретеглена цена на капитала

САРМ - Модел за оценяване на капиталовите активи

НОРАТ - Оперативна печалба след данъци

САРЕХ - Капиталови разходи

ЗМИП – Закон за мерките срещу изпирането на пари

ППЗМИП – Правилник за прилагане на Закона за мерките срещу изпирането на пари

ЗПФИ – Закон за пазарите на финансови инструменти

ЦД – Централен депозитар АД

ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ И ЦЕЛ НА ПРИДОБИВАНЕТО НА АКЦИИТЕ

На основание чл. 157а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа („ЗППЦК“), „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. („Предложителят“) отправя настоящото Предложение за изкупуване („Предложение за изкупуване“) на акциите на останалите акционери на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД („Дружеството” или „Дружеството – обект на Предложението за изкупуване“).

Към датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. притежава пряко 1 913 584 (един милион деветстотин и тринадесет хиляди петстотин осемдесет и четири) броя обикновени, поименни, безналични, свободнопрехвърляеми акции с право на глас, представляващи 99,25 % от гласовете в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад”.

С настоящото Предложение за изкупуване „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. изпълнява правната си възможност по чл. 157а, ал. 1 от ЗППЦК да отправи Предложение за изкупуване на акциите на останалите акционери на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Правото на Предложителя по чл. 157а, ал. 1 от ЗППЦК възниква в резултат на отправено Търгово предложение по реда на чл. 149а, ал. 1 от ЗППЦК, в резултат на което Предложителят е достигнал 99,25 % от гласовете в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Съгласно чл. 119, ал. 1, т. 4 от ЗППЦК, ако е налице изкупуване на всички акции с право на глас в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД по реда на чл. 157а от ЗППЦК, Дружеството престава да бъде публично, считано от решението на КФН за отписването му от регистъра по чл. 30, ал. 1, т. 3 от Закон за Комисията за финансов надзор.

Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. и упълномощеният инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД декларират, че настоящото Предложение за изкупуване отговаря на изискванията на закона.

Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. и упълномощеният инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД отговарят солидарно за вреди, причинени от неверни, заблуждаващи или непълни данни в настоящото Предложение за изкупуване, в съответствие с чл. 150, ал. 5 от ЗППЦК и чл. 24, ал. 1, т. 19 от Наредба № 13 от 22.12.2003г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (**Наредба № 13**).

I. ДАННИ ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ

Дружеството „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. е дружество (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*), създадено и съществуващо в съответствие със законите на Кралство Нидерландия, регистрирано в Търговски регистър на Кралство Нидерландия под № 75462788, със седалище и адрес на управление: Кралство Нидерландия, 1043 AP, Амстердам, ул. „Басисвег” № 10, тел. за контакт: 0899992251, email: eeec@eurohold.bg. Към датата на регистриране на настоящото Предложение за изкупуване „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. не разполага с електронна страница. Контакт с Дружеството може да бъде осъществен на бизнес адреса на Директор А Милен Асенов Христов – гр. София 1592, бул. „Христофор Колумб“ № 43.

Предметът на дейност на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. се състои в участие в управлението и контрола на търговски дружества, финансиране на дружества и търговски операции на дружества, предоставяне на услуги на предприятия, гарантиране задълженията на дружества, придобиване, отчуждаване, управление и експлоатация на недвижими имоти, кредитиране и набиране на средства, включително емитиране на облигации, записи на заповед или други ценни книжа, както и сключване на споразумения във връзка с гореспоменатите

дейности, предоставяне на консултантски услуги на дружества от групата, към която принадлежи, и трети страни, и най-общо – извършване на всякаква търговска дейност.

Наименованието на Дружеството не е търпяло изменения от датата на съществуването му.

„Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. се управлява и представлява пред трети лица заедно от Милен Асенов Христов – Директор А и Йоан Христов Иванов – Директор Б, със следните бизнес адреси:

1. Милен Асенов Христов – гр. София 1592, бул. „Христофор Колумб“ 43.

2. Йоан Христов Иванов – Кралство Нидерландия, 1043 AP, гр. Амстердам, ул. „Басисвег“ № 10.

Капиталът на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. е в размер на 1 000 акции с номинална стойност 1 евро всяка.

Пряк собственик на 100% (1 000 акции) от капитала на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. е дружеството „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани III” Б.В., дружество, създадено и съществуващо в съответствие със законите на Кралство Нидерландия, със седалище в Амстердам, Кралство Нидерландия и адрес на управление ул. „Басисвег“ № 10, 1043 AP Амстердам, регистрирано в Търговски регистър на Кралство Нидерландия под № 83417605.

Пряк собственик на 100% (1 000 акции) от капитала на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани III” Б.В. е „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани II” Б.В., дружество, създадено и съществуващо в съответствие със законите на Кралство Нидерландия, със седалище в Амстердам, Кралство Нидерландия и адрес на управление ул. „Басисвег“ № 10, 1043 AP Амстердам, регистрирано в Търговски регистър на Кралство Нидерландия под № 75452553.

Пряк собственик на 100% (2 000 акции) от капитала на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани II” Б.В. е публичното дружество „Еврохолд България“ АД – акционерно дружество, учредено и съществуващо в съответствие със законите на Република България, регистрирано в Търговския регистър и регистъра на ЮЛНЦ към Агенция по вписванията с ЕИК 175187337, със седалище и адрес на управление: Република България, гр. София 1592, район Искър, бул. „Христофор Колумб“ № 43. Посредством прякото притежание на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани II” Б.В. „Еврохолд България“ АД е непряк собственик на 100% от капитала на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани III” Б.В. и на Предложителя – „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В.

„Еврохолд България“ АД се контролира от „Старком Холдинг“ АД – акционерно дружество, учредено и съществуващо в съответствие със законите на Република България, регистрирано в Търговския регистър към Агенция по вписванията с ЕИК 121610851, със седалище и адрес на управление: Република България, гр. Етрополе 2170, бул. „Руски“ № 191. Към датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН, лицата, притежаващи повече от 5 % от капитала на „Еврохолд България“ АД са както следва: „Старком Холдинг“ АД притежава 50,65 % от капитала на „Еврохолд България“ АД. Останалите 49,35 % от капитала на „Еврохолд България“ АД се притежават, както следва: 10,79 % се притежават от Кей Джей Кей II Сикав-Сив (KJK Fund II Sicav-Sif); Boston Management and Research, чрез управляваните от него инвестиционни фондове Global Opportunities Portfolio, Global Macro Portfolio, Global Macro Absolute Return Advantage Portfolio, Global Macro Capital Opportunities Portfolio, притежава 9.03 %. Останалите 29,53 % се търгуват свободно (т.нар. free float) на „БФБ“ АД и Варшавската фондова борса. Към датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН акционерите на Дружеството наброяват приблизително 9 400 физически и юридически лица, от които няма други такива, освен посочените по-горе, които да притежават повече от 5 % от капитала на „Еврохолд България“ АД.

Мажоритарен акционер в „Старком Холдинг“ АД е Асен Милков Христов (51% от капитала). Останалите акции от капитала на „Старком Холдинг“ АД се притежават от Кирил Иванов Бошов (34% от капитала) и Велислав Милков Христов (15% от капитала). Органите на управление на „Старком Холдинг“ АД са Общо събрание и Съвет на директорите. Съгласно чл. 33 от Устава на дружеството, решенията на Общо събрание на акционерите се взимат с

мнозинство от половината плюс една акция от присъстващите на заседанието акционери, като притежаваният акционерен дял от Асен Милков Христов му позволява да упражнява контрол върху дружеството.

Към датата на изготвяне на Предложението за изкупуване не са известни споразумения за упражняване на правата на глас в Общото събрание на Предложителя.

II. ДАННИ ЗА УПЪЛНОМОЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК

Предложителят е упълномощил, по силата на договор от 08.08.2022г. за осъществяване на Предложението за изкупуване, инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД, вписан в Търговския регистър и регистъра на ЮЛНЦ към Агенцията по вписванията с ЕИК: 831136740, със седалище и адрес на управление в гр. София 1592, район Искър, бул. „Христофор Колумб“ № 43, ет. 5, тел.: (02) 980-56-57, факс: (02) 981-14-96, електронен адрес: office@eurofinance.bg; website: www.eurofinance.bg.

Евро-Финанс“ АД притежава лиценз за извършване на дейност като инвестиционен посредник в съответствие с Решение № 224-ИП/18.12.1996г. на Държавната комисия по ценните книжа. В съответствие с Решение № 81-ИП/01.02.2006г. на „Евро-Финанс“ АД е издаден нов пълен лиценз от КФН под № 03-0004/11.07.2008г. за извършване на дейност като инвестиционен посредник в рамките на Европейския съюз, Европейското икономическо пространство и в трети държави.

III. ДАННИ ЗА ДРУЖЕСТВОТО – ОБЕКТ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД е публично акционерно дружество, учредено съгласно законите на Република България, вписано в Търговския регистър и регистъра на ЮЛНЦ към Агенцията по вписванията с ЕИК: 130277958, със седалище и адрес на управление в гр. София 1784, бул. „Цариградско шосе“ № 159, БенчМарк Бизнес Център, тел. 0700 10 010, факс: (02) 8959 667, електронен адрес: klienti@ermzapad.bg, интернет страница: <https://ermzapad.bg/bg/>.

Срокът на дейност на дружеството е равен на срока на лицензията за разпределение на електрическа енергия на съответната територия, която ще бъде получена от Държавната комисия за енергийно регулиране (настояща Комисия за енергийно и водно регулиране). Ако след изтичане на срока на първоначалната лицензия, Държавната комисия за енергийно регулиране (настояща Комисия за енергийно и водно регулиране) поднови лицензията на дружеството, срокът на дейност се продължава съответно.

Предметът на дейност на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД е следният: експлоатация на електроразпределителната мрежа, представляваща съвкупност от електропроводни линии и електрически уредби със средно, ниско и високо напрежение, която служи за пренос и разпределение на електрическа енергия с цел транспортирането ѝ до потребителите, присъединени към Електроразпределителната мрежа на Дружеството (“ЕРМ”) на територията, на която извършва своята дейност при наличието и поддържането на валидна лицензия за извършване на разпределителна дейност на определената територия. На територията, обхваната от ЕРМ, Дружеството осигурява: • разпределение на електрическа енергия до потребителите, които са присъединени към ЕРМ; • управление на ЕРМ; • поддържане на ЕРМ, обектите и съоръженията в съответствие с техническите изисквания; • развитие на ЕРМ в съответствие с перспективите за икономическото развитие и прогнозите за изменение на електропотреблението в региона; • поддържане и развитие на спомагателни мрежи; • непрекъснатост на електроснабдяването и качеството на подаваната електроенергия; • други услуги за потребителите, свързани с разпределението на електрическата енергия.

Уставният капитал на дружеството е в размер на 1 928 000 (един милион деветстотин двадесет и осем хиляди) лева, внесен изцяло и разпределен в 1 928 000 броя обикновени, поименни безналични акции с право на глас, с номинална стойност от по 1 лев всяка една.

Всички акции на Дружеството са от един клас и всяка акция дава право на един глас в Общото събрание на акционерите (ОСА), право на дивидент и на ликвидационен дял, съизмерен с номиналната стойност на акцията. „Електроразпределителни мрежи Запад“ АД не притежава собствени акции.

На 03 януари 2007г. с решение № 18 на СГС е вписано преобразуване на „Електроразпределение Столично“ АД, регистрирано по фирмено дело № 6358/2000г. по описа на СГС, чрез отделяне на част от имуществото му, което преминава към приемащото дружество „ЧЕЗ Електро България“ АД (с настоящо наименование „Електрохолд Продажби“ АД), рег. по ф.д. № 10140/2006г. по описа на СГС, като с това са изпълнени изискванията на § 17 от Преходните и заключителни разпоредби на Закона за енергетиката („ЗЕ“) за отделянето в юридическо и организационно отношение на дейностите, свързани с разпределение на електрическа енергия и оперативно управление на разпределителните мрежи от снабдяването с електрическа енергия и другите дейности на електроразпределителните дружества. По този начин дейността по снабдяване с електрическа енергия преминава към новоучреденото дружество „ЧЕЗ Електро България“ АД (с настоящо наименование „Електрохолд Продажби“ АД), което се явява правоприменик на дейността по снабдяване с електрическа енергия на тогавашните „Електроразпределение Столично“ АД, „Електроразпределение София област“ АД и „Електроразпределение Плевен“ АД.

През ноември 2007г. ЧЕЗ слива „Електроразпределение София област“ АД, „Електроразпределение Плевен“ АД и „Електроразпределение Столично“ АД. Решението е на Софийски градски съд от 2 ноември 2007г. Двете разпределителни дружества „София област“ и „Плевен“ се вливат в „Електроразпределение Столично“. Компанията поема всички отговорности и задължения на другите две дружества в Западна България. Целта на реструктурирането е оптимизиране на дейността на дружеството, подобряване на неговото управление и постигане на по-висока ефективност. Това от своя страна осигурява условия за равнопоставено обслужване на клиентите в Западна България и въвежда единни мерки по поддържане и развитие на мрежата.

С решение от 29.01.2008г. е вписана промяна на наименованието от „Електроразпределение-Столично“ АД на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД.

Считано от 28.04.2022г., с вписване в Търговския регистър и регистъра на ЮЛНЦ № 20220428150335, наименованието на дружеството е променено от „ЧЕЗ Разпределение България“ АД на „Електроразпределителни мрежи Запад“ АД.

Дружеството притежава лицензия № Л-135-07/13.08.2004г. за дейността „разпределение на електрическа енергия“ и реално осъществява дейностите, възложени му в качеството му на оператор на електроразпределителна мрежа, в съответствие със Закона за енергетиката и подзаконовите актове по прилагането му. С Решение № И2-Л-135 от 09.12.2013г. на КЕВР лицензията е разширена с правата и задълженията на координатор на специална балансираща група.

В свое решение № 1475/2017г. КЗК е определила съответен пазар на „услугите по разпределение на електрическа енергия на стопански потребители на СрН (средно напрежение) и НН (ниско напрежение) през разпределителната мрежа на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, в качеството му на оператор на електроразпределителна мрежа“, с географски обхват съвпадащ с територията на лицензията, която включва административните области: София, София Област, Благоевград, Перник, Кюстендил, Видин, Враца, Монтана, Ловеч и Плевен.

Предвид разпоредбите на ЗЕ, този пазар е с естествено монополен характер и “Електроразпределителни мрежи Запад” АД се явява единствен оператор на електроразпределителната мрежа на териториите на съответните лицензии.

Дружеството се управлява по двустепенна система за управление от Надзорен и Управителен съвет.

Надзорният съвет е съставен от 5 члена в състав: Апостол Лъчезаров Апостолов, Асен Милков Христов, Венелин Александров Колицов, Тихомир Иванов Трендафилов и Асен Минчев Минчев.

Управителният съвет е съставен от 4 члена в състав: Виктор Любомиров Станчев, Радослав Георгиев Цветков, Георги Михайлов Миков и Душан Рибан, като Дружеството се представлява от всеки двама от членовете на Управителния съвет, действащи заедно.

Съгласно чл. 68 от Устава на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД Управителният съвет се състои от 3 (трима) до 5 (петима) членове. Членовете на Управителния съвет се назначават от Надзорния съвет за срок от 5 (пет) години, с изключение на членовете на първия Управителен съвет, които се избират за срок от 3 (три) години и могат да бъдат преизбирани без ограничение. В случай че мандатът на който и да било член на Управителния съвет изтече, той продължава да упражнява своите права (включително, без ограничение, правото на глас на заседанията на Управителния съвет и правото да участва във вземането на неприсъствени решения на Управителния съвет) и да изпълнява своите задължения като член на Управителния съвет докато бъде освободен от длъжност с решение на Надзорния съвет на Дружеството или бъде заличен в Търговския регистър като такъв в резултат на процедура по заличаване съгласно разпоредбите на приложимото право.

Съгласно чл. 55 от Устава на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД Надзорният съвет се състои от 3 (три) до 6 (шест) членове. Членовете на Надзорния съвет се избират от Общото събрание за срок от 5 (пет) години, с изключение на членовете на първия Надзорен съвет, които се избират за срок от 3 (три) години и могат да бъдат преизбирани без ограничение. В случай че мандатът на който и да било член на Надзорния съвет изтече, той продължава да упражнява своите права (включително, без ограничение, правото на глас на заседанията на Надзорния съвет и правото да участва във вземането на неприсъствени решения на Надзорния съвет) и да изпълнява своите задължения като член на Надзорния съвет докато бъде освободен от Общото събрание на Дружеството или бъде заличен в Търговския регистър като такъв в резултат на процедура по заличаване съгласно разпоредбите на приложимото право.

Пазарна оценка на дружеството не е изготвяна за последните 12 месеца преди датата на обосновката.

IV. ПРИТЕЖАВАНИ АКЦИИ И АКЦИИ, ЗА КОИТО СЕ ОТНАСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ

Към датата на регистрация на настоящото Предложение за изкупуване в КФН Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. притежава пряко 1 913 584 (един милион деветстотин и тринадесет хиляди петстотин осемдесет и четири) броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции с номинал 1 (един) лев всяка една, представляващи 99,25 % от гласовете в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. Всяка акция дава право на един глас в Общото събрание на акционерите, право на дивидент и на ликвидационен дял, съразмерен с номиналната стойност на акцията.

Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. е придобил горепосочените пряко притежавани акции, както следва: .

Дата на придобиване:	Брой придобити акции:	Начин на придобиване:
27.07.2021г., Сетълмент на същия ден	1 291 760 броя = 67 % от капитала	Сделка за покупка с дата на сетълмент същия ден
11.11.2021г. – крайна дата на търгово предложение, отправено на основание чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК	408 552 броя = 21,19 % от капитала	В резултат на отправено търгово предложение на основание чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК в периода 15.10.2021г. - 11.11.2021г.
18.03.2022г., сетълмент 22.03.2022г.	207 107 броя = 10,74 % от капитала	Сделки за покупка с дата на сетълмент 22.03.2022г., съгласно

		долупосочената таблица
17.06.2022г. – крайна дата на търгово предложение, отправено на основание 149а, ал. 1 от ЗППЦК	6 165 броя = 0.32 % от капитала	В резултат на отправено търгово предложение на основание чл. 149а, ал. 1 от ЗППЦК в периода 21.05.2022г. – 17.06.2022г.

Сделки за покупка на 207 107 броя акции с дата на сѣтълмент 22.03.2022г.:

дата на сделка	дата на изпълнение на сделка	брой акции	единична цена	общо за сделката
18.03.2022	22.03.2022	7	292.00	2 044.00
18.03.2022	22.03.2022	4	296.00	1 184.00
18.03.2022	22.03.2022	10	296.00	2 960.00
18.03.2022	22.03.2022	100	296.00	29 600.00
18.03.2022	22.03.2022	7	298.00	2 086.00
18.03.2022	22.03.2022	7	298.00	2 086.00
18.03.2022	22.03.2022	3	298.00	894.00
18.03.2022	22.03.2022	5	298.00	1 490.00
18.03.2022	22.03.2022	125	298.00	37 250.00
18.03.2022	22.03.2022	4	300.00	1 200.00
18.03.2022	22.03.2022	100	300.00	30 000.00
18.03.2022	22.03.2022	110	300.00	33 000.00
18.03.2022	22.03.2022	80	300.00	24 000.00
18.03.2022	22.03.2022	28 537	300.00	8 561 100.00
18.03.2022	22.03.2022	82 360	300.00	24 708 000.00
18.03.2022	22.03.2022	95 648	300.00	28 694 400.00
ОБЩО		207 107		62 131 294.00

Предложителят не притежава чрез свързани лица или непряко по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Към датата на регистрация на настоящото Предложение за изкупуване в КФН, членовете на управителните органи на „Ийстърн Юрѳпиън Електрик Къмпани” Б.В. не притежават акции от капитала на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Към датата на регистрация на настоящото Предложение за изкупуване в КФН, Предложителят не притежава пряко или непряко 14 416 (четирнадесет хиляди четиристотин и шестнадесет) броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции, с право на глас, право на дивидент и на ликвидационен дял, съразмерен с номиналната стойност на акцията, с ISIN BG1100025110, представляващи 0,75 % от капитала и от гласовете в Общото събрание на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. Предложителят отправя Предложение до останалите акционери на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за тяхното изкупуване съгласно възможността, предвидена в чл. 157а, ал. 1 от ЗППЦК.

V. ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА НА АКЦИЯ ПО ЧЛ. 157А, АЛ. 3, Т. 3 ОТ ЗППЦК

Предложителят възнамерява да закупи акциите на останалите акционери в “Електроразпределителни мрежи Запад” АД при цена за една акция в размер на 303.55 лева („Предлаганата цена”).

Съгласно разпоредбата на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, Предлаганата цена на акция не може да бъде по-ниска от най-високата стойност измежду:

- справедливата цена на акцията, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи съгласно чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК и Наредба № 41 от 11.06.2008г. 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”);

- средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на Предложението за изкупуване, съответно преди датата, на която най-късно е трябвало да бъде изпълнено задължението по чл. 149, ал. 1 или 6, ако Търговото предложение не е регистрирано до тази дата и тази цена е по-висока от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на Предложението;
- най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на Предложението, съответно преди датата, на която най-късно е трябвало да бъде изпълнено задължението по чл. 149, ал. 1 или 6, ако Търговото предложение не е регистрирано до тази дата и тази цена е по-висока от най-високата цена за една акция, заплатена от същите лица през последните 6 месеца преди регистрацията на Предложението; в случаите, когато цената на акциите не може да бъде определена съгласно предходното изречение, тя се определя като по-високата между последната емисионна стойност и последната цена, платена от Предложителя.

Данни за търговията с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД на регулиран пазар

Информация за пазарната цена на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката (12.02.2022г. – 12.08.2022г.)	
Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката	„БФБ“ АД
Брой търговски сесии за периода 12.02.2022 – 12.08.2022г.	122
Цена на затваряне за последния ден от 6-месечния период, предхождащ датата на обосновката, в които са сключени сделки	294,00 лв.
Средна претеглена пазарна цена за последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката	299,969 лв.
Брой изтъргувани акции на „БФБ“ АД за последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката	208 285 бр.
Изтъргуван среднодневен обем акции на Дружеството за 6-месечния период, предхождащ датата на обосновката	1 707,25
Брой емитирани акции	1 928 000
Необходим брой акции за активна търговия (0,01% от издадените акции)	192,80
Общ реализиран оборот (в лева) с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката	62 479 050,00
Дял на реализирания оборот с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД в общия оборот на всички акции за 6-месечния период, предхождащ датата на обосновката	~20%
Брой на търговските сесии в периода 12.02.2022 – 12.08.2022г., в които е имало сделки с акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД	31
Брой на търговските сесии за последните 3 месеца преди датата на обосновката, в които е имало сделки с акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД	11
Брой на търговските сесии в периода 12.02.2022 – 12.08.2022г., в които е имало не по-малко от 5	3

сделки с акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД	
Информация за пазарната цена на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН (17.02.2022г. – 17.08.2022г.)	
Цена на затваряне за последния ден от 6-месечния период, предхождащ датата на регистрация на Предложението за изкупуване, в който са сключени сделки	294,00 лв.
Средна претеглена пазарна цена за последните 6 месеца, предхождащи датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН	299,9692 лв.
Най-висока цена за една акция, заплатена от Предложителя и/или свързаните с него лица за последните 6 месеца преди датата на регистрация на Предложението за изкупуване в КФН	302.56 лв.

Акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД се търгуват на сегмент акции „Standard“, на пода на „БФБ“ АД. Общият обем на изтъргуваните акции на Дружеството за последните шест месеца (от 12.02.2022г. до 12.08.2022г.) е 208 285 броя акции, а среднодневният обем е 1 707,25 лота (при общо 122 търговски сесии в периода и сключени 70 сделки). Акционерният капитал на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД е разпределен в 1 928 000 броя акции, всяка от които с номинална стойност 1 лев. Съгласно §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 за да бъдат класифицирани като „активно търгувани“, акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД трябва да отговарят едновременно на следните две условия:

1. за предходните шест месеца преди датата на обосновката:
 - 1.1. да имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0,01 % от общия брой акции на дружеството от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода, или
 - 1.2. да формират не по-малко от 1 % от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода;
2. за предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:
 - 2.1. сделки с акции на дружеството да са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или
 - 2.2. броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, да е не по-малко от пет.

Акциите на Дружеството отговарят на условието минималният среднодневен обем на търговия да бъде в размер най-малко 0,01% от общия брой акции на Дружеството, тъй като минималното изискване е 192,8 броя акции, а среднодневният обем на търговия през 6-месечния период преди датата на обосновката е 1 707,25 акции. По данни на БФБ, общата стойност на сделките с акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД през 6-месечния период, предхождащ датата на обосновката, възлиза на 62 479 050,00 лева, или над 20% от оборота на всички акции на БФБ за периода. По този начин, акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД покриват и второто условие за активна търговия по т.1. Акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, обаче, не покриват нито едно от двете условия за активна търговия по т. 2, в резултат на което можем да направим извод, че акциите на Дружеството не се търгуват активно.

Справедлива цена на акциите съгласно чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41

Цена, предложена от Предложителя	303.55 лв.
Изчислена справедлива цена на акциите	303.55 лв. (триста и три лева и петдесет и пет стотинки)

Цена на една акция съгласно използваните методи

Изчисляване на справедлива цена на акция	Тегло	Претеглена цена на акция	Цена за акция
Изчислена цена по метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF) съгласно чл. 8, ал. 3, т. 1 от Наредба № 41	70%	188.00 лв.	268.57 лв.
Изчислена цена по метода на нетната стойност на активите съгласно чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41	30%	115.55 лв.	385.16 лв.
СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА за стойност на една акция	100 %	303.55 лв.	

ДАТА НА ОБОСНОВКАТА	15.08.2022г.
СРОК НА ВАЛИДНОСТ НА ОБОСНОВКАТА	до изтичането на 7 работни дни от публикуване Предложението за изкупуване

Предложителят смята, че не съществува друга съществена информация за акциите, освен съдържащата се в настоящата обосновка.

КФН 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.

V.1. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

V.1.1. Основна информация за Дружеството

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД е акционерно дружество, вписано в Търговския регистър при Агенция по вписванията под ЕИК 130277958. Седалището и адресът на управление на Дружеството по съдебна регистрация е гр. София, бул. Цариградско шосе № 159, БенчМарк Бизнес Център.

Дружеството е създадено при преобразуването на Националната електрическа компания АД (НЕК) чрез отделяне на 24.04.2000г.

Дружеството притежава лицензия № Л-135-07/13.08.2004г., издадена от Държавната комисия за енергийно и водно регулиране (ДКЕВР) за срок от 35 години.

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД е едноличен собственик на регистрираното през 2015г. дъщерно дружество „ЧЕЗ Информационни и комуникационни технологии България“ ЕАД (ЧЕЗ ИКТ) (с настоящото наименование „Електрохолд ИКТ“ ЕАД).

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД е публично дружество съгласно ЗППЦК, вписано в регистъра по чл. 30, ал. 1, т. 3 от ЗКФН с Решение на КФН № 950-ПД от 19.09.2012г. Основните дейности на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД включват експлоатация и управление (поддръжка, ремонт и развитие) на електроразпределителната мрежа, представляваща съвкупност от електропроводни линии и електрически уредби със ниско, средно и високо напрежение, която служи за пренос и разпределение на електрическа енергия с цел транспортирането ѝ до крайните потребители, присъединени към

електроразпределителната мрежа на територията на областите София-град, София област, Благоевград, Кюстендил, Перник, Плевен, Ловеч, Монтана, Враца и Видин.

Територията, на която Дружеството извършва своята дейност, е Западна България, с площ 40 000 кв. км. и население от 2 930 000 жители.

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД осъществява дейността си в стратегическия, съответно силно регулиран, енергиен отрасъл. Дейността му се регулира от Комисията за енергийно и водно регулиране (КЕВР), която издава общи и индивидуални административни актове, свързани с лицензионната дейност на Дружеството, които са задължителни за изпълнение, включително и по отношение на ценообразуването. Основните нормативни актове, регулиращи дейността на дружествата от енергийния сектор, са Законът за енергетиката, Законът за енергията от възобновяеми източници, Законът за енергийната ефективност, както и съвкупността от подзаконовни актове по тяхното прилагане.

V.1.2. Преглед на финансовото състояние

Динамика на активите (на консолидирана база)

Последният консолидиран отчет на дружеството е към 31.03.2022.

През разглеждания период сумата на активите отбелязва кумулативен ръст от 9,81%. Към 31.12.2021г. най-голям дял в сумата на общите активи заемат имотите, машините и съоръженията (78,57%) и вземанията (търговски и други, в т. ч. от свързани лица)(15,61%).

Положителната тенденция на постепенно нарастване на активите се наблюдава и през на 2021г., когато общата сума на активите бележи ръст от 8,26% за годината, основно като резултат от печалбата за периода.

АКТИВИ	2018 (хил. лв.)	2019 (хил. лв.)	2020 (хил. лв.)	Ръст (%)	2021 (хил. лв.)	31.03.2022 (хил. лв.)
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	782 612	829 647	821 562	1,97%	837 730	834 248
Имоти, машини и съоръжения	765 690	799 795	796 231	2,27%	814 315	819 881
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>84,22%</i>	<i>84,19%</i>	<i>83,17%</i>		<i>78,57%</i>	<i>79,73%</i>
Активи с „право на ползване“	-	14 258	10 694	-20,75%	8 475	
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>-</i>	<i>1,50%</i>	<i>1,12%</i>		<i>0,82%</i>	
Нематериални активи	16 922	15 594	14 637	2,07%	14 940	14 367
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>1,86%</i>	<i>1,64%</i>	<i>1,53%</i>		<i>1,44%</i>	<i>1,40%</i>
ТЕКУЩИ АКТИВИ	126 535	120 363	135 775	46,33%	198 674	194 092
Материални запаси	25 472	20 485	19 619	11,26%	21 828	22 539
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>2,80%</i>	<i>2,16%</i>	<i>2,05%</i>		<i>2,11%</i>	<i>2,19%</i>
Търговски и други вземания	28 202	27 853	27 626	250,98%	96 961	97 849
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>3,10%</i>	<i>2,93%</i>	<i>2,89%</i>		<i>9,36%</i>	<i>9,52%</i>
Разходи по проекти	-	-	-	-	744	-
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,07%</i>	<i>-</i>
Вземания от свързани лица	41 137	40 796	43 123	12,06%	48 325	61 000
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>4,52%</i>	<i>4,29%</i>	<i>4,50%</i>		<i>4,66%</i>	<i>5,93%</i>
Активи по договори с клиенти	14 951	14 783	13 565	21,49%	16 480	-
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>1,64%</i>	<i>1,56%</i>	<i>1,42%</i>		<i>1,59%</i>	<i>-</i>
Вземания за данък върху печалбата	-	-	283	-	-	-
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,03%</i>		<i>-</i>	<i>-</i>
Парични средства и парични еквиваленти	16 773	16 446	31 559	-54,57%	14 336	69 775
<i>дял от общите активи, %</i>	<i>1,84%</i>	<i>1,73%</i>	<i>3,30%</i>		<i>1,38%</i>	<i>6,79%</i>
ОБЩО АКТИВИ	909 147	950 010	957 337	8,26%	1 036 404	1 028 340

* Ръстът е изчислен към 31.12.2021г. спрямо стойностите към 31.12.2020г.

Структура на ДМА

ПОКАЗАТЕЛ	2018 (хил. лв.)	2019 (хил. лв.)	2020 (хил. лв.)	Ръст (%)	2021 (хил. лв.)
Земни и сгради	113 554	112 162	110 714	-0,51%	110 151
Машини и оборудване	582 886	629 391	638 303	4,14%	664 741
Разходи за придобиване на ДМА	69 250	58 242	47 214	-16,50%	39 423
Общо инвестиции в ДМА	765 690	799 795	796 231	2,27%	814 315

Относителният дял на капиталовите активи в общата структура на активите е обичайно висок за дружествата от сектор „Енергетика“, което се забелязва и при “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, като най-голямо тегло имат инвестициите в машини и оборудване (64,14% от общите активи към 31.12.2021г.).

Към 31.12.2021г. отчетната стойност на напълно амортизираните дълготрайни материални активи, които са в употреба, нараства с 3,86% до 437,2 хил. лева (или 1/5 от отчетната стойност на ДМА).

Разходите за придобиване са свързани основно с инвестиции в измервателно оборудване и инструменти, оборудване в трафопостове и подстанции и друго специфично електрооборудване и съоръжения.

Динамика на пасивите

Собственият капитал към края на 2021г. възлиза на 69,34% от сумата на собствения и привлечен капитал, като спрямо 2020г. той отбелязва ръст от 8,19%, който се дължи изцяло на реализираната през 2021г. печалба.

ПАСИВИ	2018 (хил. лв.)	2019 (хил. лв.)	2020 (хил. лв.)	Ръст (%)	2021 (хил. лв.)	31.03.2022 (хил. лв.)
Капитал и резерви:	605 075	624 733	664 252	8,19%	718 622	742 598
Основен капитал	1 928	1 928	1 928	0,00%	1 928	1 928
Законови резерви	3 533	4 133	3 533	0,00%	3 533	3 533
Неразпределена печалба	599 614	618 672	658 791	8,25%	713 161	737 137
Нетекущи задължения, в т.ч.:	132 025	126 684	112 577	47,37%	165 904	169 982
Дългосрочни банкови заеми	99 825	84 612	71 037	-47,06%	37 609	37 609
Текущи задължения, в т.ч.:	172 047	198 593	180 508	-15,86%	151 878	115 760
Задължения към доставчици	53 283	44 065	38 827	26,13%	48 971	22 764
Задължение по краткоср. заем от CEZ a.s.	19 558	60 383	60 883	-54,91%	27 453	
Задължение по заем от „Електрохолд България“ ЕООД (с предходно наименование „ЧЕЗ България“ ЕООД)	9 690	-	-	0,00%	-	
Задължения към свързани лица	28 443	26 739	19 793	-9,16%	17 979	39 448
Краткоср. част на дългоср. банков заем	16 758	15 554	13 869	-63,41%	5 075	5 269
ОБЩО ПАСИВИ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ	909 147	950 010	957 337	8,26%	1 036 404	1 028 340

* Ръстът е изчислен към 31.12.2021г. спрямо стойностите към 31.12.2020г.

Общите задължения нарастват с 8,43% до 317,8 млн. лева, като в края на 2020г. са били 293,1 млн. лева.

23% от нетекущите задължения към 31.12.2021г. са остатъчна част от дългосрочен заем, отпуснат от Европейската банка за възстановяване и развитие през 2016г. на обща стойност 116 млн. лева и падеж 30.04.2027г. Средствата от заема са използвани целево за финансиране на инвестиционната програма на Дружеството за 2016-2017г. за разпределителната мрежа,

включително изкупуването на съоръжения от енергийната инфраструктура, реконструкция и изграждане на нова инфраструктура.

Наблюдава се трайна тенденция на намаляване на търговските задължения към свързани лица, както и временно увеличение на краткосрочните задължения към доставчици. Делът на краткосрочните задължения към доставчици е 32% от текущите пасиви в края на 2021г. (за сравнение в края на 2018г. делът им е бил 31%).

Структура на приходите и разходите

Приходи и разходи от оперативна дейност

През разглеждания период общите приходи на Дружеството отбелязват стабилен ръст, което се дължи основно на положителната динамика на приходите от договори с битови потребители, които нарастват със средно 7% годишно. Приходите от договори с битови потребители са основно перо в общите приходи от оперативна дейност, като увеличават дела си до близо 50%. В краткосрочен план може да се очаква, че тази тенденция ще се запази предвид продължаващия процес на поетапна либерализация на пазара на електроенергия.

Приходи / Разходи (хил. лв.)	2018	2019	2020	2021	31.03.2022
Приходи от договори с клиенти, в т.ч.:	343 501	353 169	368 546	403 301	125 664
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-18,93%</i>	<i>2,81%</i>	<i>4,35%</i>	<i>9,43%</i>	
Приходи от договори със стопански потребители	61 097	71 091	51 516	19 400	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-11,54%</i>	<i>16,35%</i>	<i>-27,54%</i>	<i>-62,34%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>17,33%</i>	<i>19,74%</i>	<i>13,67%</i>	<i>4,72%</i>	
Приходи от договори с битови потребители	159 775	168 031	182 527	196 039	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-17,76%</i>	<i>5,17%</i>	<i>8,63%</i>	<i>7,40%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>45,33%</i>	<i>46,65%</i>	<i>49,43%</i>	<i>47,73%</i>	
Приходи от ЧЕЗ Електро Б-я АД на отворен пазар	6 571	6 528	22 468	47 692	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-56,29%</i>	<i>-0,65%</i>	<i>244,18%</i>	<i>112,27%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>1,86%</i>	<i>1,81%</i>	<i>5,96%</i>	<i>11,61%</i>	
Приходи от други търговци на отворен пазар	82 922	79 197	81 458	98 787	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-21,50%</i>	<i>-4,49%</i>	<i>2,85%</i>	<i>21,27%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>23,52%</i>	<i>21,99%</i>	<i>21,61%</i>	<i>24,05%</i>	
Приходи от такси за присъединяване	21 781	15 768	16 834	25 828	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-16,51%</i>	<i>-27,61%</i>	<i>6,76%</i>	<i>53,43%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>6,18%</i>	<i>4,38%</i>	<i>4,47%</i>	<i>6,29%</i>	
Приходи от услуги за проучване, ремонт и поддържане на ЕРМ и средствата за търговско измерване	4 298	4 696	4 746	6 999	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-9,17%</i>	<i>9,26%</i>	<i>1,06%</i>	<i>47,47%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>1,22%</i>	<i>1,30%</i>	<i>1,26%</i>	<i>1,70%</i>	
Приходи от ИКТ услуги	6 805	7 555	7 891	8 274	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-4,42%</i>	<i>11,02%</i>	<i>4,45%</i>	<i>4,85%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>1,93%</i>	<i>2,10%</i>	<i>2,09%</i>	<i>2,01%</i>	
Други приходи от договори с клиенти	252	303	1 106	282	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-</i>	<i>20,24%</i>	<i>265,02%</i>	<i>-74,50%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>0,07%</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,29%</i>	<i>0,07%</i>	
Приходи от наеми и други	8 985	7 000	8 335	7 433	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-8,74%</i>	<i>-22,09%</i>	<i>19,07%</i>	<i>-10,82%</i>	

<i>период, %</i>					
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ ПРИХОДИ	352 486	360 169	376 881	410 734	126 471
Други доходи / загуби от дейността (нето)	5 826	6 009	4 154	6 144	
Технологични разходи за пренос на ел. енергия	- 126 259	-116 849	-93 938	-113 536	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>12,02%</i>	<i>-7,45%</i>	<i>-19,61%</i>	<i>20,86%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>35,82%</i>	<i>32,44%</i>	<i>24,93%</i>	<i>27,64%</i>	
Разходи по услуги по пренос и достъп	- 4 488	- 4 857	- 5 403	- 3 094	
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-95,00%</i>	<i>8,22%</i>	<i>11,24%</i>	<i>-42,74%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>1,27%</i>	<i>1,35%</i>	<i>1,43%</i>	<i>0,75%</i>	
Разходи за материали	- 9 480	-10 780	-14 809	-12 696	- 3 155
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>6,06%</i>	<i>13,71%</i>	<i>37,37%</i>	<i>-14,27%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>2,69%</i>	<i>2,99%</i>	<i>3,93%</i>	<i>3,09%</i>	<i>2,50%</i>
Разходи за персонала	-61 203	-64 767	-70 329	-73 564	-17 265
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>10,48%</i>	<i>5,82%</i>	<i>8,59%</i>	<i>4,60%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>17,36%</i>	<i>17,98%</i>	<i>18,66%</i>	<i>17,91%</i>	<i>13,65%</i>
Разходи за външни услуги	-49 632	-49 203	-49 506	-52 813	-12 808
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>-4,38%</i>	<i>-0,86%</i>	<i>0,62%</i>	<i>6,68%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>14,08%</i>	<i>13,66%</i>	<i>13,14</i>	<i>12,86%</i>	<i>10,13%</i>
Разходи за амортизации	-74 958	-83 614	-87 159	-90 148	-22 817
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>7,25%</i>	<i>11,55%</i>	<i>4,24%</i>	<i>3,43%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>21,27%</i>	<i>23,22%</i>	<i>23,13%</i>	<i>21,95%</i>	<i>18,04%</i>
Други разходи	-21 823	- 8 715	-12 124	- 6 464	-42 949
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>37,66%</i>	<i>-60,07%</i>	<i>39,12%</i>	<i>-46,68%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>6,19%</i>	<i>2,42%</i>	<i>3,22%</i>	<i>1,57%</i>	<i>33,96%</i>
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	-342 017	-332 776	-329 114	-346 171	100 343
<i>промяна спрямо предходния отчетен период, %</i>	<i>0,82%</i>	<i>-2,70%</i>	<i>-1,10%</i>	<i>5,18%</i>	
<i>дял от приходите, %</i>	<i>97,03%</i>	<i>92,39%</i>	<i>87,33%</i>	<i>84,28%</i>	<i>79,34%</i>

Финансови приходи и разходи

Приходи / Разходи (хил. лв.)	2018	2019	2020	2021	31.03.2022
Финансови приходи	-	-	32	772	0
Финансови разходи	-2 578	-3 351	-2 630	-4 577	-1 241

В периода 2018–2019г. общите оперативни разходи на Дружеството намаляват с около 1-2% на годишна база. Съществен принос за тази положителна тенденция изиграват усилията на Дружеството за оптимизиране и ефективно управление на технологичните разходи за пренос на електроенергия (ТРПЕЕ). След като в началото на 2020г. “Електроразпределителни мрежи Запад” АД приема Стандарт за пределните норми на технологичните разходи за пренос на електрическа енергия, Дружеството успява да свие ТРПЕЕ до регулаторно признатите максимални стойности. ТРПЕЕ намаляват както в абсолютно изражение (-2,8% в сравнение с 2019г.), така и като процент от общите оперативни разходи (от 35% през 2019г. до 32,8% през 2021г.).

Финансови коефициенти

База за изчисление на финансовите коефициенти * в хил. лева, ако не е указано друго	31.12.2018г.	31.12.2019г.	31.12.2020г.	31.12.2021г.	31.03.2022г.
1. Нетни приходи	352 486	360 169	376 881	410 734	125 664
2. Оперативна печалба	10 469	27 393	47 767	64 563	26 128
3. Печалба преди данъци	7 891	24 042	45 169	60 758	26 128
4. Нетна печалба	5 861	21 542	40 458	54 811	23 723
5. Общо активи	909 147	950 010	957 337	1 036 404	1 028 340
6. Нетекущи активи	782 612	829 647	821 562	837 730	834 248
7. Текущи активи	126 535	120 363	135 775	198 674	194 092
8. Вземания	84 290	83 432	84 597	161 766	97 849
9. Собствен капитал	605 075	624 733	664 252	718 622	742 598
10. Нетекущи задължения	132 025	126 684	112 577	165 904	169 982
11. Текущи задължения	172 047	198 593	180 508	151 878	115 760
12. Емитирани акции (хил. броя)	1 928	1 928	1 928	1 928	1 928
13. Цена на затваряне на „БФБ“ АД към последна борсова сесия за съответната година **	200,00	220,00	232,00	292,00	
14. Дата на последна търговска сесия на „БФБ“ АД за съответната година	28.12.2018г.	30.12.2019г.	30.12.2020г.	30.12.2021г.	
15. Материални запаси	25 472	20 485	19 619	21 828	22 539
Коефициенти на рентабилност					
А. Възвръщаемост на собствения капитал (ROE) (4/9)	0,97%	3,45%	6,09%	7,63%	3,19%
Б. Възвръщаемост на активите (ROA) (4/5)	0,64%	2,27%	4,23%	5,29%	2,31%
В. Маржин преди данъци (ЕБИТ margin) (3/1)	2,24%	6,68%	11,98%	14,79%	20,79%
Г. Нетен маржин (Net profit margin) (4/1)	1,66%	5,98%	10,73%	13,34%	18,88%
Д. Паричен поток от оперативна дейност/пасиви (Cash Flow to Debt Ratio) (2/(10+11))	3,44%	8,42%	16,30%	20,32%	9,14%
Коефициенти за активи и ликвидност					
Е. Коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio) ((7-15)/11)	0,59	0,50	0,64	1,16	1,48
Ж. Коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio) (7/11)	0,74	0,61	0,75	1,31	1,68
З. Обращаемост на активите (Asset turnover) (1/5)	0,39	0,38	0,39	0,40	0,12
И. Обращаемост на вземанията (Receivables turnover) (1/8)	4,18	4,32	4,46	2,54	1,28
Коефициенти за една акция					
Й. Собствен капитал за една акция (BVPS) (9/12)	313,84	324,03	344,53	372,73	385,16
К. Нетна печалба за една акция (EPS) (4/12)	3,04	11,17	20,98	28,43	12,30
Л. Продажби за една акция (SPS) (1/12)	182,82	186,81	195,48	213,04	65,18
Коефициенти за дивидент					
М. Коефициент на покритие на дивидент (DCR) (К/П)	-	-	-	-	-
Н. Коефициент на изплащане на дивидент (DPR) (П/К)	-	-	-	-	-
О. Коефициент на реинвестирана печалба (Retention Ratio) (100% - Н)	1	1	1	1	1
П. Дивидент за една акция (DPS)	-	-	-	-	-

Коефициенти за развитие					
Р. Темп на нарастване на активите	-0,34%	4,49%	0,77%	8,26%	
С. Темп на нарастване на продажбите	-18,68%	2,18%	4,64%	8,98%	
Т. Темп на нарастване на нетната печалба за една акция	-79,78%	267,55%	87,82%	35,51%	
Коефициенти за ливъридж					
У. Съотношение Общо активи/Собствен капитал (5/9)	1,50	1,52	1,44	1,44	1,38
Ф. Съотношение Дългосрочен дълг/Собствен капитал (10/9)	0,22	0,20	0,17	0,23	0,23
Х. Съотношение Заеман/Собствен капитал ((10+11)/9)	0,50	0,52	0,44	0,44	0,38
Пазарни коефициенти					
Ц. Пазарна цена/Нетна печалба (P/E)	65,79	19,69	11,06	10,27	
Ч. Пазарна цена/Счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B)	0,64	0,68	0,67	0,78	
Ш. Пазарна цена/Продажби (P/S)	1,09	1,18	1,19	1,37	

* Данните, използвани за изчислението на коефициентите в таблицата, са от годишните одитирани финансови отчети на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД за 2018г., 2019г., 2020г. и 2021г., както и тримесечния одитиран финансов отчет за първото тримесечие на 2022г.

** За целите на изчисленията на пазарните коефициенти в таблицата са използвани цени на затваряне за акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД от последната борсова сесия на БФБ, съответно за 2018г., 2019г., 2020г. и 2021г.

Няма други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които Предложителят счита за съществени или са поискани от Комисията за финансов надзор в хода на съответното административно производство.

Силни и слаби страни

Общата конкурентоспособност на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД се обуславя от господстващото положение на Дружеството на пазара за разпределение и пренос на електрическа енергия. Дружеството притежава лицензия за разпределение на електроенергия на територията на Западна България до 2039г.

В обхвата на лицензията се включват експлоатация на съществуващата електроразпределителна мрежа (електропроводни линии и електрически уредби), изграждане на нови уредби за разпределение и измерване на електрическа енергия и поддръжка на обекти и съоръжения.

Друго съществено предимство на Дружеството е реализираната през 2015г. промяна на модела на предоставяне на услуги в областта на информационните и комуникационните технологии (ИКТ) в компаниите от Групата на Електрохолд в България чрез учредяване на дъщерното дружество „ЧЕЗ ИКТ България“ ЕАД (с настоящо наименование „Електрохолд ИКТ“ ЕАД). Промяната цели повишаване на икономическата ефективност при потребяването на ИКТ услуги. В качеството си на системен интегратор “Електрохолд ИКТ” ЕАД (с предходно наименование „ЧЕЗ ИКТ България“ ЕАД) обединява всички информационни процеси в Групата на Електрохолд – осигурява необходимото хардуерно и софтуерно оборудване, технически решения, системен и специализиран софтуер и бази данни, административно обслужване; осигурява професионална експертиза по отношение техническото развитие на оборудването и продуктите след оценка на технологичните нововъведения и тяхната приложимост и организацията на управлението на промените; участва активно в имплементирането на ключови за бизнеса на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД проекти (като GDPR, оптимизация на вътрешната организация, информационна сигурност, клиентска система и интерфейс).

Като силни страни на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД могат да бъдат

посочени:

- ✓ Устойчивост на Дружеството по отношение на макроикономически шокове, обусловена от положението на Дружеството на пазара за разпределение на електрическа енергия и ключовото значение на основната му дейност за общото функциониране на икономиката на страната;
- ✓ Дружеството е част от голям енергиен конгломерат, чийто мажоритарен собственик е „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В.;
- ✓ Опитен управленски екип;

Като слаби страни на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД могат да бъдат посочени:

- ✓ Сериозна зависимост на приходите на Дружеството от решения на регулатора (КЕВР);
- ✓ Дружеството извършва основната си дейност в силно регулиран сектор на икономиката, който е в процес на трансформация и поетапна либерализация, което поставя Дружеството в сериозна политическа, административна и регулаторна зависимост;

V.1.3. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на Дружеството

Предвид изключителното стратегическо значение на енергийния сектор за нормалното функциониране на всяка една икономика, в т.ч. европейската и, в частност, българската, както и широкоспектърното му влияние върху редица екологични, технологични, правни, политически и други аспекти на обществения и стопанския живот, и произтичащата от това необходимост от административна регулация, съществени фактори на влияние върху дейността на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД в краткосрочен и средносрочен план могат да бъдат сведени до държавната стратегия и политики, свързани с конкретните действия по регулиране и поетапно либерализиране на вътрешния пазар на електроенергия и насърчаване на конкуренцията.

Процесите на либерализация на пазара на електроенергия протичат на европейско ниво, като крайната цел е създаване на Европейски енергиен съюз, постепенно отваряне на монополизираните вътрешни пазари в посока насърчаване на свободната конкуренция и намаляване на цените на дребно. Очаква се, че в България т.нар. регулиран пазар на електроенергия ще бъде поетапно премахнат до 2025г., като междуременно усилията за конкретни реформи ще вървят паралелно с необходимостта да бъде отчетено влиянието им върху социалния фактор.

Общ макроикономически риск

Характерът на дейността на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД и монополното положение на Дружеството на пазара за пренос и разпределение на електрическа енергия в Западна България не предполагат съществено влияние на потенциални промени в макросредата върху оперативната дейност и финансовото състояние на Дружеството. В подкрепа на това твърдение може да се посочи, че през 2020г., когато в отговор на разпространението на COVID-19 в световен план бяха въведени мащабни ограничителни социални и икономически мерки, дейността на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД както в оперативен, така и в инвестиционен план, не беше съществено повлияна от влошената икономическа конюнктура.

Регулаторен риск

Регулаторният риск е свързан с влиянието, което оказва съществуващата нормативна рамка или нейната промяна върху дейността на Дружеството, както и с потенциални глоби и санкции вследствие на нарушения на тази рамка.

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД извършва основната си дейност в силно регулиран

стопански отрасъл, като финансовите резултати са пряко зависими от редица нормативни актове и решения на регулаторния държавен орган (КЕВР). Дружеството е изложено на риск при определянето на цените на електроенергията от страна на регулатора да не бъдат взети предвид всички разходи, съпътстващи обичайната дейност. Сред механизмите за активно и ефективно управление на този специфичен риск, които Дружеството използва или може да използва, са: периодичен анализ и участие в дискусии за определяне на стратегическите приоритети на регулаторната и законодателната рамка; поддържане на активна комуникация с регулатора по отношение на предстоящи и бъдещи промени в регулаторната рамка; заемане на проактивна позиция по отношение на бъдещи промени в регулаторната рамка, в т.ч. предлагане на вариант(и) за промени; активна защита на фирмената политика; своевременно анализира и имплементира в дейността на Дружеството одобрените промени в регулаторната среда.

Динамиката на регулаторните промени, свързани със стратегията на Европейския съюз за либерализация и развитие на енергийните пазари, е в пряка зависимост и от политическата конюнктура. Честите промени в политическата среда са предпоставка за по-нестабилна и трудно предвидима регулаторна среда.

Финансов риск

В хода на обичайната си дейност “Електроразпределителни мрежи Запад” АД е изложено на различни финансови рискове, най-съществени сред които са: пазарен риск, включващ валутен и ценови риск; кредитен риск; ликвиден риск; риск от промяна на лихвените проценти. Дружеството на текуща база идентифицира, измерва и наблюдава финансовите рискове с помощта на различни контролни механизми, за да може да определи адекватни цени на своите продукти и услуги, както и да оцени адекватно правените от него инвестиции и формите за поддържане на свободните ликвидни средства, без да допуска неоправдана концентрация на определен риск.

Дружеството притежава финансови активи най-вече под формата на търговски вземания, вземания от свързани лица, и парични средства и краткосрочни депозити, които възникват пряко от дейността му. Финансовите му активи включват предимно търговски задължения, задължения към свързани лица, лихвоносни заеми с плаваща лихва и деривати, чиято цел е да хеджира риска от промяна на лихвените проценти. Основната цел на тези финансови инструменти е осигуряване на финансиране за дейността на Дружеството.

Рисковете, свързани с промяната на валутните курсове, са минимални, тъй като Дружеството не поддържа парични средства във валути различни от български лева, с изключение на евро, чийто курс е фиксиран към лева. По отношение на Дружеството този риск се свежда до риска от преждевременен отказ от условията на Валутен борд и фиксиран курс на националната валута. Понастоящем е налице своего рода политически консенсус, че Валутният борд в страната ще бъде запазен до приемането на България в Еврозоната.

Рисковете, свързани с паричните потоци и ликвидността на Дружеството, се минимизират посредством поддържане на кредитни линии за инвестиционни разходи.

Оперативни рискове

Дружеството е изложено на редица рискове, свързани с неговите бизнес дейности и процеси, в т.ч. рискове от неизпълнение от трети лица, на които Дружеството разчита за извършване на дейността си; рискове от преки и косвени загуби; рискове, свързани с персонала и организацията на вътрешните процеси; и др.

Специфичен оперативен риск за Дружеството възниква след влизането в сила на Регламент 2016/679 от 25.05.2018г., свързан със защитата на личните данни. Като администратор на лични данни Дружеството е задължено да поддържа информационни системи, които покриват всички стандарти за сигурност на информацията, и да прилага надеждни технически и организационни процедури, правила и мерки за осигуряване на сигурността на обработваното на, включително предотвратяване на нерегламентиран достъп до, лични данни на клиенти и контрагенти.

V.2. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ

Съгласно чл. 5, ал. 3 от на Наредба № 41, справедливата цена на акции, които не се търгуват активно през последните шест месеца преди датата на обосновката, се определя като средна претеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно методи от поне две от следните групи: (1) метод на дисконтираните парични потоци; (2) метод на нетната стойност на активите; и (3) методи, използващи пазарните множители на сходни дружества.

При избора на методи за оценка на акциите на Дружеството са приложени следните критерии:

- ✓ Методите следва да дават достоверна представа за Дружеството като цяло и за възможностите му да генерира приходи;
- ✓ Методите следва да отчитат текущото състояние на активите и капиталовата структура на Дружеството;
- ✓ Методите следва да отчитат потенциалните бъдещи доходи за акционерите.

В съответствие с тези критерии са приложени следните методи за оценка на акциите на Дружеството:

- ✓ Метод на дисконтираните парични потоци, и по-конкретно модел на дисконтираните бъдещи нетни парични потоци на дружеството (FCFF), при който са използвани прогнозните нетни парични потоци за периода 2022г. – 2026г., дисконтирани впоследствие, за да се изчисли настоящата стойност на акциите. Прогнозните парични потоци са представени в един (реалистичен) сценарий;
- ✓ Метод на нетната стойност на активите, където изчисленията са направени на базата на данни от последния публикуван консолидиран финансов отчет на Дружеството;

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД няма подходящи дружества – аналози със сходни мащаби и финансови показатели, поради което метода на пазарните множители е неприложим в конкретния случай.

При изчисленията (където е необходимо) получените стойности са закръглени до втория знак след десетичната запетая при използване на стандартна процедура за закръгляне (ако третата цифра след десетичната запетая е от 1 до 4, закръглянето е надолу, съответно ако е от 5 до 9 – нагоре).

Следва да се отбележи, че през последните 12 месеца преди датата на обосновката не е била изготвена оценка на Дружеството от независим оценител.

V.3. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО МЕТОДА НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на времевата стойност на парите. Оценъчният метод на базата на времевата стойност на парите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци.

Оценката на Дружеството по този метод се основава на допускането, че настоящата стойност на бъдещите парични потоци, получена посредством дисконтирането им с норма на дисконтиране, отразяваща потенциалния риск и, респективно, очакваната възвръщаемост на инвестицията, е най-надеждният измерител за ефективността и възможността на оценяваното Дружество да генерира доходи.

Възможностите на Дружеството да генерира бъдещи печалби е свързано с очакваните изменения на основните фактори на макроикономическата среда, регулаторната рамка, финансовата позиция на Дружеството и влиянието на широк кръг от променливи с пряко

отражение върху финансовото състояние на Дружеството, в т.ч. преки и променливи разходи; регулаторни промени, влияещи на начина на определяне на цените на предоставяните услуги; инвестиции, необходими за поддържането и обновяването на материално-техническата база; опит и квалификация на персонала; и други.

Методът на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството се използва за определяне на стойността на една обикновена акция на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, като получената стойност на капитала се раздели на броя обикновени акции в обращение. Дружеството не е емитирало привилегирани акции.

Имайки предвид, че дружеството не е изплащало дивиденди през последните 3 финансови години, модела на дисконтираните дивиденди е неприложим в конкретния случай. Модела на дисконтираните парични потоци на собствения капитал по принцип е подходящ, когато капиталовата структура на дружеството не се променя. При “Електроразпределителни мрежи Запад” АД се наблюдава динамична капиталова структура, поради което метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството е най-адекватен в конкретния случай.

Методът се основава до голяма степен на прогнозиране на консолидирания отчет за приходите, баланса и впоследствие на свободния паричен поток към “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. “Електрохолд ИКТ” ЕАД (с предходно наименование „ЧЕЗ ИКТ България“ ЕАД), която е част от Дружеството, предоставя ИТ услуги само в рамките на Групата, което означава, че ефектът EBITDA е неутрален.

Нетните парични потоци се изчисляват по формулата:

$$FCFF_i = (EBIT_i \times (1 - TR)) + D_i - CE_i - NWC_i$$

където:

$FCFF_i$ – нетен паричен поток на дружеството за година i ;

$(EBIT_i \times (1 - TR))$ – оперативна печалба след данъци за година i ;

D_i – амортизационни разходи за година i ;

CE_i – капиталови разходи (инвестиции в ДМА) за година i ;

NWC_i – изменение (увеличение/намаление) в нетния оборотен капитал за година i ;

За целите на изчисляването на настоящата стойност на Дружеството, прогнозните стойности на нетните парични потоци за съответния период се привеждат към настоящия период с помощта на норма на дисконтиране чрез следната формула:

$$PV_{FCFF_i} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)} + \frac{TV_n}{(1+WACC_n)^n}$$

където:

PV_{FCFF_i} – настояща стойност на Дружеството;

$FCFF_i$ – нетен паричен поток на дружеството за година i ;

TV_n – терминална стойност;

$WACC_i$ – среднопотеглена цена на капитала за година i ;

$WACC_n$ – среднопотеглена цена на капитала за година n ;

i – индекс, който показва годината на получаване на паричен поток на дружеството;

Прогнозните данни за нетните парични потоци обхващат период от 5 години, като това е стандартна практика при изготвянето на прогнози за подобен вид анализи.

Регулаторна среда

Законът за Енергетиката е основният нормативен акт, регулиращ енергийния сектор в България. КЕВР, националната регулаторна агенция, издава административни актове в съответствие с тази законова рамка. Основните разпоредби на КЕВР, които засягат дейността на компаниите за разпределение и доставка на електроенергия, са:

- ✓ Наредба № 1 за регулиране на цените на електрическата енергия (НРЦЕЕ);
- ✓ Решения за определяне на регулирани цени за електроразпределителните дружества.

В България има три основни регионални предприятия за дистрибуция и доставка. Електроразпределителните дружества се регулират по метода на „горна граница на приходите“, като регулаторният период варира между две и пет години. Тези три доставчика предоставят регулирани услуги за доставка в зоната, за която имат лиценз за дистрибуция и притежават лицензи, за да се конкурират на пазара на дребно.

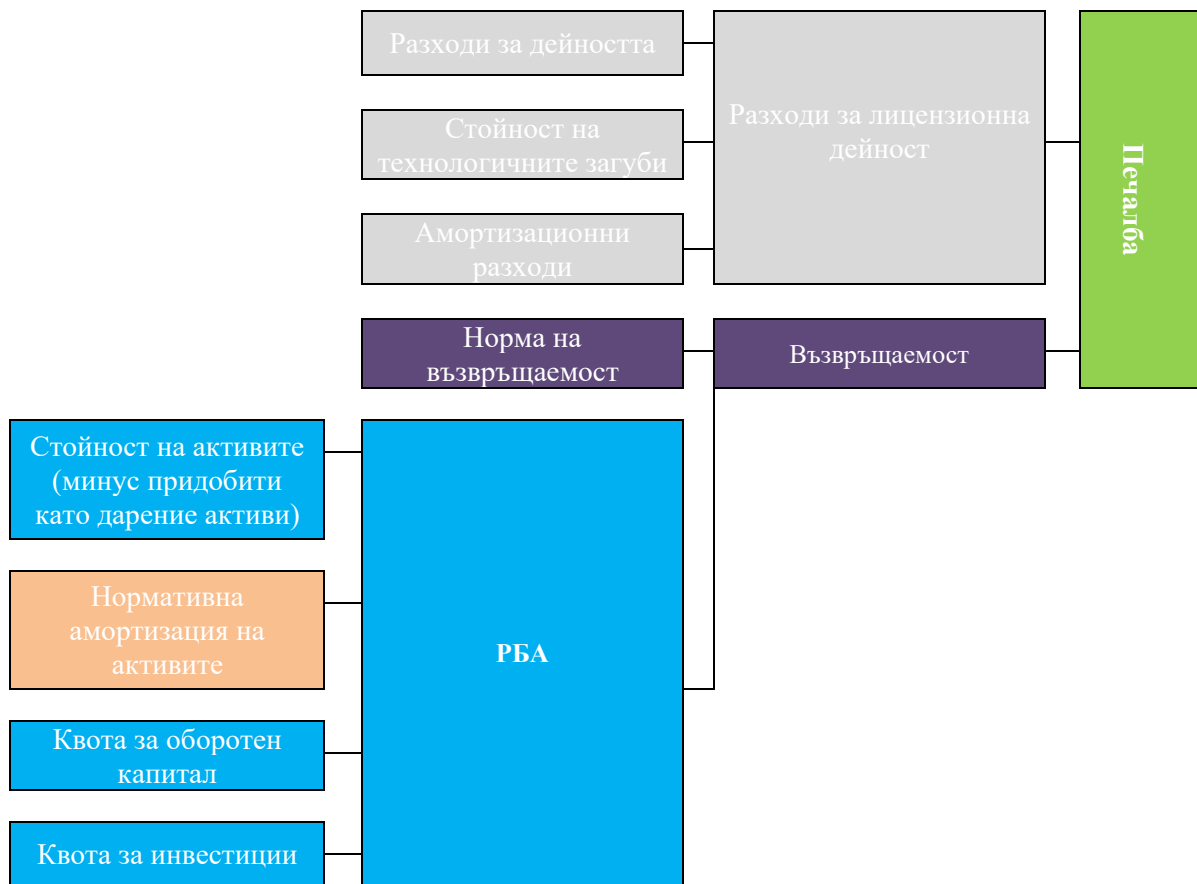
Българският регулаторен режим може да се характеризира като режим, базиран на стимули, при който компаниите поемат риск по отношение на разходите, които могат да се различават значително от прогнозираните нива поради отклонения в технологичните загуби, оперативните разходи и разходите за финансиране.

НРЦЕЕ установява, че регулаторните периоди могат да бъдат между две и пет години и на практика КЕВР е определила периоди между две и пет години. Настоящият регулаторен период представлява шестия регулаторен период (РП6) и се очаква да продължи три години от 1 юли 2021г. до 31 юни 2024г.

Макроикономически предвиждания

Определени елементи в модела са прогнозирани въз основа на макроикономически предвиждания. Прогнозите за инфлация и растеж на БВП се взети от Bloomberg CPI Contributor Composite и доклада на Международния Валутен Фонд. Темповете на нарастване на потреблението на електроенергия се основават на Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК). Темпът на растеж на цените на електроенергията се основава на данни от EEX.com.

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Макропоказател									
Инфлация	2,8%	3,1%	2,5%	3,3%	5,1%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Ръст на реалния БВП	3,1%	3,7%	-4,1%	4,2%	4,4%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ръст на населението	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Ръст на потреблението на електроенергия	1,2%	1,9%	3,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%
Ръст на цените на електроенергията	2,4%	13,9%	-14,2%	163,7%	52,4%	13,4%	-35,7%	-18,9%	-2,7%



Източник: NERA illustration

Прогнозите за приходите следват методологията на регулаторната база на активите, която се използва от КЕВР.

Първият градивен елемент на разрешените приходи е регулаторната база на активите, която се състои от 3 части – нетни „Имоти, машини и съоръжения“, „Капиталови разходи“ и „Оборотен капитал“.

Регулаторна база на активите

Регулаторната база на активите (РБА) представлява сумата от исторически направените инвестиции в разпределителната мрежа, като се изважда начислената амортизация, и се добавя надбавка за оборотен капитал. КЕВР определя РБА като:

$$\text{РБА} = \text{А} - \text{Ф} - \text{АМ} + \text{ОК} + \text{И}$$

където:

РБА е регулаторната база на активите (в хил. лева);

А е признатата стойност на активите, които се използват и имат полезен живот, определена на базата на цената на придобиването им (в хил. лева);

Ф е стойността на активите, които са придобити чрез финансиране или по безвъзмезден начин, в т.ч. по грантови схеми, дарения, помощи, от клиенти и др. (в хил. лева);

АМ е амортизацията, определена за регулаторни цели, за периода на използване на възмездно придобитите активи за извършване на лицензионната дейност и изчислена чрез прилагане на линеен метод (в хил. лева);

ОК е необходимият оборотен капитал (в хил. лева);

И е размерът на инвестициите, одобрени от КЕВР (в хил. лева).

КЕВР оценява стойността на активите, като използва признатата стойност на активите, пряко свързани с лицензионната дейност (в случая – разпределение на електроенергия), които се използват и имат полезен живот. Тази стойност се основава на себестойността при придобиване, оценена към края на базовата година.

(мл. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
РБА	588.29	588.29	588.29	665.89	665.89	665.89	674.21	674.21	674.21
<i>Ръст</i>	8%	-	-	13%	-	-	1%	-	-
Нетна балансова стойност – регулирана, ср	441.88	441.88	441.88	514.16	514.16	514.16	513.17	513.17	513.17
Регулирани капиталови разходи, ср	119.43	119.43	119.43	105.46	105.46	105.46	123.95	123.95	123.95
Оборотни средства	26.98	26.98	26.98	46.27	46.27	46.27	37.09	37.09	37.09

Данните за РБА за 6-ия регулаторен период (ФГ2021 – ФГ2023) се взимат директно от условията, публикувани от КЕВР в началото на юли (https://www.dker.bg/uploads/reshenia/2022/res_c_19_22.pdf), чиято разбивка е показана в таблицата по-долу. Стойностите на капиталовите разходи се основават на прогнози на ръководството на ЧЕЗ. В исторически план регулаторът е признавал капиталовите разходи на 100%. Регулираната средна стойност на капиталовите разходи се изчисляват въз основа на методологията на КЕВР по следната формула (за изчисляване на среден номинален размер на инвестициите):

$$И = \frac{(2,5 * И_1 + 1,5 * И_2 + 0,5 * И_3)}{3}$$

където:

И е средния номинален размер на инвестициите за регулаторния период;

И_{1,2,3} са прогнозни нетни инвестиции през съответната ценова година.

Капиталови разходи		2021	2022	2023	2024	2025	2026
		TBGN/хил.лв.	TBGN/хил.лв.	TBGN/хил.лв.	TBGN/хил.лв.	TBGN/хил.лв.	TBGN/хил.лв.
1	Строеж - средноволтови	21,977	21,016	18,353	20,066	20,655	21,415
	Намаляване на загуби - смяна на трансформатори	1,981	2,396	2,093	2,288	2,355	2,362
	Изграждане на високоволтови инсталации	8,240	6,657	5,813	6,356	6,542	6,553
	Изграждане на средноволтови инсталации	11,755	11,963	10,447	11,423	11,758	12,500
2	Строеж – нисковолтови	4,144	6,022	5,259	5,750	5,919	6,200
	Изграждане на нисковолтови инсталации	4,144	6,022	5,259	5,750	5,919	6,200
3	Изграждане на комуникационна инфраструктура	9	6	6	6	6	6
	Комуникационни средства	9	6	6	6	6	6
4	Електромери	17,230	13,904	15,799	16,370	15,051	15,944
	Подмяна на електромери	6,540	4,798	4,189	4,446	4,577	5,422
	Системи за дистанционно отчитане на електромери	10,690	9,106	11,610	11,924	10,474	10,522
5	Транспорт	2,885	2,117	1,848	1,962	2,019	2,219
	Транспортни средства	2,885	2,117	1,848	1,962	2,019	2,219
6	Други капиталови разходи	53,954	40,384	42,165	43,530	44,033	45,480

Изнасяне на електромерни табла на граница на собственост	8,795	6,197	5,412	5,917	6,091	6,183
Реконструкция на електромерни табла	962	706	616	654	673	680
Нови присъединявания	15,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,500
Изкупуване на обекти съгласно чл. 21 ал. 7	15,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,500
Изкупуване на обекти съгласно чл. 60 ал. 7	14	10	9	10	10	12
Изкупуване на енергийни обекти и съоръжения съгласно §4 от Закона за Енергетиката	-	-	-	-	-	-
Екология	185	129	113	123	127	131
Системи за дистанционно отчитане	- 0	- 0	-	-	-	-
Системи за телекомуникационно обслужване	1,313	969	723	925	952	1,040
Системи за информационно обслужване	10,078	3,206	6,155	6,675	6,918	7,001
Офис оборудване	96	71	62	65	67	70
Компютърно оборудване	-	-	-	-	-	-
Други дълготрайни материални активи	1,251	460	520	569	586	650
Страни и инженерни съоръжения	1,178	579	505	536	552	630
Дълготрайни нематериални активи	83	58	51	56	57	83
ОБЩО КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ	100,199	83,450	83,429	87,684	87,684	91,264

Данните за допустимия оборотен капитал в бизнес плана са функция от разрешените оперативни разходи на компанията. КЕВР изчислява квотата за оборотен капитал на база $\frac{1}{8}$ от годишните оперативни разходи съгласно член 14 от НРЦЕЕ. За РП 6 КЕВР изчислява нетния оборотен капитал по този начин. Оперативните разходи включват допустими технологични загуби и допустимите оперативни разходи и ще бъдат разгледани по-подробно по-нататък в текста.

Необходимата печалба преди данъци се изчисляват чрез умножаване на РБА по разрешената норма на възвръщаемост.

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Необходими печалба	39.24	39.24	39.24	38.22	38.22	38.22	38.70	38.70	38.70
<i>Ръст</i>	<i>1,9%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1,3%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
РБА	588.29	588.29	588.29	665.89	665.89	665.89	674.21	674.21	674.21
Норма на възвръщаемост	6,7%	6,7%	6,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%

Законът за енергетиката уточнява, че цените, определени от КЕВР, трябва да включват обоснована норма на възвръщаемост. НРЦЕЕ изисква КЕВР да определя допустимата норма на възвръщаемост въз основа на сравнения с други компании, изправени пред подобен риск; текущи финансови и икономически условия; специфичните рискове и капиталовата структура на компанията; и въз основа на статистически анализ на пазарната възвръщаемост и/или официална прогнозна информация.

Въз основа на решение на КЕВР, допустимата норма на възвръщаемост за РП 6 е 5,74%. Чрез екстраполация в модела се приема, че нормата за РП 7 ще остане същата, тъй като се забелязва тенденцията, че регулаторът е склонен да избягва извършването на големи промени, за да гарантира определена предсказуемост.

Допустими оперативни разходи

Следващият градивен елемент в методологията на РБА са допустимите оперативни разходи, които, както бе споменато по-рано, включват допустимите технологични загуби и допустимите разходи за продажба, административни и общи.

Технологични загуби

Част от електроенергията в разпределителната мрежа неизбежно се губи, преди да достигне до крайните потребители, поради разсейване на мощността. Това са т.нар. технологични загуби.

ЗЕ описва технологичните загуби като загуби на електроенергия (и топлинна енергия и природен газ), които са присъщи на технологичните процеси на тяхното производство, пренос, разпределение и съхранение. Изводът е, че тези загуби са свързани по-скоро с нетърговски загуби, отколкото с търговски.

КЕВР изчислява квотата, както следва:

1. Определя очаквано ниво на технологични загуби на енергия, пренесена през разпределителната мрежа за “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.
2. Изчислява очакваните разходи за технологични загуби, като умножава одобреното количество загуби по средните одобрени от КЕВР пазарни цени на електроенергията. Цената включва прогнозната пазарна цена, плюс разходите за балансиране, както и мрежовите такси, и такса задължение към обществото. КЕВР изчислява одобреното количество технологични загуби, като умножава одобреното количество пренесена електроенергия (подадено от разпределителни дружества) по съотношението

$$\frac{\text{Технологични загуби (\%)}}{1 - \text{Технологични загуби (\%)}}$$

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Технологични загуби и дисбаланси, Одобрени (млн. лв.)	103.68	103.68	103.68	112.40	292.35	335.00	186.76	152.95	150.61
Цена за закупуване на електричество	0,1250	0,1265	0,1269	0,1490	0,3627	0,4109	0,2640	0,2137	0,2084
Технологични загуби и дисбаланси (млн. лева)	829.62	819.62	817.05	754.54	805.92	815.34	707.36	715.65	722.67
Разпределено електричество	9 541	9 426	9 396	9 824	9 940	10 056	10 175	10 294	10 395
Одобрени загуби	8,0%	8,0%	8,0%	7,5%	7,5%	7,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Чрез корекцията на Z-фактора квотата се изчислява за: i) постигане на пазарни цени на електроенергията, при които отклонението е по-голямо от 5%; и, ii) отклонението в обема на пренесената електроенергия, като компанията поема риск от реализирани загуби като процент от разпределената електроенергия. Например, ако пазарната цена за технологични загуби е по-висока от приетата от КЕВР при определяне на квоти, корекцията Z-фактор ще бъде положителна и така се прави положителна корекция на квотата за приходи на разпределителните компании.

В исторически план регулаторният орган разглежда тенденцията, както и използва последната година преди решението като референция при определяне на допустимите технологични загуби за следващия регулаторен период. Въз основа на проектните параметри, публикувани от регулатора, допустимите технологични загуби в модела за РП 6 са определени на 7,5% (https://www.dker.bg/uploads/reshenia/2022/res_c_19_22.pdf). Ръководството на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД очаква, че действителните загуби ще продължат да намаляват и следователно допустимите загуби за РП 7 са определени на 6.5%.

Както вече бе споменато, изкупната цена на електроенергията и разпределените обеми се коригират чрез Z-фактора и електроразпределителният бизнес не е изложен на тези рискове. По този начин регулаторът иска да се увери, че електроразпределителните предприятия се фокусират върху оптимизирането на мрежата и са защитени от риск, обусловен от цените и търсенето.

Оперативни разходи

Квотата за приходите за дистрибуторски дружества включва икономически обосновани разходи, които са пряко свързани с извършването на лицензионната дейност. КЕВР извършва

преглед на разходите за базовата година на компанията (дефинирани като 12-месечен период или една календарна година преди подаването на предложените цени за следващия период) при определяне на квотата. НРЦЕЕ не предписва специфичен подход за определяне на оперативните разходи. При определяне на квотата КЕВР взема предвид няколко компонента на оперативните разходи:

- ✓ Общи и административни разходи
- ✓ Разходи за материали
- ✓ Разходи за външни услуги
- ✓ Разходи за заплати и персонал.

Разрешените оперативни разходи за РП 6 в модела идват директно от проекторешенията на КЕВР и са определени на 130 милиона лева (https://www.dker.bg/uploads/reshenia/2022/res_c_19_22.pdf). В исторически план, регулаторът винаги е одобрявал по-малко от 100% от оперативните разходи, представени в заявлението от ръководството на Дружеството. Както е видно от таблицата по – долу в текста за РП 6, са признати 96% от разходите свързани с регулаторната дейност (136 милиона) в референтната 2020 година. За регулаторен период 7 са взети предвид прогнозните оперативни разходи за 2023г., тъй като това ще бъде референтната година преди вземането на решението и 95% от тази сума се признава, като се има предвид, че в повечето случаи, както беше споменато и по-рано, се признават по-малко от 100%. За РП 5 признатите оперативни разходи са били 93% от реализираните разходи в референтната година. Тук е нужно да се отбележи, че тъй като реализираните оперативни разходи в бъдещи периоди в модела са функция от прогнозираното ниво на инфлация, то и признатите оперативни разходи са функция от този показател.

(мл. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Признати оперативни разходи, одобрени	112.14	112.14	112.14	130.23	130.23	130.23	143.26	143.26	143.26
Прогнозни оперативни разходи (изкл. други разходи) - в референтен период			135.90			150.80			
Дял на одобрените разходи				96%	96%	96%	95%	95%	95%

Амортизационни разходи

КЕВР изчислява амортизация на база на счетоводната стойност на активите на линейна основа. Наредбата гласи, че амортизационният живот на активите трябва да се основава на техния „технически и икономически полезен живот“.

За текущия регулаторен период (РП 6) КЕВР изчислява средните разходи за амортизация, както следва:

$$AM = \frac{(AM_1 + AM_2 + AM_3)}{3} - AM_{\phi} + \frac{(2,5 * AM_{и1} + 1,5 * AM_{и2} + 0,5 * AM_{и3})}{3}$$

където:

AM са средните разходи за амортизация през РП 6;

AM_{1,2,3} са разходите за амортизация на съществуващите активи през съответната година на регулаторния период;

AM_φ е средната стойност на годишните отчисления на съществуващите активи, придобити по безвъзмезден начин;

АМ_{и,и2,из} са разходите за амортизация на инвестициите през съответната година на регулаторния период.

Формулата означава, че компанията си възстановява средната стойност на амортизацията за тези активи през всяка година на ценовия контрол. За новите инвестиции половината от очакваната годишна стойност на амортизацията се възстановява през годината, в която е направена инвестицията, което изрично предполага, че новите активи са въведени в експлоатация в средата на всяка година.

Признатата стойност на амортизацията за регулаторен период 6 е взета директно от решението на КЕВР (https://www.dker.bg/uploads/reshenia/2022/res_c_19_22.pdf), докато амортизацията за РП 7 се основава на методологията на КЕВР.

	(млн. лв.)								
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Разходи за амортизация одобрени от КЕВР	61.73	61.73	61.73	72.12	72.12	72.12	80.31	80.31	80.31
Разходи за амортизация на съществуващи активи							73.78	73.78	73.78
Разходи за амортизация на новопридобити активи							2	6	10

След като се прогнозира всички градивни елементи на приходите, необходимите приходи се разделят на прогнозираното средно разпределено електричество, за да се формират годишните тарифи. След това за всеки период тарифата се умножава по прогнозираното количество разпределена електроенергия, за да се получат приходите от разпределителния бизнес. „Приходите от дистрибуция“ на електроенергия са получени като се умножи тарифата по прогнозираното количество разпределена енергия. “Необходимите приходи” от своя страна се използват за изчисление на тарифите. Специфичното тук е, че тарифите се прилагат на база ценова година (от 1 юли до 31 юни). “Необходимите приходи” се изчисляват на база финансова/календарна година.

Големият ръст в тарифите през 2022 и 2023 е най-вече резултат от огрения скок на цената на електроенергия на свободния пазар, поради факта че компанията по закон е длъжна да закупува загубите по мрежата от свободния пазар и съответно това рефлектира върху крайните тарифи към потребителя. Този огромен скок на цените е най-вече резултат от геополитическия риск свързан с войната в Украйна. Съдейки по цените на фючърсите (<https://www.eex.com/en/market-data/power/futures#%7B%22snippetpicker%22%3A%22EEX%20German%20Power%20Future%22%7D>) за закупуван на електроенергия след 2023, пазарите очакват цените на електроенергия да се нормализират. Очакванията са, че военния конфликт ще приключи до тогава. Освен това виждаме скок в лихвите на капиталовите пазари, който най-вероятно ще продължи в резултат на високата инфлация. Тези фактори са допълнителна предпоставка цените на електроенергия да се нормализират, което ще доведе и до спад в тарифите на електроразпределителните дружества.

„Други приходи“ включват най-вече такси за достъп за присъединяване на клиенти.

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Изчислена тарифа	0,0343	0,0343	0,0343	0,0371	0,0535	0,0579	0,0427	0,0394	0,0392
Необходими приходи (млн. лв.)	318.60	318.60	318.60	345.21	522.913	565.57	439.03	405.23	402.89
Оперативни разходи (млн. лв.)	215.83	215.83	215.83	242.63	412.58	455.23	320.02	286.21	283.87
Разходи за амортизация (млн. лв.)	61.73	61.73	61.73	72.12	72.12	72.12	80.31	80.31	80.31
Необходима печалба (млн. лв.)	39.24	39.24	39.24	38.22	38.22	38.22	38.70	38.70	38.70

Z фактор (млн. лв.)	-1.63	-1.63	-1.63	-8.94	0	0	0	0	0
Корекция за инвестиции в ДМА (млн. лв.)	0	0	0	1.18	0	0	0	0	0
Разпределено електричество, средно. (kWh mm)	9 301	9 301	9 301	9 306	9 767	9 767	10 288	10 288	10 288
Разпределено електричество (kWh mm)	9 541	9 426	9 396	9 824	9 940	10 056	10 175	10 294	10 359
Дял на одобрените разходи	97%	99%	99%	98%	100%	100%	100%	100%	100%

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Приходи (млн. лв.)	358.49	365.90	380.81	417.48	486.37	600.58	556.21	465.36	452.54
<i>рѝст</i>	-16,9%	2,1%	4,1%	9,6%	16,5%	23,5%	-7,4%	-16,3%	-2,8%
Приходи от дистрибуция на електроенергия (млн. лв.)	315.02	331.73	345.57	371.76	447.47	559.53	514.51	422.99	408.30
<i>рѝст</i>	-19,2%	5,3%	4,2%	7,6%	20,4%	25,0%	-8,0%	-17,8%	-3,5%
Тарифа	0,0330	0,0352	0,0368	0,0378	0,0450	0,0556	0,0506	0,0411	0,0393
<i>рѝст</i>	-18,8%	6,6%	4,5%	2,9%	19,0%	23,6%	-9,1%	-18,7%	-4,4%
Разпределено електричество (kWh mm)	9 541	9 426	9 396	9 824	9 940	10 056	10 175	10 294	10 395
<i>рѝст</i>	-0,5%	-1,2%	-0,3%	4,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%
Други приходи (млн. лв.)	43.48	34.17	35.23	45.72	38.91	41.05	41.70	42.37	44.23
<i>рѝст</i>	4,8%	-21,4%	3,1%	29,8%	-14,9%	5,5%	1,6%	1,6%	4,4%

Себестойност на продажбите

В себестойността на продажбите се включват предимно реализираните технологични загуби и таксите за пренос и достъп. Трябва да се отбележи, че тук чрез модела започва да се проектира това, което ще бъде реализирано, вместо това, което ще бъде признато от регулатора. Предвиждат се технологични загуби от 7.4% за периода 2022-2023г тъй като се наблюдава голямо увеличение в броя на кражбите, поради високите цени на тока. Като се има предвид, че реализираните загуби намаляват значително, ще бъде все по-трудно да се извършат допълнителни оптимизации в цялата мрежа и всяка допълнителна инвестиционна единица ще доведе до по-малко намаляване на загубите. В модела е заложено, че реализираните загуби ще продължат да намаляват, но с по-бавен темп, достигайки 7,1% през 2026г.

Таксите за пренос и достъп се прогнозират на база брутен марж, тъй като резултатът от 2020г. и 2021г. са екстраполирани за целия период.

Тук трябва да се отбележи, че големият скок в себестойността на продажбите за 2023 е в резултат на очакванията цената на електроенергия на свободния пазар да достигне своя пик тогава (както вече бе споменато на няколко пъти компанията е длъжна да закупува загубите по мрежата на свободния пазар). Съответно след 2023 се очаква цените рязко да спаднат, а с тях и себестойността на продажбите.

Един от най-важните елементи, който трябва да се отбележи е държавната компенсация за 2021 и 2022. Настоящата регулаторна рамка в България позволява промяна на цените на електроенергията веднъж годишно (на първи юли) с цел да компенсира всички участници в процеса на производство, разпределение, достъп и консумация. ЕРМ Запад съгласно законите трябва да закупува реализираните технологичните загуби от свободния пазар

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД, както и другите Електроразпределителни предприятия (ЕПП) в България (EVN, Energo-Pro и ESO, което е държавна собственост), се

нуждаят от компенсация по-скоро от определената в закона веднъж годишно промяна на цените (на първи юли) поради резкия и неочакван скок на цените на свободния пазар на електроенергия (в сравнение с определената от регулатора цена от 131 лв./за МВч). Това се налага поради факта, че “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, както и другите ЕРП-та в страната имат ликвидни проблеми в следствие на резките ръстове на цената на електроенергията в световен мащаб, тъй като те са принудени да изкупуват технологичните си загуби на многократно по-високата цена от тази, която получават от крайните клиенти. Именно поради този факт са одобрени механизми за директна компенсация от Министерството на Енергетиката (МЕ). За 2021 компенсацията е за 69 милиона лева. За първото полугодие на 2022 е предвидена компенсация от 99 милиона лева. От 1 юли се очаква таксите към крайния потребител да бъдат коригирани в съответствие с цените на електроенергия на свободния пазар. От счетоводна гледна точка, компенсацията се отразява като намаление на себестойността на продажбите (COGS).

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Себестойност на продажбите (млн. лв.)	-130.75	-121.71	-99.34	-116.63	-193.76	-335.51	-215.41	-174.06	-170.13
<i>ръст</i>	-35,4%	-6,9%	-18,4%	24,1%	57,2%	73,2%	-35,8%	-19,2%	-2,3%
Монетарна стойност на технологичните загуби (млн. лв.)	-126.26	-116.85	-93.94	-180.07	-287.44	-330.23	-210.16	-168.85	-164.96
<i>ръст</i>	12,0%	-7,5%	-19,6%	98,7%	54,0%	14,9%	-36,4%	-19,7%	-2,3%
Изкупна цена за електроенергията	0,1328	0,1424	0,1236	0,2377	0,3627	0,4109	0,2640	0,2137	0,2084
<i>ръст</i>	30,4%	7,2%	-13,2%	92,4%	52,6%	13,3%	-35,7%	-19,1%	-2,5%
Технологични загуби (kWh mm)	951	821	760	785	792	804	796	790	792
Разпределено количество електроенергия (kWh mm)	9 541	9 426	9 396	9 824	9 940	10 056	10 175	10 294	10 395
Очаквани загуби, %	9,1%	8,0%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,1%	7,1%
Такси за пренос и достъп (млн. лв.)	-4.49	-4.86	-5.40	-5.37	-5.33	-5.29	-5.25	-5.21	-5.17
<i>ръст</i>	-95,0%	8,2%	11,2%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
<i>марже</i>	79,4%	69,2%	67,9%	76,4%	76,4%	77,5%	77,5%	78,1%	78,4%
Държавна компенсация				68.80	99.00				

Очаква се реализираните оперативни разходи в модела да нарастват с темпа на инфлацията в страната. В модела са предвидени и синергии от 10 милиона лева на година.

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Оперативни разходи (млн. лв.)	-142.10	-133.20	-146.60	-145.54	-142.27	-146.23	-150.29	-154.45	-158.73
<i>ръст</i>	6,9%	-6,3%	10,1%	-0,7%	-2,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Разходи за материали (млн. лв.)	-9.50	-10.70	-14.80	-12.70	-15.78	-16.19	-16.61	-17.05	-17.49
<i>ръст</i>	10,1%	12,6%	38,3%	-14,2%	24,3%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Разходи за персонала (млн. лв.)	-61.20	-64.70	-70.30	-73.56	-73.00	-74.90	-76.84	-78.84	-80.89
<i>ръст</i>	15,6%	5,7%	8,7%	4,6%	-0,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Разходи за наети услуги (млн. лв.)	-49.60	-49.20	-50.80	-51.81	-58.20	-59.71	-61.27	-62.86	-64.49
<i>ръст</i>	-10,7%	-0,8%	3,3%	2,0%	12,3%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Други периодични разходи (млн. лв.)	-10.20	-4.60	-5.70	-6.46	-5.29	-5.42	-5.56	-5.71	-5.86
<i>ръст</i>	148,1%	-54,9%	23,9%	13,4%	-18,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Други извънредни разходи (млн. лв.)	-11.60	-4.00	-5.00	-1.00	-	-	-	-	-
<i>ръст</i>	-0,3%	-65,5%	25,0%	-80,0%	-100,0%	-	-	-	-
Синергии					10	10	10	10	10

Разходи за лихвени задължения и данъци

Към края на 1-во тримесечие 2022г., дългът по балансовия отчет на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД възлиза на 158.66 милиона лева. 115.67 млн. лв. от тях са акционерен заем, а останалите 42.99 млн. лв. са привлечени с цел финансиране на капиталовите разходи. Прогнозираните финансови разходи и график за амортизацията на заема са представени в таблиците по-долу:

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Разходи за лихви (млн. лв.)	-2.60	-3.30	-2.50	-3.81	-4.17	-4.96	-4.65	-3.52	-3.77

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Общо лихвоносни задължения									
Размер на дълга (в края на периода)	141	159	146	161	177	171	151	125	96
График за погасяване на главница		-	-	15.81	15.81	-5.70	-20.37	-26.24	-29.17

В прогнозата допускаме, че корпоративния данък ще остане 10%, за периода до 2026 г.

Оборотен капитал

Прогнозите за оборотния капитал в модела са функция от прогнозираните приходи, обрачаемостта на материалните запаси, вземанията и задълженията, както и от себестойността на продажбите. Както може да се види от таблицата по-долу, търговските задължения нарастват значително през 2022 в резултат на високите цени на тока. В следващите години този показател се нормализира в тандем с очакванията за спад в цените. През 2021 голямата стойност на вземанията е в резултат на компенсацията от държавата, която покрива загубите за 2021, но всъщност бе изплатена през Февруари 2022.

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Оборотни средства (млн. лева)									
Приходи	358.49	365.90	380.81	417.48	486.37	600.58	556.21	465.36	452.54
Себестойност на продажбите	-130.75	-121.71	-99.34	-123.23	-193.76	-335.51	-215.41	-174.06	-170.13
Обрачаемост (в дни)									
Материални запаси	85.72	68.91	73.68	61.38	110.08	110.67	150.74	131.41	118.70
Вземания	75.20	65.06	63.45	92.91	83.93	49.75	49.29	49.35	49.18
Задължения	298.43	284.96	310.35	252	384.26	368.21	501.54	437.22	394.93
Оборотен капитал	-8.76	-4.88	8.43	75.38	-142.79	-166.97	-96.87	-68.96	-66.60
<i>% от приходите</i>	<i>-2.4%</i>	<i>-1.3%</i>	<i>2.2%</i>	<i>18.1%</i>	<i>-29.4%</i>	<i>-27.8%</i>	<i>-17.4%</i>	<i>-14.8%</i>	<i>-14.7%</i>
Материални запаси	25.47	20.48	19.62	21.83	95.05	108.41	69.51	55.82	54.84
Вземания	65.30	65.14	67.25	145.29	78.40	85.32	64.90	60.94	61.02
Задължения	99.54	90.50	78.43	91.74	316.24	360.70	231.28	185.72	182.45

По-долу са представени отчетите за приходите и разходите и за баланса за прогнозирания период.

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Отчет за приходите и разходите (млн. лева)									
Приходи	358.31	366.18	381.04	416.88	486.37	600.58	556.21	465.36	452.54
<i>рост</i>		2,20%	4,06%	9,41%	16,67%	23,48%	-7,39%	-16,33%	-2,76%
Себестойност на продажбите	-130.75	-121.71	-99.34	-116.63	-193.76	-335.51	-215.41	-174.06	-170.13
<i>рост</i>		-6,91%	-18,38%	17,40%	66,13%	73,16%	-35,80%	-19,20%	-2,26%
Брутна печалба	227.57	244.47	281.69	300.25	292.61	265.07	340.81	291.30	282.40
<i>рост</i>		7,43%	15,23%	6,59%	-2,54%	-9,41%	28,57%	-14,53%	-3,05%
<i>марж</i>	64,00%	66,76%	73,93%	72,02%	60,16%	44,14%	61,27%	62,60%	62,40%
Оперативни разходи	-142.14	-133.47	-146.77	-145.54	-142.27	-146.23	-150.29	-154.45	-158.73
<i>рост</i>		-6,10%	9,97%	-0,84%	-2,25%	2,78%	2,78%	2,77%	2,77%
ЕБИТДА	86.00	111.01	134.93	154.71	150.35	118.84	190.52	136.85	123.67
<i>рост</i>		29,08%	21,55%	14,66%	-2,82%	-20,95%	60,31%	-28,17%	-9,63%
<i>марж</i>	24,00%	30,32%	35,41%	-37,11%	-30,91%	-19,79%	-34,25%	-29,41%	-27,33%
Разходи за амортизация	-74.96	-83.61	-87.16	-90.15	-83.92	-87.45	-91.09	-94.79	-98.53
Оперативна печалба (ЕБИТ)	10.47	27.39	47.77	64.56	66.43	31.39	99.43	42.05	25.14
<i>рост</i>		161,66%	74,38%	35,16%	2,89%	-52,74%	216,72%	-57,71%	-40,22%
<i>марж</i>	2,92%	7,48%	12,54%	15,49%	13,66%	5,23%	17,88%	9,04%	5,56%
Разходи за лихви	-2.58	-3.35	-2.60	-3.81	-4.17	-4.96	-4.65	-3.52	-3.77
Печалба преди данъци	7.89	24.04	45.17	60.76	62.25	26.43	94.79	38.53	21.37
<i>рост</i>		204,68%	87,88%	34,51%	2,46%	-57,54%	258,57%	-59,35%	-44,54%
<i>марж</i>	2,20%	6,57%	11,85%	14,57%	12,80%	4,40%	17,04%	8,28%	4,72%
Разходи за данъци	-2.03	-2.50	-4.80	-5.95	-5.03	-1.24	-8.03	-2.35	-0.42
Печалба след данъци	5.86	21.54	40.37	54.81	57.23	25.19	86.76	36.18	20.95
<i>рост</i>		267,55%	87,38%	35,79%	4,41%	-55,98%	244,39%	-58,30%	-42,09%
<i>марж</i>	1,64%	5,88%	10,59%	13,15%	11,77%	4,19%	15,60%	7,77%	4,63%

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Баланс (млн. лева)									
Текущи активи									
Пари и парични еквиваленти	16.77	16.45	31.56	14.34	274.04	276.49	264.99	181.88	157.38
Вземания	69.34	68.65	70.75	145.29	78.40	85.32	64.90	60.94	61.02
Материални запаси	25.47	20.49	19.62	21.83	95.05	108.41	69.51	55.82	54.84
Други текущи активи	14.95	14.78	13.85	17.22	13.58	13.58	13.58	13.58	13.58
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ	126.54	120.36	135.78	198.67	461.06	483.80	412.98	312.21	286.81
Нетекучи активи									
Имоти, машини и съоръжения и нематериални активи, нетно	765.69	799.80	796.23	814.32	816.35	812.34	808.93	801.82	794.55
Други нетекучи активи	16.92	29.85	25.33	23.42	16.28	16.28	16.28	16.28	16.28
ОБЩО НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	782.61	829.65	821.56	837.73	832.63	828.62	825.21	818.10	810.83
ОБЩО АКТИВИ	909.15	950.01	957.34	1,036.40	1,293.69	1,312.42	1,238.19	1,130.31	1,097.64
Текущи пасиви									
Съществуващи лихвоносни задължения	46.01	76.95	74.75	32.53	2.85	5.70	20.37	26.24	29.17
Задължения	102.39	93.30	81.16	91.74	316.24	360.70	231.28	185.72	182.45
Други текущи задължения	23.66	28.34	24.39	27.62	24.35	24.35	24.35	24.35	24.35

ОБЩО ТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	172.05	198.59	180.31	151.88	343.44	390.75	275.99	236.30	235.97
Нетекущи пасиви									
Съществуващи лихвоносни задължения	99.83	84.61	71.07	127.99	174.56	166.01	130.97	98.87	66.76
Други нетекущи задължения	32.20	42.07	41.71	37.92	40.54	40.54	40.54	40.54	40.54
ОБЩО НЕТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	132.03	126.68	112.79	165.90	215.10	206.55	171.51	139.40	107.30
Собствен капитал									
Внесен капитал	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93
Неразпределена печалба	599.61	618.67	658.18	713.16	729.70	709.66	785.23	749.15	748.92
Други	3.53	4.13	4.13	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53	3.53
ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ	605.08	624.73	664.24	718.62	735.16	715.12	790.69	754.61	754.38
ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	909.15	950.01	957.34	1,036.40	1293.69	1312.42	1238.19	1130.31	1097.64

Методът на нетните дисконтирани парични потоци оценява действителната стойност на дадено дружество въз основа на способността му да генерира парични потоци. За разлика от пазарната оценка като сравнителен анализ на дружеството, идеята на методът на дисконтираните парични потоци е, че стойността на дадено дружество не е функция на произволно търсене и предлагане на акциите му. Вместо това стойността на дружеството е функция от способността му да генерира парични потоци за своите акционери в бъдеще. Представеният тук модел използва методологията на свободните парични потоци на дружеството (FCFF – free cash flow to the firm). Въз основа на отрасловите стандарти този специфичен метод е най-подходящ, когато фирмата се характеризира с променлива капиталова структура, както е случаят с “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

За получаване на терминалната стойност на Дружеството се използва постоянен темп на растеж от 2.4% след шестата година. Този процент се основава на Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030. За да се получи стойността на Дружеството всички парични потоци след това се дисконтират със среднопретеглената цена на капитала (WACC – weighted average cost of capital). Стойността на WACC в модела е разделена на класическите й компоненти – цена на собствения капитал и цена на дълга. Стойността на собствения капитал се основава на модела за оценяване на капиталовите активи (CAPM). Формулата използвана в CAPM, е както следва:

$$E_r = R_f + \beta * ERP + CRP$$

където:

E_r = очаквана възвръщаемост на актива (коэффициент на дисконтиране)

R_f = безрискова норма на възвръщаемост

β = бета коефициент

ERP = пазарна рискова премия

CRP = държавна рискова премия

За безрискова норма на възвръщаемост в модела е използвана доходността до падеж на немски държавни облигации с падеж през 2032г. Към момента Германия носи кредитен рейтинг от Ааа на Moody's. Смята се, че на капиталов инструмент по-добре съответства по-дълъг срок до падежа. Данните са взети от следния сайт: <http://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/germany/10-years/> За да се изчисли бетата на акциите, ние използвахме различен подход от класическия регресионен анализ, тъй като ценните книжа са до голяма степен неликвидни. Бета без дълг е въз основа на данните на професор А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк, като в конкретния случай е взета бета без дълг на енергийния сектор в развиващите се пазари. Данните може да бъдат намерени на следния сайт (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

в секцията “current data/risk&discount rate/levered and unlevered betas by industry” под “emerging markets”

$$\beta \text{ с дълг} = \beta \text{ без дълг} * \left(1 + (1 - \text{данъчна ставка}) * \left(\frac{\text{дълг}}{\text{собствен капитал}} \right) \right)$$

След това използвайки горната формула, се изчислява бета с дълг посредством капиталовата структура (въз основа на Т1'2022) и данъчната ставка на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. Съотношението дълг/собствен капитал е на база на последния консолидиран публичен отчет за 1-во тримесечие 2022. Използвани са балансовите стойности на лихвоносния дълг и капитала поради факта, че ЧЕЗ Разпределение няма публично търгувани облигации. Стойността на дълга е базирана на лихвоносните заеми на компанията, които включват банкови задължения и задължения към свързани лица, чиято разбивка е представена по-надолу в текста. За пазарната рискова премия е използвана тази на Германия. Пазарната рискова премия за Германия е въз основа на данните на професор А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) – “current data/risk&discount rate/risk premium for other markets (Mid-year Update – July 2022) – в таб ERPs by country”. При изчисленията на очакваната възвръщаемост на актива е добавена и държавна рискова премия за България. Премията е взета от сайта на Демодаран: (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) – “current data/risk&discount rate/risk premium for other markets (Mid-year Update – July 22) – в таб ERPs by country”. Тук трябва да се отбележи, че в клетка “E5” е заложен фактор за волатилност на българския пазар, който може да бъде открит в същия файл, в таб - “Equity vs Govt Bond vol” в клетка “D12”. В конкретния случай този фактор е 3.69х. След прилагането на фактора за волатилност държавната рискова премия за България възлиза на 7.07%.

Лихвоносни задължения – 31.03.2022

Европейска Банка за Възстановяване и Развитие – 42.99 млн. лева

Акционерни Заеми – 115.67 млн. лева

Моделът за оценяване на капиталовите активи е представен в таблицата по-долу.

Цена на собствения капитал (CAPM)		
<i>Компонент на CAPM</i>		<i>Източник / коментар</i>
Безрискова норма на възвръщаемост (<i>Rf</i>)	0.910%	Доходност до падеж на ДЦК, емитирани от Германия, с падеж 2032г.
Пазарна рискова премия (ERP)	6.01%	Рискова премия за немския капиталов пазар (източник А. Дамодаран)
β без ливъридж	0,52	Бета без дълг (източник А. Дамодаран)
<i>Съотношение „дълг / собствен капитал“</i>	21%	
<i>Данъчна ставка</i>	10%	Действаща данъчна ставка
β с ливъридж	0,62	
Държавна рискова премия (CRP)	7.07%	източник А. Дамодаран)
Цена на собствен капитал	11.69%	

Цена на дълга

Заложено е, че цената на дълга в модела е 2.95%, което представлява пропорционално-претеглената лихва, която компанията плаща върху финансовите си задължения. Към 31 Март 2022 компанията има следните заеми:

ЕБВР – 42.99 милиона лева с лихва 1.8%

Акционерен заем – 59.99 милиона лева с лихва 3.5%

Акционерен заем – 28.30 милиона лева с лихва 3.2%
 Акционерен заем – 27.38 милиона лева с лихва 3.29%

Стойност на дълга	2.95%
Данък общ доход	10%
Стойност на дълга	2.65%

Среднопретеглената цена на капитала (WACC), изчислена посредством формулата посочена по-долу в текста, е 10.10%.

$$WACC = \frac{D}{D + E} * Rd * (1 - t) + \frac{E}{D + E} * Re$$

Където:

WACC = среднопретеглена цена на капитала

D = дълг

E = собствен капитал

Rd = цена на дълга

Re = среднопретеглена цена на капитала

t = корпоративен данък

Компоненти на среднопретеглената цена на капитала	
Безрискова ставка	0.910%
Премия за риск за немския капиталов пазар	6.01%
β без ливъридж	0.52
<i>Съотношение „дълг / собствен капитал“</i>	21%
<i>Данъчна ставка</i>	10%
β с ливъридж	0.62
Държавна рискова премия	7.07%
Цена на собствен капитал (CAPM)	11.69%

Стойност на дълга	2.95%
Данък общ доход	10%
Стойност на дълга	2.65%

Капиталов дял	82.40%
Дял на дълга	17.60%
Среднопретеглена цена на капитала (WACC)	10.10%

Терминалната стойност на паричния поток е изчислена съгласно следната формула.

$$TV = (FCFF_n * (1 + g)) / (WACC - g)$$

където:

TV = терминална стойност

FCFF_n = парични потоци на дружеството в последната година от прогнозния период

WACC = среднопретеглена стойност на капитала

g = постоянен темп на растеж

След това изваждаме нетната стойност на дълга на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, за да стигнем до общата стойност на собствения капитал на Дружеството. Нетният дълг е

изчислен на база финансовите отчети към 31.03.2022. Паричните средства са извадени от лихвоносния дълг за да се стигне до нетния дълг. Лихвоносният дълг включва кредити от банкови институции и кредити от свързани лица на стойност 158.66 млн. лева (Европейска Банка за Възстановяване и Развитие – 42.99 млн. лева и Акционерни Заеми – 115.67 млн. лева) към 31.03.2022. Паричните средства към 31.03.2022 са 69.78 млн. лева. Неоперативните активи се състоят от свободния кеш с който компанията разполага. Няма регулаторни изисквания относно колко парични средства компанията трябва да държи в наличност. За да сме консервативни ние допускаме, че всичките парични средства към 31.03.2022 са неоперативни. Като изключим паричните средства, компанията няма други неоперативни активи към 31.03.2023. Накрая, собственият капитал се разделя на броя на акциите в обращение, за да се получи цената за една акция.

(млн. лв.)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
Приходи	358.31	366.18	381.04	416.88	486.37	600.58	556.21	465.36	452.54
Разходи	-272.31	-255.17	-246.11	-262.17	-336.03	-481.74	-365.70	-328.51	-328.86
ЕБИТДА	86.00	111.01	134.93	154.71	150.35	118.84	190.52	136.85	123.67
Разходи за амортизация	-74.96	-83.61	-87.16	-90.15	-83.92	-87.45	-91.09	-94.79	-98.53
Оперативна печалба (ЕБИТ)	11.04	27.39	47.77	64.56	66.43	31.39	99.43	42.05	25.14
- Данъци	-1.10	-2.74	-4.78	-6.46	-6.64	-3.14	-9.94	-4.21	-2.51
= Оперативна печалба след данъци (NOPAT)	9.94	24.65	42.99	58.11	59.78	28.25	89.49	37.85	22.63
- Капиталови разходи (CAPEX)	-94.74	-110.70	-78.05	-100.20	-83.45	-83.43	-87.68	-87.68	-91.26
+ Разходи за амортизация	74.96	83.61	87.16	90.15	83.92	87.45	91.09	94.79	98.53
+ Увеличение / намаление на оборотния капитал	12.86	-3.88	-13.31	-66.94	218.17	24.18	-70.10	-27.91	-2.37
= Нетен паричен поток на дружеството	3.02	-6.32	38.79	-18.89	278.43	56.45	22.79	17.05	27.53

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	Терминална стойност
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	
Дисконтирани парични потоци						
Нетен паричен поток за дисконтиране (млн. лв.)	278.43	56.45	22.79	17.05	27.53	366.19
Брой дни между датата на оценка и нетния паричен поток	138	503	869	1 234	1 599	
Период	0.4	1.4	2.4	3.4	4.4	
Дисконтиращ фактор	0,96428	0,87583	0,79529	0,72235	0,65609	0,65609
Дисконтирани нетни парични потоци (млн. лв.)	268.48	49.44	18.13	12.32	18.06	
Дисконтирана терминална стойност (млн. лв.)						240.25

Съгласно извършената оценка на Дружеството по метода на дисконтираните нетни парични потоци, справедливата стойност за една акция на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД е BGN 268.57 (двеста шестдесет и осем лева и петдесет и седем стотинки).

Предположения, използвани при оценката на Дружеството по метода FCFF

Дата на оценката	15.08.2022г.
Среднопретеглена цена на капитала (WACC)	10.098%
Постоянен темп на растеж в следпрогнозния период	2,40%

Резултат от оценката	млн. лева
Настояща стойност на паричните потоци (млн. лв.)	366.43
+ Настояща стойност на терминалната стойност (млн. лв.)	240.25
дъл на терминалната стойност в общата стойност	40%
= Стойност на Дружеството (млн. лв.)	606.68

– Нетна стойност на дълга (млн. лв.)	-88.88
Пари и парични еквиваленти (млн. лв.)	69.78
Лихвоносни задължения (млн. лв.)	-158.66
= Стойност на собствения капитал (млн. лв.)	517.80

Акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД в обращение	1 928 000
Цена на акция	268.57

V.5. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО МЕТОДА НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Методът на нетната стойност на активите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции с използване на модели, основаващи се на стойността на активите на дружеството, намалена със задълженията му.

Нетната балансова стойност е сумата, която теоретично биха получили инвеститорите, ако от стойността на активите по баланса на дружеството се извади стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Концепцията за балансовата стойност на собствения капитал следва да се използва с известна доза скептицизъм, тъй като предполага, че пазарните стойности на активите и пасивите съвпадат с техните балансови стойности, което не е непременно така. Друг недостатък на метода е, че не отчита водените надбалансово активи и пасиви.

Методът на нетната стойност на активите се използва рядко за определяне на стойността на акциите на действащо дружество. Най-често този метод за оценка се прилага по отношение на акциите на дружество, което е в процес на ликвидация.

За целите на оценката на акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД по метода на нетната стойност на активите са използвани финансови данни от отчета на Дружеството към 31.03.2022г. Въз основа на направената оценка по този метод цената за една акция на Дружеството е изчислена на BGN 385.16 (триста осемдесет и пет лева и шестнадесет стотинки). Компанията няма емитирани привилегирани акции и съответно няма инвеститори с приоритет.

Оценка по метода на нетната стойност на активите	млн. лева Q1 2022A
Текущи активи	194.09
Нетекущи активи	834.25
Общо активи	1 028.34
Текущи пасиви	115.76
Нетекущи пасиви	169.98
Общо пасиви	285.74
Нетна стойност на активите	742.60

Акции в обращение	1 928 000
Цена за една акция	385.16 лева

V.6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ И СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА ЗА ЕДНА АКЦИЯ СЪГЛАСНО РАЗЛИЧНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ

Предложителят счита, че при определянето на справедливата цена на Дружеството са заложени тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства на

“Електроразпределителни мрежи Запад” АД и дават достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на Дружеството.

Относителните тегла на използваните методи за оценка са както следва:

Метод на дисконтираните нетни парични потоци	70%
Метод на нетната стойност на активите	30%

Методът на нетната стойност на активите получава тридесет на сто от теглото.. Обосновката за това е, че нетната стойност на активите на Дружеството не отразява точно оценката на фирмата, тъй като по-голямата част от активите в счетоводните книги са силно неликвидни и, в случай на продажба, ще бъдат продадени със значителна отстъпка от балансовата им стойност. Освен това нетната стойност на активите не отразява точно потенциала на Дружеството да генерира пари в бъдеще.

Методът на дисконтираните нетни парични потоци притежава определени преимущества пред метода на нетната стойност на активите за оценка на справедливата стойност на акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. Основно предимство на метода е, че той отчита по-добре бъдещите перспективи и потенциал на Дружеството и възможностите му да генерира доходи в бъдеще. Друго съществено предимство на метода на дисконтираните нетни парични потоци е, че посредством дисконтовия фактор методът отчита адекватно и рисковете за дадената инвестиция. Предвид предимствата на метода на дисконтираните нетни парични потоци, той получава по-високо тегло при оценката на справедливата стойност на акциите на Дружеството, а именно 70%.

В таблицата по-долу са представени стойностите на акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, получени по различните методи, както и справедливата стойност на акциите на Дружеството, изчислена като претеглена стойност от цените по двата метода за оценка.

Справедлива цена на акция	Тегло	Цена на акция (лева)	Претеглена цена на акция (лева)
Цена на акция, изчислена по метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF)	70%	268.57 лв.	188.00 лв.
Цена на акция, изчислена по метода на нетната стойност на активите	30%	385.16 лв.	115.55 лв.
Справедлива цена на акция	100%		303.55 лв.

V.7. МЕТОД НА ЛИКВИДАЦИОННАТА СТОЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО

За целите на постигане на максимално обективен резултат в оценяването на стойността на акциите, допълнително е изготвена ликвидационна оценка на дружеството от независим оценител с необходимата квалификация и опит съгласно изискванията на чл. 18 от Наредба №41. Резултатите от изготвената ликвидационна оценка са представени в таблицата по-долу.

Ликвидационна цена на акция	цена
Получена ликвидационна стойност на дружеството.	578 766 320 лв.
Брой акции	1 928 000
Ликвидационна цена на акция	300.19 лв.

Получената цена е по-ниска от справедливата цена, получена чрез комбинацията на метода на дисконтираните нетни парични потоци на собствения капитал и метода на нетната стойност на активите. Получената ликвидационна цена не отговаря на нито едно от условията, описани в чл.6 от Наредба №41, за да бъде приета за справедлива цена, поради което не участва в изчисленията.

V.8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за “Електроразпределителни мрежи Запад” АД е представена в таблицата на стр. 13-16 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41.

Данните към 31 декември 2018г., 2019г., 2020г. и 2021г. са от одитираните консолидирани годишни финансови отчети на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД. Данните към 31 март 2022г. са от консолидирания тримесечен отчет на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

Предходните финансови резултати не са непременно показателни за бъдещите финансови резултати на Дружеството и резултатите за междинни периоди не са непременно показателни за годишните финансови резултати.

Няма други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от Предложителя или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

V.9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

При изготвянето на настоящата Обосновка е използвана информация от следните източници:

- Българска фондова борса - www.bse-sofia.bg
- Данни от публикувани финансови отчети на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД
- Данни от интернет страницата на проф. А. Damodaran – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
- Информационна агенция Bloomberg – www.bloomberg.com
- <http://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/germany/10-years/>
- Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК)
- Данни от интернет страницата – <https://www.eex.com/en/market-data>

VI. УСЛОВИЯ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ПРИДОБИВАНЕТО НА АКЦИИТЕ

Придобиването на акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД - обект на настоящото Предложение за изкупуване, от страна на Предложителя „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В се финансира със собствени парични средства, налични по банкова сметка на дружеството.

VII. РЕД ЗА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ И НАЧИН ЗА ПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА

VII.1. Ред за приемане на Предложението за изкупуване

Настоящото Предложение за изкупуване не изисква приемането му от акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, към които е насочено.

VII.2. Ред, срок и начин за прехвърляне на собствеността върху акциите и за заплащане на цената от Предложителя

Съгласно чл. 157а, ал. 7 от ЗППЦК прехвърлянето на акциите и плащането на цената се извършват едновременно в срок 7 работни дни от публикуване на Предложението за изкупуване.

Предложението за изкупуване се публикува в тридневен срок от одобрението му от страна на КФН съгласно чл. 154 от ЗППЦК.

В деня на публикуване на Предложението за изкупуване („Ден Т” или „Т“) Предложителят ще го предостави на „БФБ“ АД и „Централен депозитар“ АД и ще ги уведоми за принудителното изкупуване с цел спиране на търговията с акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД и с оглед определяне на лицата, чиито акции ще бъдат обект на изкупуването. Търговията с акциите се очаква да бъде спряна още същия ден. Денят Т (до момента на спиране на търговията с акциите) е последният ден, в който могат да бъдат сключвани сделки с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД на място на търговия или извън място на търговия.

Съгласно правилата за търговия и сетълмент, сделките с акции на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД, сключени на „БФБ“ АД в Деня Т до момента на спиране на търговията, приключват в срок Т+2, т.е. сетълментът по тях приключва на втория работен ден след деня на сключването на сделките. Сетълментът по сделки, сключени извън място на търговия в Ден Т, приключва в срок Т+2, при уговорена доставка срещу плащане (delivery versus payment) или още в рамките на Деня Т, при уговорена свободна доставка (free of payment). Всички прехвърляния на други основания (вкл. дарение, наследяване и др. под.), свързани с регистрационни услуги, оказани от инвестиционни посредници, приключват в деня Т.

Лицата, чиито акции ще бъдат придобити от Предложителя вследствие на Предложението за изкупуване, се определят в края на Деня Т+2, т.е. в края на втория работен ден, следващ деня на публикуване и спиране на търговията, с оглед приключване на сетълмента по сделките, сключени в Деня Т. „Централен депозитар“ АД изготвя изричен списък („Списъка“), съдържащ информация за акционерите, включително трите имена/наименование, ЕГН/ЕИК и брой притежавани акции от всеки.

Акциите, обект на Предложението за изкупуване, се прехвърлят на Предложителя едновременно с плащането на цената им по специалната банкова сметка, описана по-долу, и независимо от волята на акционерите.

Паричните средства, необходими за заплащането на цената на акциите - предмет на Предложението за изкупуване, се превеждат и съхраняват от Предложителя в отделна специална банкова сметка („Специалната сметка“), която е открита в полза на акционерите, чиито акции са обект на принудителното изкупуване, в „ТИ БИ АЙ Банк“ ЕАД („Банката“), IBAN BG13TBIB931080A07WNG02 Банката изплаща на акционерите, в брой или по указана от тях банкова сметка, дължимите суми от принудителното изкупуване на акциите, като за всеки от акционерите заплащаната сума ще е равна на съответния брой притежавани акции (съгласно изготвения от ЦД и предоставен на Банката Списък), умножен по Предлаганата цена за акция. Лицата, чиито акции са били изкупени, ще получат цялата им дължима сума, като за получаването ѝ няма да заплащат никакви такси, комисионни и/или други възнаграждения. Всички съпътстващи разходи за поддържането на Специалната сметка и начисляваните от Банката такси за извършени преводи в полза на титулярите по вземането, са за сметка на Предложителя, като тяхното заплащане ще става чрез задължаването на друга сметка на Предложителя, открита при Банката или по друг съответен начин, без това засяга наличностите по Специалната сметка. Банката няма право да отказва плащане на правоимащите лица, по независимо дали Предложителят е извършил съответно плащане за поддържането на Специалната сметка и/или е заплатил съответно други дължими такси или не е.

Плащането на цената на акциите може да бъде извършено чрез офиса на Банката, находящ се в гр. София, кв. Лозенец, ул. „Димитър Хаджикоцев“ № 52-54, както и чрез всички други офиси и

филиали на Банката на територията на Република България извън град София. Информация за офисите на Банката е налична на следния електронен адрес: <https://tbibank.bg/>

При плащането на цената Банката идентифицира акционерите по Списъка съгласно утвърдените от нея правила, политики и процедури, като за целта същата може да изисква от лицата предоставяне на документи за идентификация, декларации, съгласия и т.н.

Правото на акционерите да получат цената на акциите може да бъде упражнено в рамките на общия петгодишен давностен срок, започващ да тече от датата, на която е изтекъл срокът от 7 работни дни от дата на публикуване на предложението, след което това право се погасява по давност и непотърсените суми остават в Предложителя. Специалната банкова сметка не може да бъде закрыта преди изтичане на посочения давностен срок, освен в случай, че всички акционери, включени в Списъка са получили вече дължимите им суми.

Съгласно чл. 119, ал. 1, т. 4 от ЗППЦК при изкупуване на всички акции с право на глас в Общото събрание на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД съгласно чл. 157а от ЗППЦК, същото престава да бъде публично от решението на КФН за отписване от регистъра на публичните дружества по чл. 30, ал. 1, т. 3 от Закона за Комисията за финансов надзор, воден от КФН.

VIII. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРИЛОЖИМИЯ РЕД, В СЛУЧАЙ ЧЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ

След публикуването му, Предложението за изкупуване не може да бъде оттеглено от страна на Предложителя, освен ако не може да бъде осъществено поради обстоятелства, намиращи се извън контрола на Предложителя, не е изтекъл срокът за плащането и прехвърлянето на акциите и съответно не е извършено плащане или прехвърляне на акциите и е налице одобрение от страна на КФН. Редът за оттегляне на Предложението за изкупуване е уреден в чл. 155 от ЗППЦК.

Оттеглянето на Предложението за изкупуване се регистрира в КФН. В деня на регистрация на оттеглянето на Предложението за изкупуване в КФН, Предложителят уведомява за това Управителния съвет на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД и „БФБ“ АД съгласно чл. 38, ал. 2 от Наредба № 13. В уведомлението изрично се посочва, че КФН още не е взела отношение по оттеглянето. Търговият предложител няма служители, пред които да изпълни задължението за уведомяване за оттегляне на Предложението за изкупуване.

КФН се произнася по оттеглянето по реда на чл. 151, ал. 1, чл. 152 и чл. 153 от ЗППЦК. В 7-дневен срок от уведомяването му за издаденото одобрение Предложителят публикува съобщение за оттеглянето на Предложението за изкупуване чрез специализираната финансова медия „X3 news“ www.x3news.com. КФН незабавно уведомява за оттегляне на Предложението за изкупуване БФБ АД, Централен депозитар АД и упълномощения инвестиционен посредник.

IX. МЯСТОТО, КЪДЕТО ФИНАНСОВИТЕ ОТЧЕТИ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ПОСЛЕДНИТЕ ТРИ ГОДИНИ СА ДОСТЪПНИ ЗА АКЦИОНЕРИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО, ОБЕКТ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ, И КЪДЕТО МОЖЕ ДА СЕ ПОЛУЧИ ДОПЪЛНИТЕЛНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ И ЗА НЕГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Предложителят е дружество, учредено на 26.07.2019г., като финансовите отчети за 2019г., 2020г. и 2021г. могат да бъдат открити на адреса на управление на Предложителя и на служебния адрес на Директор А Милен Асенов Христов – Република България, гр. София 1592, бул. „Христофор Колумб“ 43.

Допълнителна информация за Предложителя и Предложението за изкупуване, акционерите могат да получат освен на посочените в предходното изречение адреси и на адреса на

управление на упълномощения инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД в Република България, гр. София 1592, бул. „Христофор Колумб“ № 43, ет. 5.

X. ОБЩАТА СУМА НА РАЗХОДИТЕ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ПО ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ ИЗВЪН СРЕДСТВАТА, НЕОБХОДИМИ ЗА ЗАКУПУВАНЕТО НА АКЦИИТЕ

Общата сума на разходите, свързани с Предложението за изкупуване, извън средствата, необходими за изкупуването на акциите, се очаква да възлезе приблизително на около 30 000 (тридесет хиляди) лева. Основната част от тези разходи включва възнаграждение за инвестиционния посредник, както и разходите, свързани с публикациите на Предложението за изкупуване чрез специализираната финансова медия „X3 news“ www.x3news.com, такса за регистрация на Предложението за изкупуване в КФН и други присъщи разходи.

XI. ИНФОРМАЦИОННА АГЕНЦИЯ, В КОЯТО ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ ЩЕ ПУБЛИКУВА СЪОБЩЕНИЕ ЗА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ И СЪЩЕСТВЕНИТЕ МУ УСЛОВИЯ И РЕЗУЛТАТА ОТ ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА ИЗКУПУВАНЕ

Съгласно изискванията на ЗППЦК Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. ще публикува съобщение за Предложението за изкупуване и съществените условия по него в тридневен срок от издаване на одобрение от КФН чрез специализираната финансова медия „X3 news“ www.x3news.com.

По същия начин Предложителят ще оповести и информация относно осъщественото изкупуване на всички акции с право на глас в Общото събрание на акционерите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД.

XII. ПРИЛОЖИМО ПРАВО И КОМПЕТЕНТЕН СЪД

Въпросите, свързани с Предлаганата цена, отправянето на Предложението за изкупуване, съдържанието на този документ и неговото публикуване, както и всички други въпроси, свързани с и/или произтичащи от Предложението за изкупуване, се уреждат от ЗППЦК и актовете по прилагането му и от приложимото българско гражданско законодателство. В юрисдикцията на българския съд е решаването на всички спорове, които биха могли да произтекат от или да са във връзка с Предложението за изкупуване.

XIII. ДРУГИ ОБСТОЯТЕЛСТВА ИЛИ ДОКУМЕНТИ, КОИТО ПО ПРЕЦЕНКА НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ИМАТ ЗНАЧЕНИЕ ЗА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ИЗКУПУВАНЕ

Предложителят счита, че не съществуват други данни или документи, които имат съществено значение за осъществяването на Предложението за изкупуването по реда на чл.157а, ал. 1 от ЗППЦК, с изключение на информацията по-долу.

Акционерите - адресати на Предложението за изкупуване, следва да имат предвид, че акциите - предмет на изкупуването, се прехвърлят от сметки на акционерите по сметка на Предложителя по силата на закона, в съответствие с чл. 157а, ал. 7 от ЗППЦК, без да е необходимо волеизявление на съответния акционер.

След придобиване на 100% от акциите на “Електроразпределителни мрежи Запад” АД Предложителят ще предприеме съответните действия за делистване на публичното дружеството от „БФБ“ АД.

Предложителят „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В. и упълномощеният инвестиционен посредник „Евро-Финанс“ АД са солидарно отговорни за вреди, причинени от неверни, заблуждаващи или непълни данни в настоящия документ.

ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ:

.....
МИЛЕН АСЕНОВ ХРИСТОВ
ДИРЕКТОР А

.....
ЙОАН ХРИСТОВ ИВАНОВ
ДИРЕКТОР Б

ЗА „ЕВРО-ФИНАНС” АД:

.....
ТОМА КАВРОШИЛОВ
ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР

.....
ПАВЕЛ НИКОЛОВ
ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР