

Част II – Обосновка на предлаганата цена

Съдържание

1.	Резюме на оценката	4
1.1	Предложена цена на акция	4
1.2	Справедлива стойност на акция	4
1.3	Оценка на акциите по избраните методи за оценка и теглото на всеки от тях при определянето на справедливата цена на акция	4
1.4	Стойност на неоперативните активи.....	4
1.5	Определяне дали акциите се търгуват активно	5
1.6	Публично оповестена оценка на дружеството през последните 12 месеца от независим оценител	5
1.7	Информация, че комисията не е одобрила или отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни.....	6
1.8	Дата на оценката и срок на валидност	6
1.10	Допълнителна съществена информация за цената на акциите.....	6
2.	Разяснение за извършената оценка	6
2.1	Основна информация за Ямболен АД.....	6
2.2	Характеристики и активи на оценяваното дружество	6
2.3	Обща стойност на активите и пасивите на дружеството.....	10
2.4	Приходи и разходи.....	12
2.5	Финансови коефициенти	13
2.6	Анализ на силните и слабите страни на дружеството.....	16
2.7	Икономически тенденции и условия в България и света, относими към дейността на дружеството.....	16
3.	Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите на Ямболен АД	22
4.	Оценка на справедлива стойност на акция	23
4.1	Метод на дисконтираните парични потоци – въведение и теоретична обосновка	23
4.2	Изискуема норма на възвращаемост на собствения капитал	26
4.3	Безрискова норма на възвращаемост за развит пазар.....	28
4.4	Пазарна рискова премия (Equity Risk Premium)	28
4.5	Бета коефициент.....	29
4.6	Цена на собствения капитал.....	31
4.7	Пазарна цена на дълга	31
4.8	Средно претеглена цена на капитала (WACC)	31

4.9	Норма на дългосрочен ръст	32
4.10	Прогнозирани приходи и разходи	33
4.11	Нетен Оборотен Капитал (NWC) и Инвестиции.....	37
4.12	Резултат от DCF оценката	38
5.	Метод на нетната стойност на активите (NAV)	39
6.	Обосновка на теглата на оценъчните методи	40
7.	Справедлива стойност на акциите съгласно методите на оценка	40
8.	Разгледани, но неизползвани методи	41
8.1	Метод на пазарните множители на дружества аналози	41
8.2	Средна претеглена цена.....	42
9.	Систематизирана финансова информация	43
10.	Използвани информационни източници при изготвяне на предложени	43

1. Резюме на оценката

1.1 Предложена цена на акция

Предложената цена от търговия предводител Еникорп АД е в размер на 2.27 лв. на една акция.

1.2 Справедлива стойност на акция

Изчислената справедлива цена на акция е в размер на 2.262 лв.

1.3 Оценка на акциите по избраните методи за оценка и теглото на всеки от тях при определянето на справедливата цена на акция

Таблица 1: Използвани методи за оценка

Метод	Тегло	Цена	Претегле на цена
Метод на нетната стойност на активите (NAV) в хил. лв.	50%	0.677 лв.	0.339 лв.
Метод на дисконтирани свободни парични потоци на разположение на компанията (FCFF)	50%	3.847 лв.	1.923 лв.
Справедлива стойност на акция			2.262 лв.

1.4 Стойност на неоперативните активи

Дружеството не притежава неоперативни активи към датата на текущата обосновка. В резултат на решение на Съвета на директорите на дружеството от 21 ноември 2023 г., дружеството не притежава неоперативни активи. От отдаването под наем на притежаваните активи, дружеството очаква да генерира допълнителен доход.

Среднопретеглена пазарна цена за последните 6 месеца и допълнителна информация

Акциите на Ямболен АД се търгуват на Алтернативен пазар (BaSe Market) организиран от Българска фондова борса АД (БФБ). За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на търговията предложение не са били търгувани акции на дружеството. Нещо повече, от 08 октомври 2020 г. с акциите на Ямболен АД не са се сключвали борсови сделки. Това е силен сигнал за изключително ниско ниво на ликвидност на акциите на дружеството. По тази причина акциите на дружеството не могат да бъдат определени като активно търгувани, по смисъла на §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 и следователно средната претеглена пазарна цена на тези акции не е използвана при определяне на справедливата им цена, съгласно изискванията на чл. 5, ал. 1 от Наредба 41.

Таблица 2: Данни за търговията

№	Показател	Данни
1.5.1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции	БФБ
1.5.2	Шестмесечен период преди датата на регистрация на Предложението (Период 1)	30.05.2023-30.11.2023
1.5.3	Среднопретеглена цена за Период 1, в лв.	N/A
1.5.4	Шестмесечен период преди датата на обосновката (Период 2)	27.05.2023-27.11.2023
1.5.5	Брой изтъргувани акции през Период 2	0
1.5.6	Среднопретеглена цена за Период 2, в лв.	N/A

1.5.7	Най-високата цена за една акция за Период 1, заплатена от Предложителя, свързаните с него лица и/или лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК	0,50 лв.
1.5.8	Последна емисионна стойност	N/A
1.5.9	Дата на вписване на последната емисия в регистъра, воден от КФН	N/A

1.5 Определяне дали акциите се търгуват активно

Средната претеглена цена не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на Ямболен АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията.

Също така е необходимо през предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции за периода, да са сключвани сделки с акции на дружеството през не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или 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 е не по – малко от пет.

Общият брой изтъргувани акции на Ямболен АД за разглеждания 6 месечен период (27 май – 27 ноември 2023 г.) е 0 (нула) броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е също 0 (нула) броя (изчислен на база 129 борсови сесии за периода). Следователно не е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на дружеството. В посочения период, с акции на Ямболен АД не са се сключвали сделки на алтернативен пазар на БФБ (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т. 1, б. „б“, б. „бб“ от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41). Предвид изложеното акциите на Ямболен АД не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

Тъй като акциите на дружеството не са се търгували изобщо през последните 6 месеца, този метод за оценка на справедливата стойност на акция на Ямболен АД е неприложим съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Справедливата цена на акция е определена съгласно чл. 5, ал. 3 при използване на методите: Нетна стойност на активите и метода на дисконтираните парични потоци.

1.6 Публично оповестена оценка на дружеството през последните 12 месеца от независим оценител

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител.

1.7 Информация, че комисията не е одобрила или отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни

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

1.8 Дата на оценката и срок на валидност

Обосновката е изготвена към 28 ноември 2023 г. и е валидна за срока на приемане на настоящето търгово предложение. Данните, касаещи динамични величини като цени за финансови инструменти, участващи в обосновката, както и доходност по дългови инструменти, участващи в изчислението на цената на собствения капитал и респективно среднопретеглената цена на капитала са фиксирани със стойностите си от края на активната сесия на регулирания пазар, на който се търгуват към 27 ноември 2023 г. (дата, предхождаща датата на обосновката).

1.10 Допълнителна съществена информация за цената на акциите

Търговият предложител не смята, че съществува друга съществена информация за цените на акциите, освен представената в тази обосновка.

2. Разяснение за извършената оценка

2.1 Основна информация за Ямболен АД

Ямболен АД е акционерно дружество с капитал 1 222 299 лв., разпределен в 1 222 299 обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции с номинал от 1 лев. Ямболен е публична компания, регистрирана за търговия на Алтернативен пазар (BaSe Market), организиран от Българската Фондова Борса АД (БФБ).

2.2 Характеристики и активи на оценяваното дружество

Ямболен АД, гр. Ямбол започва съществуването си през 1968 год. под името Химически Комбинат „Димитър Димов“ с основен предмет на дейност производство на полиестерни влакна – най-разпространените синтетични влакна с приложение както в текстилната промишленост, така и за технически изделия. През същата година е изградена и производствената площадка на Ямболен АД като специализиран индустриален терен за химическо производство на полиестерни влакна и коприна.

Недвижимите имоти на Ямболен АД са разположени в гр. Ямбол, землището на гр. Ямбол, по плана на Промислена зона гр. Ямбол и обхващат:

- Поземлен имот (п.и.) 87374.515.20 по КК на гр. Ямбол с площ 303830 кв.м., от които 280285,17 кв.м. собственост на „Ямболен“ АД е част от УПИ I, кв.333 по плана на Промислена зона Ямбол, отреден за „Ямболен“ АД, върху който е разположена основната производствена площадка на Дружеството
- Поземлени имоти 87374.515.47; 87374.515.65 и 87374.515.77 по Кадастралната карта на гр. Ямбол с обща площ 11 534 кв.м., представляващи обслужващи улици, които са част от УПИ I, кв.333 по плана на Промислена зона Ямбол, отреден за „Ямболен“ АД
- Поземлен имот (п.и.) 87374.515.91 по КК на гр. Ямбол с площ 91 619 кв.м., от които 84 100 кв.м. собственост на „Ямболен“ АД е част от УПИ II, кв.333 по плана

на Промислена зона Ямбол, отреден за „Малотонажни химически производства, неорганични соли и Фотоволтаична електроцентрала“.

- Поземлен имот (п.и.) 87374.515.17 по КК на гр. Ямбол с площ 15 906 кв.м., върху който е разположена производствената площадка на Ремонтно механичен завод на „Ямболен“ АД и е част от УПИ XI с обща площ 21 426 кв.м., кв.333 по плана на Промислена зона Ямбол, отреден за „Производствено-складова дейност, търговия и услуги“.
 - Поземлен имот (п.и.) 87374.515.18 по КК на гр. Ямбол с площ 2 503 кв.м., върху който се намира Битова сграда към РМЗ „Ямболен“ е разположен в УПИ XII, кв.333 по плана на Промислена зона гр. Ямбол, отреден за „Битови помещения, търговия и услуги“
- 11 имота в землището на гр. Ямбол /извън регулация/ за „пречиствателна станция за отпадни води“; „помпена станция за питейно и промишлено водоснабдяване“; Водовземни съоръжения разположени в 9 от имотите.

Обектите, разположени на производствената площадка на „Ямболен“ АД са със застроена площ от 79 742 кв. м. и разгърната застроена площ от 122 933 кв. м. В тях се включват:

- два басейни за вода, две охладителни кули, две открити инсталации и пет резервоарни парка, с площ 15 746 кв.м.;
- четири склада за готова продукция, двадесет и пет склада за суровини, материали и оборудване, един склад за химикали и лесно запалими материали;
- административна сграда, пет сгради за битови помещения и лаборатории, производствен и служебен корпус;
- ТЕЦ с две помощни сгради - помпена станция към мазутно стопанство и сграда за хим. водоочистка, една сграда - парокотелна, пет ел. подстанции;
- четири сгради - работилници, два търговски павилиона, три сгради за подготовка и обработка на производствени води, сграда противопожарно депо, сграда автотранспорт, три сгради -компресорни станции, пет сгради - помпени станции, ж.п. кантар, автокантар, пет сгради със специално предназначение – климатизация, зарядна станция, укритие, хранилище за изотоп.

Обектите, които са разположени извън производствената площадка включват хотелски комплекс и сметище за производствени отпадъци.

В периода 2001-2003 Ямболен АД, притиснат от динамичното развитие на производството на полиестерни влакна и коприна в световен мащаб, в това число бурното техническо и технологично усъвършенстване и дори внедряване на производства, които избягват синтеза на суровини, е принуден на свой ред да се откаже от собствен синтез на полимер. Основните фактори за спиране на производството са високите цени на изходните суровини, значителен процент на електроенергията в себестойността, високи разходи за допълнителни консумативи – пара, въздух, азот, охлаждащи води и др.

Сред дейностите, които са успешно реструктурирани и генерират стабилни приходи през годините са изработката на резервни части и ремонтни услуги, извършвани в ремонтно – механичния завод на емитента, както и производството на химични разтвори

и отдаването за временно и възмездно ползване на активи и производствени терени, собственост на дружеството. Машиностроителните и ремонтни услуги и дейности включват кооперирани доставки за други дружества, действащи в машиностроителната индустрия, изработка и монтиране на различно по вид и размер оборудване по техническа документация на клиента и други металообработващи услуги по индивидуални заявки на клиенти.

Ямболен АД разполага с пречиствателната станция за отпадни води, разположена в местността „Чатал могила“, обхващаща площ от 93 600 кв.м., от които 81 058 кв.м. са собственост на Ямболен АД.

След 2007 г. Ямболен АД изпълнява договори по пречистване на промишлени води на клиенти в Пречиствателната станция към Ямболен АД. Такива договори са сключени с Екопласт Файбър АД, Приматекс ООД и Континвест ООД, а пречистването се извършва по определени показатели, след което отработените води посредством канализационната мрежа на дружеството се заустват в р. Тунджа. За целта са въведени в експлоатация съоръжения и нова методика за пречистването на промишлените води, така че да отговарят на нормите за заустване съгласно притежаваното от Ямболен АД комплексно разрешително.

Съществена част от усилията на ръководството на Ямболен АД за целия период след приватизацията на държавния дял са насочени в посока реконструкция и разширение на ТЕЦ Ямболен, доколкото топлоцентралата има капацитета да произвежда не само технологична пара, но така също и електроенергия. В съответствие със Закона за енергетиката и енергийната ефективност дружеството е разработило проект за разширение на енергийната мощност и в края на 2003 г. е получило от Държавната комисия по енергийно регулиране разрешение за разширение на ТЕЦ за комбинирано производство на 40 MW ел. енергия и 150 MW топлоенергия и лицензия за независим производител. Лицензията за дейността „Производство на електрическа и топлинна енергия“ е за срок от 25 години. Към датата на регистрацията на настоящото търгово предложение, поради крайно влошеното финансово състояние на дружеството и необходимостта от огромен финансов ресурс за осъвременяване на ТЕЦ – а, дейността в ТЕЦ Ямболен е замразена.

Хотелски комплекс Ямболен, разположен в местност Бакаджика, гр. Ямбол, работи активно до края на 2008 г., след което приходите, генерирани от предоставяне на тази услуга спадат значително и дружеството започва да изпитва затруднения да осигури максимално натоварване на хотелската и ресторантската база. Комплексът се предлага за отдаване под наем на туристически оператори.

Към 30.09.2023 г. Ямболен АД не е реализирало приходи от производството на полиестерни влакна и полиестерна коприна, поради реструктуриране на дейността. Тя включва продажба на изработени резервни части, отдаване под наем, специфични услуги, свързани с пречистване на води и производство на електроенергия от фотоволтаични системи.

В резултат на направени инвестиции през последните две години, Ямболен АД осъществи промяна в основната си дейност, като са прекратени всички дейности с изключение на дейността на пречиствателната станция, а през юни месец 2023 г. е

въведена в експлоатация фотоволтаична централа с обща инсталирана постояннотокова мощност от около 9,998 MWh и променливотокова мощност от 9,625 MWh, разположена върху терени и покриви на сгради с обща площ от приблизително 94 330 кв. м. През същия месец дружеството започна да осъществява приоритетно дейност по производство на електроенергия.

Таблица 3: Списък на инвестициите във фотоволтаичната централа

№	ОПИСАНИЕ
1	Модули 500/595 Wp BII Facial
2	Конструкция Aerocompact /Mounting System
3	Инвертори Huawei SUN 2000-175 KTL 185 kw
4	Уредба средно напрежение и трансформатор
5	Мониторинг, сензори и „smart“ електромери, настройка
6	Доставка соларни кабели и аксесоари
7	АС Кабели, монтаж и аксесоари
8	Кабели аксесоари и крепежни елементи
9	Комуникационен кабел и аксесоари
10	Заземителна инсталация + инсталиране

За първите девет месеца на 2023 г. Ямболен АД реализира приходи в няколко основни направления:

- Продажба на електрическа енергия, произведена от ФЕЦ Ямболен,
- Производство на метални изделия в РМЗ (Ремонтно-механичен завод) Ямболен – метални конструкции, машиностроителни възли и детайли;
- Извършване на ремонтни услуги от РМЗ Ямболен;
- Балиране на отпадни влакна, собственост на клиент Екопласт файбър АД;
- Пречистване на отпадни води на клиенти - Екопласт файбър АД, Севина – ЛТД ООД, Континвест ООД, В.С.В.-69 ООД;
- Производство на химични разтвори;
- Туристически услуги – хотелски комплекс Ямболен. Дейността е прекратена, като обектът се предлага под наем.
- Отдаване за срочно и възмездно ползване на ДМА – собственост на дружеството.

В резултат на направената реорганизация, приходите на дружеството през прогнозния период 2024 -2028 г. се очаква да бъдат формирани от три направления:

- Продажба на ел. енергия, произведена от ФЕЦ Ямболен;

- Пречистване на отпадни води на клиенти, което генерира и се очаква да продължи да генерира под 5% от реализираните годишни приходи от дейността;
- Приходи от наеми на притежавани активи.

За осъществяване на дейността производство на електрическа енергия Ямболен АД разполага с всички необходими активи – терени, сгради, всички съоръжения и оборудване, необходими за производството на електрическа енергия от ФЕЦ.

Общата сума на инвестицията за изграждането на ФЕЦ Ямболен възлиза в размер на 6 200 000 евро без ДДС и е изцяло финансирана с банков кредит.

2.3 Обща стойност на активите и пасивите на дружеството

Дълготрайните материални активи (ДМА) са оценени по цена на придобиване, образувана от покупната им стойност и допълнителните разходи, извършени по придобиването им и намалени с размера на начислената амортизация и евентуалните обезценки. Дружество е възприело стойностна граница от 700 лв. при определяне на даден актив като дълготраен. Отделни дълготрайни материални активи са преоценявани на база индекси, публикувани от Националния статистически институт в съответствие с изискванията на Националното счетоводно законодателство до края на 2002 г. При прехода към прилагане на Международните стандартни за счетоводно отчитане (МСФО) тези активи са представени на база същата таи проявяваща се тогава стойност, която е била приета за справедливата им стойност към датата на прехода.

Преносните стойности на дълготрайните материални активи подлежат на преглед за обезценка, когато са налице събития или промени в обстоятелствата, които показват, че тази стойност би могла да се отличава трайно от възстановимата им стойност. Ако са налице са налице индикатори, че възстановимата стойност е по-ниска от тяхната преносна стойност, то последната се коригира до възстановимата стойност. Загубите от обезценка се отчитат в отчета за всеобхватния доход, освен ако за дадения актив не е формират преоценъчен резерв.

ДМА се отписват, когато те са извадени трайно от употреба и не се очакват от тях бъдещи стопански изгоди или се продадат.

Дълготрайните нематериални активи също се оценяват по цена на придобиване, намалена с начислена амортизация и евентуални загуби от обезценки.

Материалните запаси се отписват текущо, като се използва средно-претеглена стойност. В края на годината те се оценяват между по-ниската от цената на придобиване и нетната им реализируема стойност.

Таблица 4: Нетекущи и текущи активи

Активи на Ямболен (в хил. лв.)	2020	2021	2022	Септ. 2023
АКТИВИ				
Нетекущи активи				
Земни, сгради и конструкции	8 330	8 299	8 253	12 333
Машини, оборудване, съоръжения	968	921	680	9 173
Разходи по придобиване на ДМА	294	331	9881	0
Други	384	383	585	579

Текущи активи				
Материални запаси	442	440	35	35
Търговски и други вземания	434	441	284	498
Парични средства и парични еквиваленти	248	47	234	163
Разходи за бъдещи периоди	1	1	125	147
ОБЩО АКТИВИ	11 101	10 863	20 077	22 928

Таблицата представя активите на Ямболен АД за последните 3 отчетни години, включително и данни към края на третото тримесечие на 2023 г. Дългосрочните активи на дружеството са почти изцяло в земи, сгради, машини и оборудване. През 2022 г. се наблюдава значителен ръст на нетекущите активи, което се дължи на направените инвестиции във фотоволтаична централа, която през м. юни 2023 г. е въведена в експлоатация. Фотоволтаичната централа е изградена върху собствени терени и сгради на дружеството.

Към 30.09.2023 г. стойността на напълно амортизираните активи е 3 631 хил. лв.

Дружеството е предоставило като обезпечение на отпуснат банков кредит активи с отчетна стойност от 19 563 хил. лв., включваща земите, сградите и всички машини и съоръжения, икономически и функционално свързани със съществуващия ТЕЦ, включително и върху изградената фотоволтаична централа.

Текущите активи на дружеството са под формата на търговски вземания, материални запаси и парични средства и еквиваленти.

Вземанията на дружеството включват основно вземания от клиенти, предплатени разходи и други вземания. Към 30.09.2023 г. стойността на вземанията от клиенти и доставчици е в размер на 296 хил. лв., а стойността на други вземания е 200 хил. лв.

Паричните средства към 30.09.2023 г. са в размер на 163 хил. лв.

Таблица 5: Собствен капитал и пасиви

Собствен капитал и пасиви	2020	2021	2022	Септ. 2023
СОБСТВЕН КАПИТАЛ				
Основен капитал	1 222	1 222	1 222	1 222
Резерви	14 406	14 406	14 401	14 401
Натрупан финансов резултат	(14 845)	(14 933)	(15 045)	(14 795)
Общо собствен капитал	783	695	578	828
ПАСИВИ				
Нетекущи задължения				
Дългосрочни заеми	9 439	9 411	18 287	21 121
Текущи задължения				
Краткосрочни задължения към банки	0	16	1 002	793
Текущи задължения	606	613	103	156

Други	273	128	107	30
ОБЩО ПАСИВИ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ	11 101	10 863	20 077	22 928

Таблицата представя собствения капитал и пасивите на дружеството за последните три отчетни години, като включва и данни към края на третото тримесечие на 2023 г. За разглеждания период регистрираният акционерен капитал на Ямболен АД възлиза на 1 222 299 лв., разпределен в 1 222 299 бр. обикновени поименни безналични акции с право на глас с номинална стойност на акция 1 лв.

Резервите на дружеството са образувани съгласно законовите разпоредби и по решения на Общото събрание на акционерите на Ямболен АД от разпределение на финансовия резултат. Преоценъчният резерв е в размер на 4 647 хил. лв. към 30.09.2023 г. и е резултат на последващи оценки на дълготрайните активи през 2002 г.

Наблюдава се известно подобрене на финансовото положение на Ямболен АД за анализирания период леко повишение на стойността на Собствения капитал през третото тримесечие на 2023 г. В същото време, обаче, дългосрочните задължения отбелязват чувствително повишение от 9 411 хил. лв. към края на 2021 г. до 18 287 хил. лв. към края на 2022 г. и 21 121 хил. лв. към края на третото тримесечие на 2023 г. Това се дължи на ползването на банков кредит за реализация на проекта за изграждане на фотоволтаична централа. Текущите задължения на дружеството са значително пониски, като достигат 1 212 хил. лв. през 2022 год., като основно се формират от краткосрочни банкови задължения.

2.4 Приходи и разходи

Таблица 6: Приходи и разходи

Приходи и разходи на Ямболен в хил. лв.	2020	2021	2022	Септ. 2023
Приходи	901	740	1 198	1 620
Приходи от финансираня	0	9	111	7
Балансова стойност на продадени активи	52	56	421	13
Разходи за материали	75	69	336	263
Разходи за външни услуги	115	172	62	91
Разходи за персонала	389	389	433	409
Разходи за амортизация	45	45	44	410
Други разходи за дейността	94	97	101	10
Печалба от оперативна дейност	131	(79)	(88)	431
Финансови разходи	5	10	28	181
Финансови приходи/разходи, нетно	5	10	28	18
Печалба преди данъци	126	(89)	(116)	250
Разходи за данъци	15	0	0	0

Печалба за периода	111	(89)	(116)	250
Други компоненти на всеобхватния доход:				
<i>(Компоненти, които няма да бъдат рекласифицирани в печалбата или загубата)</i>				
Печалби от преоценки на имоти, машини и оборудване				
Друг всеобхватен доход за годината, нетно от данъци				
ОБЩО ВСЕОБХВАТЕН ДОХОД ЗА ГОДИНАТА	111	(89)	(116)	250
Доход на акция	0.09	(0.07)	(0.09)	0.20

Таблицата представя приходите и разходите на дружеството за последните 3 отчетни години, включително и данни към края на третото тримесечие на 2023 г. През разглеждания период се наблюдават покачване на приходите към края на 2022 г. и конкретно към края на септември 2023 г. Нарастването на приходите към края на третото тримесечие на 2023 г. се дължи на въвеждането в експлоатация по-рано през годината на фотоволтаичната централа за производство на електрическа енергия. В същото време, обаче, дружеството заплаща по-ниски лихвени разходи по банкови кредити, поради все още преобладаващите по-ниски лихвени нива през периода.

Също така към края на третото тримесечие на 2023 г. се наблюдава силен ръст на разходите за амортизация, поради приетата счетоводна политика за амортизация на фотоволтаичната централа. Очаква се разходите за амортизация да се увеличат значително през следващите години в резултат на въведените нови активи за експлоатация.

В същото време разходите за персонала отбелязват известно повишение през 2022 г. и продължават да нарастват към края на третото тримесечие на 2023 г., като се очаква да останат стабилни през следващите години.

За периода 2020 - 2022 г. единствено през 2020 г. дружеството успява да реализира положителен финансов резултат, докато през 2021 г. и 2022 г. дружеството приключва годините на загуба. Към края на третото тримесечие на 2023 г. Ямболен АД отбелязва нетна печалба в размер на 250 хил. лв., отразяваща силния ръст на приходите и по-ниския ръст в разходите.

Доходът на акция за 2022 г. е отрицателен и е на стойност от (0.09) лв., като се влошава допълнително спрямо предходната година, когато е възлизал на (0.07) лв. на една акция.

2.5 Финансови коефициенти

Систематизираната финансова информация за Ямболен АД е представена в таблица, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41. Използваните данни са от одитираните неконсолидирани годишни финансови отчети за 2020 г., 2021 г. и 2022 г. Добавени са данни и за отчетените неодитирани резултати към края на третото

тримесечие за 2023 г., които не са на годишна база. Отчетите от предходните години не са показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството.

Таблицата обединява елементи от отчетите за последните 3 години, след което тези данни са използвани за изчислението на финансови коефициенти за:

- Активи и ликвидност
- Рентабилност
- Ливъридж
- Представяне на една акция
- Дивиденди
- Развитие
- Пазарни стойности

Таблица 7: Избрани финансови данни и коефициенти

Финансови данни и коефициенти				
	2020	2021	2022	Q3 2023
Индикатори от Отчет за приходи и разходи в хил. лв.				
1 Нетни приходи от продажби	901	749	1309	1627
2 Разходи за външни услуги	115	172	62	91
3 Разходи за персонала	389	389	433	409
4 Разходи за материали	75	69	336	263
5 Други разходи	146	153	522	23
6 Резултат преди лихви, данъци и амортизация = 1-2-3-4-5	176	-34	-44	841
7 Разходи за амортизация	45	45	44	410
8 Резултат от оперативната дейност = 6-7	131	-79	-88	431
9 Разходи за лихви	5	10	28	181
10 Други финансови приходи/разходи, нетно				
11 Резултат преди данъци = 8-9+10	126	-89	-116	250
12 Данъци	15	0	0	0
13 Нетна печалба = 11-12	111	-89	-116	250
Индикатори от Отчет за активите и пасивите в хил. лв.				
14 Парични средства	248	47	234	163
15 Разходи за бъдещи периоди	1	1	125	147
16 Търговски и други краткосрочни вземания	434	441	284	498
17 Материални запаси	442	440	35	35
18 Краткосрочни задължения	879	741	210	186
19 Нетен оборотен капитал = 14+15+ 16+17-18	246	188	468	657
20 Краткосрочен дълг	0	16	1002	793
21 Дългосрочен дълг	9 439	9 411	18 287	21 121
22 Обща стойност на активите	11 101	10 863	20 077	22 928
23 Обща стойност на пасивите	10 318	10 168	19 499	22 100
24 Обща стойност на собствения капитал	783	695	578	828
25 Брой емитирани акции	1 222 299	1 222 299	1 222 299	1 222 299
Финансови коефициенти				
26 Рентабилност на собствения капитал ROE = 13/24	14,18%	-12,81%	-20,07%	30,19%
27 Рентабилност на активите ROA = 13/22	1,00%	-0,82%	-0,58%	1,09%
28 Маржин на печалбата преди данъци = 11/1	13,98%	-11,88%	-8,86%	15,37%
29 Марж на нетната печалба = 13/1	12,32%	-11,88%	-8,86%	15,37%
30 Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви = 6/23	1,71%	-0,33%	-0,23%	3,81%
31 Коефициент на бърза ликвидност = (14+15+16)/(18+20)	0,78	0,65	0,53	0,83
32 Коефициент на обща ликвидност = (14+15+16+17)/(18+20)	1,28	1,23	0,56	0,86
33 Обръщаемост на активите = 1/22	0,08	0,07	0,07	0,07
34 Обръщаемост на вземанията = 1/16	2,08	1,70	4,61	3,27
35 Балансова стойност на една акция в лв. = (24*1000)/25	0,64	0,57	0,47	0,68
36 Печалба на една акция в лв. = (13*1000)/25	0,09	-0,07	-0,09	0,20
37 Продажби на една акция в лв. = (1*1000)/25	0,74	0,61	1,07	1,33
38 Дивидент на една акция в лв.	0	0	0	0
39 Коефициент на покритие на дивидентите = 36/38	N/A	N/A	N/A	N/A
40 Коефициент на изплащане на дивиденти = 38/36	0	0	0	0
41 Коефициент на задържане на печалбата = 100%-40	100%	100%	100%	100%
42 Темп на нарастване на активите	1,48%	-2,14%	84,82%	14,20%
43 Темп на нарастване на продажбите	-33,65%	-16,87%	74,77%	24,29%
44 Темп на нарастване на печалбата на една акция	-74,83%	-180,18%	30,34%	-315,52%
45 Общо активи/Собствен капитал = 22/24	14,18	15,63	34,74	27,69
46 Дългосрочен дълг/Собствен капитал = 21/24	12,05	13,54	31,64	25,51
47 Дълг/Собствен капитал = (20+21)/24	12,05	13,56	33,37	26,47
48 Цена на затваряне на една акция в лв.	0,65	0,65	0,65	0,65
49 Към дата	20.12.2020	31.12.2021	30.12.2022	30.11.2023
50 Коефициент Цена/Печалба (P/E) = 48/36	7,16	-8,93	-6,85	3,18
51 Коефициент Цена/Балансова стойност (P/BV) = 48/35	1,01	1,14	1,37	0,96
52 Коефициент Цена/Продажби (P/S) = 48/37	0,88	1,06	0,61	0,49

2.6 Анализ на силните и слабите страни на дружеството

Таблица 8: SWAT анализ

Силни Страни	Слаби Страни
Завършени инвестиции във ФЕЦ	Високо ниво на задлъжнялост
Опитен ръководен и оперативен персонал	Силна зависимост от изкопните цени на произведената електроенергия
Осигурено дългосрочно финансиране	Ниско ниво на собствен капитал
Възможности	Заплахи
Съкращаване на оперативните разходи	Забавяне на икономическия ръст на България
Повишаване на цените на електроенергията	Навлизане на ново конкурентно и по-производително оборудване
Понижаване на лихвените проценти	Допълнително повишение на лихвите, при положение че лихвоносните задължения са базирани на плаващи лихвени проценти

2.7 Икономически тенденции и условия в България и света, относими към дейността на дружеството

Развитие на икономическите тенденции по света и в България

Дейността на дружеството и продажбите на произведената електрическа енергия от фотоволтаичната централа е пряко свързана със състоянието на икономиката в България, която пък от своя страна е силно зависима от динамиката и интензитета на международните икономически процеси.

Основните тенденции, които оказват влияние върху икономическите тенденции по света и в България са свързани с:

- Развитие на инфлационните процеси,
- Парични политики от страна на централните банки
- Фискални политики в големите икономики
- Състояние на икономиката на Китай
- Развитие на войната в Украйна и други геополитически процеси в Близкия изток и др.

Съгласно Икономическия преглед на БНБ към 30.10.2023 г. през второто тримесечие на 2023 г. растежът на глобалния БВП се забавя до 0.7% на верижна база, като данните за глобалните конюнктурни показатели дават индикации за допълнително забавяне на растежа и през третото тримесечие на годината.

През периода юли – август 2023 г. темпът на нарастване на активността в сектора на услугите се понижава спрямо предходните месеци, но продължава да има основен положителен принос за глобалния растеж. В САЩ конюнктурните показатели за третото тримесечие индикират за слабо ускоряване на растежа на икономическата активност. Същевременно наличните данни за третото тримесечие на годината сигнализират за продължаващо забавяне на икономическата активност в Китай и за спад в еврозоната. Тенденцията към понижаване на глобалната инфлация показва колебание през август 2023 г., което се дължи на по-ниския отрицателен принос на цените на транспортните горива вследствие на поскъпването на суровия петрол през юли и август спрямо второто тримесечие. В САЩ тенденцията към понижаване на годишната инфлация е прекъсната през август поради поскъпването на транспортните горива, докато в еврозоната годишната инфлация продължава да спада. Инфлацията и в двата региона остава значително над целта, заложената от централните банки, поради което Федералният резерв и ЕЦБ продължават процеса по затягане на паричната политика. През третото тримесечие на 2023 г. Федералният резерв повиши границите на коридора на лихвения процент по федералните фондове с 25 базисни точки до 5.25–5.50%, докато ЕЦБ повиши лихвените си проценти на две стъпки с общо 50 базисни точки, като лихвените проценти по основните операции по рефинансиране, по пределното кредитно улеснение и по депозитното улеснение достигнаха съответно 4.50%, 4.75% и 4.00%.

Тези процеси във външната среда сигнализират за наличие на благоприятни ценови условия на търговия за България през третото тримесечие на 2023 г. и влошаване на условията за финансиране през четвъртото тримесечие на годината. Българският износ на стоки, според БНБ, вероятно ще продължава да бъде по-слаб от това, което се предполага от данните за световната търговия и външното търсене на български стоки през третото тримесечие на 2023 г. поради специфични за страната фактори. Балансът по текущата и капиталовата сметка за последните 12 месеца към юли 2023 г. преминава на излишък от 2.3% от БВП при дефицит от 0.5% от БВП към декември 2022 г., главно поради увеличаването на излишъка по капиталовата сметка и свиването на търговския дефицит на страната предвид по-силното понижаване на вноса на стоки спрямо износа. Салдото по финансовата сметка за последните 12 месеца към юли 2023 г. бе отрицателно вследствие на по-голямо натрупване на чуждестранни пасиви към нерезиденти спрямо това при чуждестранните активи на българските резиденти. В резултат на потоците по текущата, капиталовата и финансовата сметка на платежния баланс брутните международни валутни резерви на страната за последните 12 месеца към юли 2023 г. се повишават с 4.3 млрд. евро при увеличение с 3.9 млрд. евро към декември 2022 г. През първите осем месеца на 2023 г. годишният растеж на депозитите на неправителствения сектор в банковата система следва тенденция към забавяне, която се определя изцяло от по-ниския растеж на фирмените депозити. Същевременно продължаващото нарастване на доходите от труд и запазващите се предпочитания на домакинствата да спестяват в банковата система допринасят за запазване на сравнително висок годишен растеж на депозитите на домакинствата.

Годишният растеж на кредита за нефинансовите предприятия продължава да се забавя поради по-слабото търсене на финансов ресурс за осигуряване на оборотни средства и натрупване на запаси, постепенното повишение на лихвените проценти по нови кредити за предприятия и затягането на стандартите на банките за кредитиране на фирмите. В сектора на домакинствата годишният растеж както на жилищните кредити, така и на

потребителските кредити се запазва висок. Значителната ликвидност и силната конкуренция за пазарен дял в банковия сектор продължават да ограничават пренасянето на ефектите от затагането на паричната политика на ЕЦБ върху лихвените проценти по кредитите за домакинствата и същевременно са предпоставка за сравнително ограничените ефекти от предприетата от БНБ мярка за увеличаване на ставката на задължителните минимални резерви до 12% в периода от въвеждането ѝ до август 2023 г. включително.

През второто тримесечие на 2023 г. реалният БВП се повишава с 0.4% спрямо предходното тримесечие. На годишна база растежът на икономическата активност продължава да се забавя и възлиза на 1.8%. Това се определя от значителното нарастване на отрицателния принос на изменението на запасите, който е само частично компенсирани от спад на вноса на стоки. По отношение на вътрешното търсене през тримесечието се наблюдава ускоряване на годишния растеж на частното потребление, докато правителственото потребление допринася отрицателно за изменението на БВП. Повишение на брутна добавена стойност на годишна база беше отчетено в секторите на селското стопанство и услугите, докато в индустрията се наблюдава понижение. През второто тримесечие на 2023 г. заетостта отбелязва повишение с 0.1% на годишна база, което се дължи изцяло на сектора на услугите. Същевременно растежът на компенсацията на един нает в номинално изражение се забавя до 7.2% на годишна база и остава по-нисък от регистрираната през тримесечието инфлация, въпреки повишението на производителността на труда и увеличаващия се недостиг на работна сила в страната, който достигна едни от най-високите в исторически план стойности. Според БНБ, през третото тримесечие на 2023 г. реалният БВП на страната се очаква да се повиши на верижна база с темп, сходен с този от предходното тримесечие. Това е предпоставка икономическата активност да продължи да следва тенденция към плавно забавяне на годишна база. През четвъртото тримесечие на 2023 г. и през първото тримесечие на 2024 г. реалният БВП се очаква да отчете нисък растеж на верижна база, подкрепян най-вече от вътрешното търсене.

През първите осем месеца на 2023 г. годишната инфлация, следва тенденция към забавяне и възлиза на 7.5% през август 2023 г. Тази динамика се определя от поевтиняването на годишна база на енергийните продукти, както и от формирането на базов ефект спрямо високите темпове на нарастване на потребителските цени през 2022 г., главно в групата на храните. Същевременно отчетените от началото на годината темпове на растеж на хармонизирания индекс за потребителски цени на месечна база се запазват на по-високо ниво спрямо исторически наблюдаваните стойности, като силното потребителско търсене и растежът на разходите за труд на единица продукция продължават да оказват инфлационен натиск върху потребителските цени. Групата на храните продължава да има най-висок положителен принос за общата инфлация, следвана от услугите и промишлените стоки. БНБ очаква годишната инфлация да продължава да се забавя плавно през последното тримесечие на 2023 г. в съответствие с допусканията за динамиката на международните цени на суровините, но да остане на високо ниво през първото тримесечие на 2024 г. Основните фактори, които се очаква да продължат да ограничават скоростта и степента на пренасяне от страна на фирмите на спадането на международните цени на селскостопанските суровини върху крайните потребителски цени, са прогнозираното силно частно потребление и нарастване на разходите за труд на единица продукция.

През второто тримесечие на 2023 г. БВП на еврозоната нараства с 0.1% на тримесечна база в реално изражение. От компонентите на разходите за крайно потребление основен положителен принос за растежа има запасите и в по-малка степен правителственото потребление и инвестициите. Частното потребление има нулев принос за верижното изменение на реалния БВП за второ поредно тримесечие. Съществен отрицателен принос за тримесечния растеж има нетният износ поради значителния спад на износа в съчетание със слабо нарастване на вноса. В Германия, която е най-големият търговски партньор на България, е отчетено нулево изменение на реалния БВП спрямо предходното тримесечие, докато в другия основен търговски партньор на страната – Италия, икономическата активност се понижава с 0.4% на верижна база. Наличните към края на септември 2023 г. данни за конюнктурните показатели в еврозоната, включително PMI индексите, дават индикации за верижен спад на реалния БВП на еврозоната през третото тримесечие на 2023 г.

През първите два месеца на третото тримесечие на 2023 г. годишната инфлация при потребителските цени в еврозоната продължава да се забавя, като през август достига 5.2% спрямо 5.5% през юни. Забавянето на инфлацията на годишна база се дължи на по-ниската инфлация при храните, природния газ и електрическата енергия вследствие на високата база през 2022 г.

Поради все още високата инфлация, отклоняваща се съществено от целта от 2% на ЕЦБ, централната банка продължава да повишава референтните лихвени проценти и да предприема мерки за намаляване на размера на нейния баланс. През юли ЕЦБ прекрати реинвестициите по програмата за закупуване на активи. ЕЦБ обяви, че от началото на периода на поддържане, започващ на 20 септември 2023 г., олихвяването на минималните резерви на банките ще бъде с 0% ставка вместо с използвания дотогава лихвен процент по депозитното улеснение.

На заседанието през септември 2023 г. ЕЦБ посочи, че основните лихвени проценти в еврозоната са достигнали равнище, което, ако бъде поддържано достатъчно дълго, ще допринесе съществено за своевременното връщане на инфлацията към целевото ниво. През третото тримесечие на 2023 г. повишаването на лихвените проценти на ЕЦБ и очакванията на пазарните участници за тяхното допълнително нарастване в бъдеще продължи да оказва натиск за увеличаване на лихвените проценти на необезпечения паричен пазар в еврозоната и на доходността на ДЦК на Германия. По-голямото повишение на доходността в дългосрочните матуритети отрязва насоките на ЕЦБ за необходимостта от по-дълъг период на поддържане на рестриктивна парична политика за постигане на инфлационната цел.

Същевременно, българският износ на стоки се понижава повече от световната търговия със стоки и от това, за което сигнализираше изменението на външното търсене на български стоки през второто тримесечие на 2023 г. Тази динамика може да се обясни със специфичните за страната фактори, които през периода ограничават възможността за износ на българските предприятия и са свързани с влизането в сила от 5 февруари 2023 г. на забраната за износ към страни, различни от Украйна, на нефт и нефтопродукти, произведени от руски петрол, както и с планираните за второто тримесечие на 2023 г. ремонтни дейности в големи предприятия в сектора на преработващата промишленост.

Продължаващото повишаване на лихвените проценти от страна на Федералния резерв и на ЕЦБ и предприетите от БНБ увеличения на ставката на задължителните минимални резерви (ЗМР) са предпоставки за влошаване на условията за финансиране в страната през четвъртото тримесечие на 2023 г., като тенденцията вероятно ще се запази и през 2024 г.

Годишната инфлация в страната, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), продължи да се забавя, но остава на високи нива (7.5% през август 2023 г. спрямо 14.3% през декември 2022 г.). Основните фактори, които допринасят за забавянето, са поевтиняването на годишна база на енергийните продукти вследствие на низходящата динамика на международните цени на енергийните суровини през разглеждания период, както и формирането на базов ефект спрямо високите темпове на нарастване на потребителските цени през 2022 г., главно в групата на хранителните продукти. Същевременно отчетените темпове на нарастване на ХИПЦ на месечна база за периода януари – август 2023 г. се запазват по-високи спрямо наблюдаваните в исторически план стойности, като се наблюдава инфлационен натиск, произтичащ от вътрешната макроикономическа среда. Запазващото се силно потребителско търсене и нарастването на разходите за труд на единица продукция в условията на засилващ се недостиг на работна сила създават предпоставка за ограничено пренасяне от страна на фирмите на понижаващите се международни цени на основни енергийни и селскостопански суровини върху крайните потребителски цени. През периода януари – август 2023 г. фискалната политика продължава да оказва разнопосочно влияние върху инфлацията. Монетарните условия в страната също представляват фактор с проинфлационно влияние, тъй като силно отрицателните в реално изражение лихвени проценти по депозити и кредити продължават да допринасят за запазващото се силно частно потребление.

През август 2023 г. отрицателен принос за общата инфлация имат енергийните продукти, в чиято група е отчетен спад на цените от 7.1% на годишна база (спрямо 15.9% растеж през декември 2022 г.). Тази динамика се определя главно от понижението на цените на транспортните горива и отразява преките ефекти от поевтиняването на петрола на годишна база на международните пазари.

По-високите лихвени проценти в дългосрочен план се очаква да окаже неблагоприятно въздействие върху резултатите на Ямболен АД, тъй като задълженията на дружеството са с плаващ лихвен процент, който включва стойността на тримесечния Euribor плюс фиксирана надбавка. По-високите стойности на индекса Euribor ще доведат до по-високи лихвените разходи за обслужване на лихвоносните задължения. При високото ниво на съотношение Дълг/Собствен капитал, това означава, че съществува риск от реализиране на счетоводни загуби в дългосрочен план.

Таблица 9: Стойности на индекса Euribor към 27.11.2023

Индекс Euribor	Процент
1 седмица	3,873
1 месец	3,848
3 месеца	3,951
6 месеца	4,05
12 месеца	4,057

Очаквано развитие на Електроенергийния пазар в България

Съгласно Прогноза за Електроенергийния баланс на България до 2025 г. от Българска стопанска камера¹ основните фактори, които се очаква да определят развитието на електроенергийния пазар в България включват:

- ✓ **Намаление на вътрешното потребление**, поради:
 - Намалението на потреблението на домакинствата, заради демографската криза, повишаването на енергийната ефективност и повишаването на цената на електроенергията;
 - Доближаването на икономиката ни до средноевропейското ниво на енергийна интензивност, вкл. намалението на потреблението в енергийния сектор и загубите в преносната и разпределителните мрежи;
 - Въвеждането на интелигентни мрежи за пренос и разпределение, които ще оптимизират потреблението на електроенергия;
 - Повишаването на цената на електроенергията вследствие инвестициите в нови технологии във връзка с европейското изискване за преход към нисковъглеродна икономика;
 - Забавеното развитие на ВЕИ, поради отпадане на преференциите за тях, и развитието им главно като децентрализирани конструкции за задоволяване на собствените нужди на жилищни и стопански сгради.
- ✓ **Намаление на износа** във връзка с въвеждането на общоевропейската енергийна система чрез проекта „Свързана Европа 2020“, което ще направи част от генериращите мощности неконкурентоспособни, както на регионалния, така и на вътрешния пазар, поради тяхната технологична неефективност.

На основата на общото въздействие на тези фактори в доклада за бъдещия електроенергиен баланс на България до 2025 г. се налагат следните изводи:

- Със съществуващите към момента електропроизводствени мощности България ще задоволява напълно своите потребности от електроенергия, които няма да бележат ръст, а напротив – ще намаляват спрямо настоящото си ниво. Големите мощности, които са с дълъг срок на експлоатация, ще осигуряват необходимата базова електроенергия. АЕЦ „Козлодуй“ ще поддържа приемливо ниво на цената на произвежданата електроенергия, а централите в Марица Изток ще допринасят чрез използването на местна суровина за по-висока енергийна независимост на електропроизводството. Водните електроцентрали, соларните и вятърни паркове, както и когенерационните топлофикации ще осигуряват покритие и в най-натоварените сезони и часове, вкл. ще има достатъчно електроенергия за износ.
- Износът на електроенергия ще бъде ограничен до 10,25 TWh. Въвеждането на междусистемните електроенергийни връзки в ЕС, вкл. увеличаването на капацитета на България за обмен с Гърция и Румъния, заедно с въвеждането на Третия енергиен пакет на Общността и създаването на Европейски енергиен

¹ <https://www.bia-bg.com/service/view/18130/>

съюз, ще доведе до конкурентен европейски електроенергиен пазар, част от участниците в който ще предлагат ток на по-изгодни цени от произведения у нас, а това ще ограничи българския износ до 10,25 TWh.

- В следващото десетилетие България ще повиши значително енергийната си ефективност, благодарение на въвеждането на енергоспестяващи технологии в индустрията и битата. Намаленият енергиен интензитет ще създаде възможност за устойчив икономически растеж и произвеждане на 27% по-висок БВП при намаляващо с 2,3 TWh брутно потребление на електроенергия.
- Само след няколко години в условията на значителен местен добив и конкуриращи се външни доставчици, природният газ като енергоносител ще измести електроенергията от съществена част от битовото потребление, индустрията, услугите и публичния сектор, и ще доведе до допълнително свиване на електропотреблението в над 6 TWh.
- Децентрализацията на генериращи мощности ще намали вътрешното потребление на електроенергия и загубите при пренос на големи разстояния с повече от 1 TWh.
- В изпълнение на изискванията на европейското законодателство за строителство на нови сгради, след 2020 г. ще се гарантира близко до нулево потребление на външна по отношение на сградата енергия, което допълнително ще намали производството в електроенергийната система спрямо прогнозираното.
- Ще се въведат интелигентни мрежи за пренос и разпределение на електрическа енергия, при които ще се създаде възможност за гъвкаво производство и потребление на електроенергия, при намалени до минимум резервни мощности и индивидуално програмиране на ползваната енергия.
- Аргументираната прогноза за намаляващо потребление на електроенергия, както и излишъкът от генериращи мощности правят ненужно строителството на нови базови мощности до 2025 г. Единствено е полезно да продължи изграждането на покривни фотоволтаични конструкции върху стопански постройки, сгради от публичния сектор и жилищни домове, като принос към повишаването на енергийната ефективност. Нови базови мощности в бъдеще ще са необходими само като заместващи, при излизане от експлоатация на някои от действащите в момента, но това ще бъде не по-рано от 2030 г. за термичните и едва след 2037 г. за ядрените мощности.

3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите на Ямболен АД

Съгласно Наредба № 41 на КФН 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), справедливата цена на акция на действащо дружество е пропорционална част от стойността на дружеството, определена въз основа на общоприети оценъчни методи.

При изборът на методите за оценка на Ямболен АД са приложени следните изисквания:

- Методите да отчитат текущото състояние на активите и капиталовата структура;
- Методите да дават достоверна представа за дружеството като „действащо предприятие“ и възможностите му да генерира приходи;
- Методите да отчитат потенциалните бъдещи доходи за акционерите.

На база на тези изисквания, следните методи за оценка на акциите на Ямболен АД са най-подходящи:

1. Метод на дисконтираните парични потоци (**DCF**). Паричните потоци на дружеството са прогнозирани до 2028 година. Методът е представен само в един сценарий - реалистичен.
2. Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на акция е определена на база на последния публикуван годишен отчет на дружеството на 30.09.2023 год.

4. Оценка на справедлива стойност на акция

4.1 Метод на дисконтираните парични потоци – въведение и теоретична обосновка

Методът на дисконтираните нетни парични потоци служи за оценка на финансов актив, компания или проект 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, дивиденди и печалби.

Съгласно чл. 8 от Наредба 41 на КФН, в групата на методите за оценка на дружество, базирани на т. нар. дисконтирани парични потоци, се включват три основни подхода – Модел на дисконтираните дивиденди (DDM), Свободни парични потоци на разположение на дружеството (FCFF) и Свободни парични потоци на разположение на инвеститорите в собствен капитал (FCFE). Теоретичната обосновка на посочените методи се базира на определението за справедлива стойност на действащо предприятие, като сума от настоящата стойност на генерираните от основна дейност бъдещи свободни парични потоци.

Моделът на дисконтираните дивиденди определя паричните потоци като дивидентите, които акционерите в основен капитал следва да получат във времето. Моделът е теоретично обоснован, защото инвестиция в обикновена акция на дружеството днес, следва да е равна на настоящата стойност на бъдещите парични потоци, които акционерът ще получи под формата на дивиденди. В момента, в който настоящият акционер се освободи от притежаваната обикновена акция, то купувачът на акцията заплаща стойността на бъдещите парични потоци. Едно от предимствата на модела е това, че повечето дивидентни политики изглаждат волатилността във финансовите резултати на дружеството през годините и правят прогнозирането на потоците по-лесно. Основно изискване за прилагане на модела е това, дружеството да има история на дивидентна политика, която ясно да отразява финансовите резултати.

На база обосновани допускания се прави прогноза за определен период от време за размера на бъдещите дивиденди, които настоящите инвеститори следва да получат във времето. Динамиката, растежа и пътеката в размера на дивидента, зависи от приетите

допускания. Приемайки принципа за действащо предприятие, терминалната стойност на компанията се определя от Модела за растеж на Гордън (Gordon growth model), константно нарастване в размера на дивидента след прогнозния период. Сумата от бъдещите парични потоци, дисконтирани с фактор равен на единица плюс изискуемата норма на възвръщаемост на собствения капитал, коригирана с фактор време, дава справедливата теоретична стойност на компанията при зададените допускания.

$$V_0 = \sum \frac{D_i}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

$$TV = \frac{D_i \times (1+g)}{r-g}$$

където:

V_0 – теоретичната справедлива стойност на собствения капитал на дружеството

TV – терминална стойност

D_i – прогнозираните дивиденди през прогнозния период

r – изискуемата възвръщаемост на собствения капитал

g – дългосрочния темп на растеж на дивидента в следпрогнозния период

n – времеви фактор

Ямболен АД няма утвърдена практика за разпределяне на дивидент и реинвестира 100% от финансовите си приходи. Липсва и безспорно доказателство за намерение от страна на настоящия мениджмънт и търговия предложител за бъдещи дивиденди, **което прави модела неприложим за настоящото търгово предложение.**

Свободни парични потоци на разположение на дружеството (FCFF) се дефинира като паричния поток, генериран от основната дейност на компанията над необходимите инвестиции в оборотен капитал и дълготрайни активи, необходими за поддържане и растеж на основната дейност на дружеството. Дружеството генерира паричен поток от продажбата на продукцията си и разплаща от него оперативните си парични разходи. Остатъка от паричния поток, компанията инвестира в нетен краткосрочен оборотен капитал (вземания, материални запаси) и дългосрочни инвестиции в имоти, машини, съоръжения и оборудване. След изброените инвестиции, остатъка от паричния поток е на разположение на всички инвеститори в компанията – обикновени и привилегирани акционери, както и на кредиторите.

$$FCFF = NI + NCC + (Int \times (1 - TAX)) - FCInv - WCInv$$

където,

$FCFF$ - свободни парични потоци на разположение на дружеството

NI – нетен финансов резултат за периода

NCC – непарични разходи (амортизация)

Int – нетен лихвен разход за периода

TAX – данъчна ставка (корпоративен данък)

FCinv – инвестиции в имоти, машини, съоръжения и оборудване

WCinv – инвестиции в нетен оборотен капитал (вземания, материални запаси)

или аналогичния подход ползващ Нетна оперативна печалба след данъци (NOPLAT),
Резултатът от двата алтернативни подхода е идентичен.

$$FCFF = NOPLAT + NCC - FCinv - WCinv$$

където,

$$NOPLAT = EBIT \times (1 - TAX)$$

EBIT – печалба преди лихви и данъци

TAX – данъчна ставка (корпоративен данък)

FCinv – инвестиции в имоти, машини, съоръжения и оборудване

WCinv – инвестиции в нетен оборотен капитал (вземания, материални запаси)

Свободни парични потоци на разположение на инвеститорите в собствен капитал (FCFE)
е аналогичен на Свободни парични потоци на разположение на дружеството (FCFF)
метод с разликата, че свободния ресурс трябва да отрази претенциите на кредиторите
преди акционерите.

$$FCFE = FCFF - (Int \times (1 - TAX)) - net borrowing$$

FCFF - свободни парични потоци на разположение на дружеството

FCFE - свободни парични потоци на разположение на инвеститорите в собствен капитал

Int – нетен лихвен разход за периода

TAX – данъчна ставка (корпоративен данък)

Net borrowing – нетния размер на ново финансиране след обслужване на редовния
дълг

Прогнозираните свободни парични потоци следва да се приравнят към настоящия
момент. Дисконтовият фактор, подходящ за двата подхода е различен, като *FCFE* се
дисконтира с изискуемата норма на възвръщаемост на собствения капитал, коригиран с
времеви фактор за прогнозния период, а *FCFF* се дисконтира със среднопретеглената
цена на капитала (*WACC*), коригиран с времеви фактор. Разликата в двата подхода

произтича от факта, че двата парични потока са с различни бенефициенти, с различни характеристики риск/доходност и следователно различни стойности на алтернативен разход.

Стойността на компанията след прогнозния период (терминалната стойност) и при двата подхода се определя на база Модела за растеж на Гордън (Gordon growth model) с константно нарастване в размера на $FCFE/FCFF$ след прогнозния период.

Поради факта, че основен кредитор на Ямболен АД е мажоритарният собственик на компанията и настоящ търгов предложител, екипът смята за целесъобразно използването на Свободни парични потоци на разположение на дружеството (FCFF). Стойността на компанията е равна на настоящата стойност на бъдещите парични потоци на разположение на дружеството:

$$V_0 = \sum \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^n} + \frac{TV}{(1 + WACC_{TV})^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_i \times (1 + g)}{WACC - g}$$

където:

V_0 – теоретичната справедлива стойност на дружеството

TV – терминална стойност

$FCFF_i$ – прогнозираните FCFF през прогнозния период

$WACC$ – среднопретеглена цена на капитала, приложим за прогнозния период

$WACC_{TV}$ - среднопретеглена цена на капитала, приложим за след прогнозния период

g – дългосрочния темп на растеж на FCFF в следпрогнозния период

n – времеви фактор

По-долу подробно са описани входящите за модела данни, както и направените презумпции.

4.2 Изискуема норма на възвращаемост на собствения капитал

Определя се чрез Модел за оценка на капиталовите активи (CAPM) с разширение от премия за странови риск.

$$r = rf + \beta \times (ERP) + Liquidity Premium$$

където:

r – изискуемата норма на възвръщаемост на собствения капитал

rf – безрискова норма на възвръщаемост за развит пазар

β – бета измерител на систематичния ценови риск за пазарната стойност на собствения капитал

ERP – пазарна рискова премия за България

Liquidity Premium – рискова премия за ликвиден риск. Този риск се добавя поради липсата на ликвидност в търговията с акциите на Ямболен АД, с които не е сключвана сделка през последните три години.

Съгласно данни от Българска фондова борса АД (<https://www.bse-sofia.bg/bg/indices>) към 27.11.2023 г. изменението на основните борсови индекси е както следва:

Таблица 10: Изменение на основни борсови индекси през 2023 г.

Борсов индекс	Годишно изменение в % (YTD)
SOFIX	25.51%
BGBX40	14.60%
BGTR30	8.72%

Разликата в доходността между най-ликвидния индекс и втория най-ликвиден BGBX40 е 10,91%. Разликата в доходността между двата по-ниско ликвидни индекса BGBX40 и BGTR 30 е 5,88%.

Приема се, че разликата в доходността между SOFIX и останалите индекси не включва основно премия за ликвидност, въпреки че основният критерий за това една компания да бъде включена в индекса SOFIX е именно нейната ликвидност.

Съгласно представените данни, разликата между BGBX40 и BGTR30 може да се приема за премия за ликвиден риск, закръглена надолу, т.е. премията за ликвиден риск се приема за 5,00%.

За определяне на цената на собствения капитал на дружеството е използван широко разпространения подход на д-р Дамодаран, професор по Финанси в Stern School of Business в New York University. Методологията на д-р Дамодаран се използва широко за оценка на активи, включително от Световната банка и Международния Валутен Фонд. Д-р Дамодаран определя изискуемата възвръщаемост на капитала съгласно методиката на Модела за оценка на капиталовите активи като добавя премия за странови риск, определен като спреда между дългосрочните държавните ценни книжа на държавата, в която оперира разглежданата компания и развит пазар, определен от кредитния рейтинг, присъден от кредитна агенция Moody`s. Данните на д-р Дамодаран съдържат информация и за рисковата премия за пазара на акции за България.

4.3 Безрискова норма на възвращаемост за развит пазар

За безрискова норма на възвръщаемост се взема доходността на 10-годишни (до падеж) държавни облигации, издадени от Р. Германия, Germany Bund 10 Year Yield с текуща доходност: **2.55%**, към 27.11.2023 <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>, с присъден от кредитна агенция Moody`s кредитен рейтинг от Ааа.

4.4 Пазарна рискова премия (Equity Risk Premium)

За определяне на рисковата премия за развит пазар са използвани данни от уеб сайта на проф. Дамодаран, посочен по-долу, актуални към ноември 2023 г. (www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (ТТМ), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години.

Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж.

Според Търговия предложител, този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните исторически периоди. Така например в периоди на ниска инвестиционна активност, компаниите често предпочитат да раздават по-високи дивиденди, вместо да държат излишен кеш, като понякога коефициентът на изплащане на дивиденди дори може да надхвърля единица (когато освен текущата, се разпределят и печалби от минали години). Обратното, в периоди на инвестиционен бум компаниите ограничават стойността на дивидентите и предпочитат да реинвестират печалбата и така да увеличават стойността на компаниите в бъдеще.

На база на горното, използваната за целите на оценката стойност на премията за развит пазар е 4.88% към ноември 2023 г. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Премията за странови риск е изчислена на база на коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Вaa1, какъвто е рейтингът на България според Moody`s, и безрисковата норма на възвръщаемост. Текущите данни на проф. Дамодаран към месец ноември 2023 г. сочат, че правителствените облигации на България се търгуват с рискова премия от 171 пункта (1.71%) над тези с рейтинг ААА.

Така получената надбавка може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента на волатилност на съответния пазар на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло).

Използвана е стойност на коефициента на волатилност на българския пазар на акции от същия източник е 3,69, която се определя на база на публикуваните данни за стандартно отклонение на пазара на акции и облигации в България.

За горното изчисление са използвани данните на проф. Дамодаран (www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly21.xlsx sheet „Equity vs Govt Bond vol“) за стандартното отклонение, съответно коефициента на волатилност за България. На база на тези изчисления, крайната стойност на премията за странови риск, използвана в настоящата оценка, възлиза на 11.18%. Конкретните изчисления на проф. Дамодаран са представени в таблицата по-долу:

Таблица 11 Рискава премия на пазара на акции в България:

№	Показател	Стойност
1	Кредитен рейтинг на България според Moody's	Baa1
2	Рискава премия за дълг, базирана на кредитен рейтинг	1,71%
3	Стандартно отклонение на пазара на акции, България (на седмична база)	19,80%
4	Стандартно отклонение на пазара на облигации България	5,37%
5	Коефициент на волатилност (=4/5)	3.6872
6	Рискава премия за развит пазар на акции САЩ	4,88%
7	Рискава премия за пазара на акции в България (=7+3*6)	11.18%

4.5 Бета коефициент

По отношение на коефициента „бета“, според общоприетите методи за оценка, когато липсата на достатъчно история или на ефективен и често-търгуем пазар не позволява използването на „бета“ за конкретната компания, то за целите на изчисляване на цената на собствения капитал може да бъде използвана бета на компания от същия сектор, търгувана на развит пазар, или средна „бета“ за даден сектор.

Теоретично няма съществена разлика между „бета“ коефициентите по страни в рамките на един отрасъл, тъй като премията за риска, свързан със съответната страна, вече е включена като странова премия в оценката на дисконтовата ставка. Повечето големи информационни източници, като Bloomberg, Reuters и Morningstar публикуват стойности на коефициента „бета“ за основните стопански отрасли, изчислени на база средна между коефициентите на публично търгуваните компании на пазарите в Европа, Азия и Америка.

Бета коефициентът, отразяващ системният риск на ценовите изменения в цената на акцията на дружеството е заимстван от изчисленията на д-р Дамодаран. Търговията с книжата на Ямболен АД е слабо активна и статистическата бета от регресионен анализ спрямо измерителите на БФБ АД – SOFIX и BG40 е несъществен. За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Зелена и възобновяема енергия“ (Green and Renewable Energy) относно дружества от развиващите се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на **0.70**, както и „бета с дълг“ (levered beta) от 1.00.

Средното съотношение Дълг/Собствен капитал за сектора от развиващите се страни е 58,16%. Това съотношение на показателя на практика е несъпоставимо със

съотношението при Ямболен АД, където към 30.09.2023 г. съотношението Дълг/Собствен капитал е 26,466, поради високо ниво на задлъжнялост.

Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> - Levered and Unlevered Beta by Industry – Emerging Markets и се отнасят за отделните сектори в развиващите се пазари.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираният за дълг (relevered) „бета“ би следвало да бъде калкулиран в съответствие с капиталовата структура на Дружеството съгласно последния публикуван отчет, а именно този към 30.09.2023 год.

За да бъде коректно присвоен, коефициентът следва да бъде коригиран за специфичните характеристики в капиталовата структура на компанията. За целта се изчислява отрасловия бета без дълг (unlevered beta) чрез корекция със средното за извадката съотношение Дълг/Собствен капитал (Debt/Equity Ratio). За получената чист бета се прилага специфичното за компанията съотношение Дълг/Собствен капитал (Debt/Equity Ratio), с което се получава бета с дълг за Ямболен АД, отразяващ финансовия ливъридж на компанията.

Използваната сектора бета без дълг (unlevered beta), отразява средния системен риск за извадката, без ефекта от капиталовата им структура. За да приспособим секторния коефициент към специфичните характеристики на компанията, полученият бета без дълг се усилва със съотношението Дълг/СК на Ямболен АД.

$$\text{Бета с дълг} = \text{Бета без дълг} \times \left(1 + (1 - \text{TAX}) \times \left(\frac{D}{E}\right)\right)$$

$$\text{Бета с дълг} = 0.70 \times (1 + (1 - 0.10) \times (26.466))$$

$$\text{Бета с дълг} = 15.00$$

Полученото високо ниво на показателя „бета с дълг“ е практически неприложимо, поради спецификите на Ямболен АД. Нещо повече, използването на подобно ниво на коефициента бета, чувствително понижава оценката на дружеството, съгласно приложения модел на дисконтирани парични потоци. Колкото е по-висок показателя „бета“, толкова е и по-висока цената на собствения капитал и респективно, е по-висок дисконтовия фактор.

По тази причина, за целите на оценката, консервативно е използван коефициент „бета с дълг“ от 1.00, който е среден за дружествата от сектора, съгласно данните от сайта на д-р Дамодаран.

Таблица 12: Коефициент Бета с данни към 30.09.2023 г.

1	Собствен капитал Ямболен АД в хил. лв.	828
2	Краткосрочен лихвоносен дълг в хил. лв.	793
3	Дългосрочен лихвоносен дълг в хил. лв.	21 121
4	Общо лихвоносен дълг в хил. лв. = 2+3	21 914
5	Бета без дълг /beta unlevered/ за сектора	0.70
6	Дълг/Собствен капитал (Debt/Equity Ratio) Ямболен АД =4/1	26.466

7	Корпоративна данъчна ставка	10.00%
8	Използвана Бета с дълг	1.00

4.6 Цена на собствения капитал

Направените изчисления попълват набора от входящи данни, необходими за калкулирането на изискуемата норма на възвръщаемост на собствения капитал на Ямболен АД чрез модела за оценка на капиталовите активи (CAPM). Таблично е представена систематизираната информация:

r_f - 10-годишни държавни облигации издадени от Р. Германия	2.55%
β - бета коефициент	1.00
ERP - пазарна рискова премия за пазар на акции в България	11.18%
Liquidity premium – рискова премия за ликвиден риск	5.00%

$$r = r_f + \beta \times (ERP) + Liquidity\ premium$$

$$r = 2.55 + (1.00 \times (11.18)) + 5.00$$

$$r = 18.73 \text{ (възможни минимални отклонения в следствие на закръгляния)}$$

4.7 Пазарна цена на дълга

Дългосрочните дългове на Ямболен АД се състоят основно от банков инвестиционен кредит и кредит от юридическо лице.

Основни параметри на задълженията са:

- Банков кредит – лихвен процент от три месечен Euribor + 3.00% и погашения към главницата, съгласно погасителен план и срок на изплащане – 2031 г.;
- Дълг към юридическо лице – съгласно подписан договор от 27.11.2023 лихвеният процент е в размер на три месечен Euribor + 3.00%, срок на изплащане – 2033 г. години, като главницата започва да се погасява след седмата година.

Съгласно данни от интернет страницата на Euribor (<https://www.euribor-rates.eu/en/>) към 27.11.2023 г. стойността на три месечния Euribor е 3.951%.

За прогнозния период, за който е направена оценката е избрана цена на привлечения капитал от **6.951%**. При финансирането с дългов капитал е отчетен данъчният ефект от признаването на разходите за лихви за данъчни цели. Използваната данъчна ставка е 10% за целия период.

4.8 Среднопретеглена цена на капитала (WACC)

Среднопретеглената цена на капитала (WACC) се определя като претеглената през капиталовата структура на дружеството пазарна цена на финансиране със собствен капитал и дълг. Направените прогнози не предвиждат разпределение на текущите и натрупани положителни финансови резултати под формата на парични дивиденди.

Среднопретеглената цена на капитала на дружеството е 6.71%. Високото ниво на задължнялост, измерено чрез съотношението Дълг/Собствен капитал е причина за това цената на капитал да клони към цената на дълга, докато цената на собствения капитал има ниско тегло при определянето на средно претеглената цена на капитала.

Таблица 13: Среднопотеглена цена на капитала (WACC)

	Показател	Стойност
1	Безрискова доходност	2,55%
2	Рискова премия за пазар на акции в България	11,18%
3	Премия за ликвиден риск на емитента	5,00%
4	Сектор	Зелена и възобновяема енергия
5	Данъчна ставка	10%
6	Бета без дълг сектор (unlevered)	0,70
7	Съотношение Дълг/Общо активи	95,58%
8	Собствен капитал/Общо активи	3,61%
9	Използвана Бета с Дълг	1,000
10	Цена на собствен капитал	18,73%
11	Цена на дълга	6,951%
12	Собствен капитал	828 хил. лв.
13	Дълг	21 914 хил. лв.
14	Дълг + Собствен капитал	22 742 хил. лв.
15	Среднопотеглена цена на капитала =(((12/14)*10))+((13/14)*11+((1,00-5)))	6,71%

$$WACC = ((828/22742) * 18.73) + ((21914/22742) * 6.951 * (1 - 0.10)) = 6.71\%$$

4.9 Норма на дългосрочен ръст

Съгласно чл. 11 от Наредба 41, при използване на метода на дисконтираните парични потоци, прогнозните такива се определят по години, като се разграничават два периода - прогнозен период и следпрогнозен период. Следпрогнозният период (наричан още терминална стойност) обхваща годините след изтичането на прогнозния период. Това е периодът, за който се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността и затова се прогнозира, че паричните потоци ще останат постоянни или ще се променят с устойчив темп.

Заложеният в модела дългосрочен ръст „g“ е равен на очаквания ръст на икономиката в дългосрочен план, но съобразен с енергийната стратегия на България.

Единствено влияние върху дългосрочния ръст на приходите ще оказва изменението на цената на електроенергията, която дружеството продава. Дългосрочно влияние върху цените на електроенергията в България ще окажат:

- Демографските процеси в страната, като се предвижда процесите на спад на броя на населението да продължи
- Държавна политика за контролиране цените на електроенергия, която цели недопускане на цени от над 200 лв. MWh
- Силен ръст в предлагането на електроенергия от ВЕИ, вкл. фотоволтаични централи. Очаква се през следващите години, в България, в експлоатация да

бъдат въведени нови мощности, което допълнително ще увеличи предлагането пред дневните часове на денонощието

- Намаляване на разходите за производство на електроенергия от фотоволтаични централи в резултат на намаляване на цените на оборудването и постепенно намаляване на задлъжнялостта в сектора. Това предполага, че в бъдеще цените на новите инсталации от фотоволтаични системи ще бъдат по-ниски на 1 MWh инсталирана мощност. Това би оказала допълнителен натиск към понижаване на цените
- Подобряване на енергийната ефективност на българската икономика
- Очаквано изграждане на нови ядрени мощности
- Изваждане на въглищните ТЕЦ-ове от енергийния микс
- Конкретно за Ямболен АД, инсталираната ФЕЦ, се прогнозирана ежегодно намаляване на годишното количество произведена енергия, поради постепенно намаляване на производителността на инсталираните мощности с 0,5% годишно за първите пет години.
- „Ямболен“ АД, към датата на оценката, не планира да инвестира в инсталирането на нови мощности и по тази причина, годишното производство се очаква да намалява с процента на влошаване на производителността на инсталираните мощности.
- Дългосрочните промени в продажбите на Ямболен АД не са пряко свързани с състоянието на българската икономика, която според оценки на Министерството на финансите към м. октомври 2023 г. се очаква да нарасне с 3,2% за 2024 г., а за 2025 и 2026 г. със средно 3% годишно. Дългосрочните промени в продажбите на дружеството се намират в пряка зависимост от следните два фактора:
 1. Цените на продадена електрическа енергия, която зависи основно от изменението в предлагането от ново инсталирани фотоволтаични мощности на по-ниски цени;
 2. Деградация на инсталираните фотоволтаични панели, чиито производствени характеристики включват 0,5% годишно за периода на гаранцията от производителя.

Горните фактори предполагат, че в следващите години цените на електроенергията, произведена от фотоволтаични централи може да се очаква стабилна, дори и да отбележи известен спад поради нарастването на предлагането в определени дневни часови зони от денонощието.

Въпреки това, моделът за дисконтиране на свободните парични потоци залага на дългосрочен ръст на приходите "g" в размер на 1% след 2028 г., независимо от прогнозирания спад в бъдещото годишно количество произведена електрическа енергия от дружеството и състоянието на демографските процеси в България.

4.10 Прогнозирани приходи и разходи

Информацията от последните 3 години, включително и данни към края на септември 2023 г. и прогнозните данни са представени в долните таблици. Прогнозиран е ръст от

2% за периода 2024 - 2028 г., определен основно от прогнозирано повишение на цените на продаваната електроенергия.

Таблица 14: Отчет за приходите и разходите

Отчет за доходите

хил.лв	2019	2020	2021	2022	Q3 2023
Приходи					
Приходи от продажби	1 358	901	740	1 198	1 620
Приходи от финансираня			9	111	7
Други					
Общо приходи	1 358	901	749	1 309	1 627
Разходи					
Балансова стойност на продадени активи	(38)	(52)	(56)	(421)	(13)
Разходи за материали	(127)	(75)	(69)	(336)	(263)
Разходи за външни услуги	(113)	(115)	(172)	(62)	(91)
Разходи за персонала	(428)	(389)	(389)	(433)	(409)
Разходи за амортизация	(62)	(45)	(45)	(44)	(410)
Изменение на запасите					
Други разходи	(91)	(94)	(97)	(101)	(10)
Общо оперативни разходи	(859)	(770)	(828)	(1 397)	(1 196)
Печалба от оперативна дейност	499	131	(79)	(88)	431
Финансови разходи	(6)	(5)	(10)	(28)	(181)
Финансови приходи					
Финансови приходи/разходи нетно	(6)	(5)	(10)	(28)	(181)
Печалба преди данъци	493	126	(89)	(116)	250
Разход за данък върху печалбата	(52)	(15)			
Нетна печалба след данъчно облагане	441	111	(89)	(116)	250

Прогнозните продажби са базирани на данни за очакваното произведено годишно количество електроенергия в MWh, съгласно характеристиките на инсталираните мощности. За 2024 г. очакваното производство е в размер на 13 129 MWh, а за следващите години в периода е както следва: 2025 г. – 13 063 MWh; 2026 г. – 12 998 MWh; 2027 г. – 12 933 MWh и 2028 г. – 12 868 MWh. Предвижда се деградация на фотоволтаичните панели през периода на експлоатация, така че годишното производство на електрическа енергия се планира да намалява средно с 0,5% годишно. Т.е., в прогнозния период 2024 - 2028 г. общото производство на ел. енергия от ФЕЦ възлиза на 64 991 MWh, а средногодишно очаквано производство е в размер на 12 998 MWh.

Таблица 15: Прогнозно годишно количество произведена електрическа енергия

ПОКАЗАТЕЛ	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.
Прогнозно годишно количество електрическа енергия, MWh	13 129	13 063	12 998	12 933	12 868

Основните и най-важни показатели, чрез които се анализира ефективността на производството на ФЕЦ са специфичния годишен добив (представлява количеството електрическа енергия, произведено от 1 kWp инсталирана мощност за една година) и коефициента на производителност (PR – измерва годишната производителност на централата с включени загуби при преобразуване на слънчевата енергия, загуби при ефективността на инвертора, при пренос и трансформация и др.). Стойностите на тези показатели на ФЕЦ Ямболен са както следва:

Таблица 16: Основни показатели на ФЕЦ

Производителност (PR):	84,58 %
Ефективност на инвертора:	98,69 %
Специфичен годишен добив:	1 323 kWh/ kWp

В същото време, реализираните продажни цени през периода, в който ФЕЦ Ямболен работи през 2023 г. е както следва:

Таблица 17: Произведено количество и среднопретеглена цена на продажба

Месец	Произведено количество в MWh	Среднопретеглена цена лв./MWh
Май	1 080,498	120,49
Юни	1 859,615	126,89
Юли	1 679,494	145,00
Август	1 513,886	142,59
Септември	1 161,095	142,27
Октомври	984,659	163,07

Съгласно данните от горната таблица, Ямболен АД е реализирал продажби през 2023 г. на средни цени между 120,49 лв./MWh и 163,07 лв./MWh. Реализираната средна продажна цена за периода май-октомври е 140 лв./MWh.

За целите на прогнозиране на резултатите за периода 2024-2028 г. са използвани следните прогнозни цени на електроенергия, които се планира да са по-високи от средните продажни цени, реализирани през 2023 г.

Таблица 18: Прогнозни цени на продажби в лв./MWh

Година	2024	2025	2026	2027	2028
Цена в лв./MWh	175	179	182	186	189
изменение	2%	2%	2%	2%	2%

Основните разходи на дружеството по тежест са:

- Разходи за амортизация – те са прогнозирани на база на счетоводната политика на дружеството и приетия счетоводен амортизационен план, като се прилага линеен метод. Амортизация не се начислява на земите и на активите в процес на строителство и подобрене, преди те са бъдат пуснати в експлоатация.
 - По групи активи са прилагани следните норми, изразени в години полезен живот:
 - Таблица 19: Периоди на амортизация на активи

Сгради	25 години
○ Масивни	○ 25 години
○ Други немасивни	○ 7 години
Съоръжения	25 години

Машини и оборудване	3 години
Превозни средства	
○ Автомобили	○ 4 години
○ Други превозни средства	○ 10 години
Стопански инвентар	7 години
Компютри	2 години
Програмни продукти	2 години
Други	7 години

- Фотоволтаичната централа се амортизира за седем години, което представлява най-голямата част от прогнозните разходи за амортизация. Съгласно счетоводния амортизационен план на Ямболен АД, за периода 01.07.2023 г. - 31.12.2023 г. начислената амортизация възлиза на 690 хил. лв. или 1 380 хил. лв. на годишна база.
- Разходи за лихви – съгласно условията по сключени договори за заеми и нива на лихвени проценти от тримесечен Euribor с надбавка от 3%. Дружеството не планира нов дългосрочен дълг, като единствено може да ползва обратни краткосрочни кредити за целите на управление на ликвидността.
- Разходи за персонал – за база са използвани данни към 30.09.2023 г., като е допуснат темп на нарастване на заплатата, без да бъдат назначавани нови служители.
- Разходи за поддръжка – съгласно предоставена оферта от фирмата – изпълнител на изграждането на фотоволтаичната централа.
- Разходи за балансиране – съгласно допускане за стойност между 9-10% от реализираните брутни приходи от продажби на ел. енергия;
- Разходи за външни услуги – включват разходи за охрана, застраховки и други, като се допуска чувствително свиване на това перо спрямо предходните години.

Таблица 20: Прогнозен отчет за приходи и разходи

Отчет за доходите (в хил. лв.)						
Прогнози	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Приходи	2210	2 420	2 457	2 494	2 532	2 570
Ел. енергия	2182	2 298	2 332	2 367	2 402	2 438
Услуги	29	122	125	127	130	132
Изменение	82%	12%	2%	2%	2%	2%
Разходи	(1 894)	(2 399)	(2 417)	(2 431)	(2 454)	(2 477)
Персонал	(548)	(480)	(490)	(499)	(509)	(520)
Разходи за поддържане	(65)	(131)	(133)	(136)	(139)	(141)
Други	(399)	(55)	(56)	(57)	(58)	(60)
Разходи за балансиране	(85)	(213)	(222)	(231)	(240)	(250)
Амортизация	(797)	(1 520)	(1 516)	(1 507)	(1 507)	(1 507)
Оперативна печалба	316	21	40	63	78	93
Нетни разходи за лихви	(331)	(1 428)	(1 326)	(1 224)	(1 122)	(1 020)
Печалба преди данъци	(15)	(1 407)	(1 286)	(1 161)	(1 044)	(927)
Данък печалба	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	(15)	(1 407)	(1 286)	(1 161)	(1 044)	(927)

Съгласно прогнозните резултати, дружеството ще отчети счетоводна загуба през целия период 2024 - 2028 г., но ще реализира положителен паричен поток, поради високи разходи за амортизация и липса на планове за нови инвестиции.

Паричните потоци през годините са достатъчни за редовното обслужване на дългосрочните лихвоносни задължения.

4.11 Нетен Оборотен Капитал (NWC) и Инвестиции

Нетният оборотен капитал на Дружеството се формира от краткотрайните активи минус краткосрочните му задължения (без лихвоносния дълг).

Краткосрочните задължения към финансови институции също не се включват в оборотния капитал, тъй като те са част от капиталовата структура на дружеството, а размерът на лихвоносния дълг не се взема предвид при използването на метода на дисконтираните нетни парични потоци на фирмата.

При определяне стойността по метода на дисконтираните нетни парични потоци, стойността на паричните средства и финансовите активи, както и на задълженията към финансови предприятия към датата на последния изготвен финансов отчет, са отчетени като елементи при изчисляването на нетния дълг.

Прогнозата се основава на допускането, че при равни други условия, с нарастването на продажбите, размерът на компонентите на нетния оборотен капитал се променя пропорционално. Най-голямо изменение на нетния оборотен капитал се предвижда през 2024 г., когато се очаква да се реализира и най-силен ръст на приходите, поради обхващането на една цяла календарна година на функциониране на фотоволтаичната централа.

Към края на 2023 г. нетният оборотен капитал на дружеството се очаква да бъде в размер на 651 хил. лв., което представлява увеличение спрямо предходната година, когато той е бил в размер на 534 хил. лв.

През следващите години се допуска единствено леко изменение на нетния оборотен капитал, като се предвиждат единствено леки изменения в посока на слабо повишение.

По отношение на прогнозни инвестиции, Ямболен АД не планира да осъществява нови инвестиции в дружеството през прогнозния период, в резултат на което капиталовите разходи приемат нулеви стойности.

4.12 Резултат от DCF оценката

Калкулираните и обосноващите стойности в точки 4.1 до 4.11 са приложени за изчислението на крайната справедлива стойност на Ямболен АД чрез подхода на дисконтираните парични потоци.

Таблица 21: Нетен дълг към 30 септември 2023 г.

1	Текущ лихвоносен дълг	793 хил. лв.
2	Нетекуч лихвоносен дълг	21 121 хил. лв.
3	Парични средства	163 хил. лв.
4	Нетен дълг=1+2-3	21 751 хил. лв.

Таблица 22: Среднопретеглена цена на капитала (WACC)

Среднопретеглена цена на капитала		
	С дълг	Без дълг
Безрискова доходност	2,55%	2,55%
Рискова премия за България	11,18%	11,18%
Коефициент Бета	1,0000	0,7000
Цена на капитала преди премия за ликвидност	13,73%	10,38%
Премия за ликвидност	5,00%	5,00%
Цена на собствения капитал	18,73%	15,38%
Цена на дълга	6,951%	
Данъчна ставка	10,00%	
Съотношение Дълг/Общо активи	95,58%	
Среднопретеглена цена на капитала WACC	6,71%	

Степенният фактор се определя като частно на броя дни между датата на Обосновката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период. Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до четвъртия знак след десетичната запетая. Конкретните изчисления са показани в таблицата по-долу:

Таблица 23: Оценка на по метода на дисконтиране на паричните потоци

Оценка в хил. лв. Година	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Оперативна печалба	316	21	40	63	78	93
Амортизация	797	1 520	1 516	1 507	1 507	1 507
Промяна в нетния оборотен капитал	-1 185	-245	-11	-11	-12	-12
Капиталов разходи	-227	0	0	0	0	0
Свободен паричен поток	-299	1 296	1 545	1 559	1 573	1 588
Брой дни	33	399	764	1 129	1 494	1 860
Степенен фактор	0,0904	1,0932	2,0932	3,0932	4,0932	5,0959
Дисконтов фактор	0,9371	0,9371	0,9371	0,9371	0,9371	0,9371
Релативен дисконтов фактор	0,9941	0,9315	0,8729	0,8180	0,7666	0,7182
Дисконтирана стойност на паричните потоци за периода	(27)	1 207	1 348	1 275	1 206	1 141
Оценка						
WACC	6,71%					
Настояща стойност на СПП	WACC	6 151				
Дългосрочен ръст	1,00%					
Терминална стойност						28 092
Настояща стойност на ТС	WACC	20 303				
Цена на цяло предприятие		26 454				
Минус нетен дълг		21 751				
Цена на акциите на дружеството		4 703				
Цена на една акция		3,85				

5. Метод на нетната стойност на активите (NAV)

Методът на нетната настояща стойност дава добра представа за стойността на компанията на разположение на настоящите акционери след покриване на задълженията към кредиторите. Подходът е подходящ за определяне на стойност за акционерите на база текущо състояние, като не взема предвид бъдещото развитие. Моделът е коректен в случай на съвестното спазване на добрите счетоводни практики.

Моделът е за предпочитана в случаи, при които се очаква, че бъдещите резултати на дружеството ще са свързани с реализиране на счетоводни загуби. Това допълнително би довело до намаляване на нетната стойност на активите в бъдеще и би понижило значението на показателя. Такъв е случая с Ямболен АД, където в резултат на очакваните високи разходи за лихви и амортизационни отчисления, се очаква дружеството да бъде декапитализирано още през 2024 г., въпреки че ще реализира положителни парични потоци.

Стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обръщение към датата на счетоводния баланс.

Нетната стойност на една акция по метода на нетната балансова стойност на активите е определена без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на дружеството.

За определянето на цената на една акция на Ямболен АД по този метод са използвани данни от последния публикуван счетоводен отчет към 30.09.2023 год.

Обикновените акции на дружеството към настоящия момент са 1 222 299 броя.

Таблица 24: Нетни активи на една акция

Метод на нетна стойност на активите	Мярка	Сума
Стойност на активите по баланс на дружеството	хил. лв.	22 928
Текущи задължения по баланс към 30.09.2023	хил. лв.	979
Нетекущи задължения по баланс към 30.09.2023	хил. лв.	21 121
Нетни активи	хил. лв.	828
Брой обикновени акции в обръщение	хил. бр.	1 222
Нетни активи за акция (в лв.)		0.677 лв.

6. Обосновка на теглата на оценъчните методи

При определяне на справедливата цена на акция на Ямболен АД, търговият предложител смята, че използваните относителни тегла на оценъчните методи дават най-добра база за сравнение спрямо анализирания бизнес и рискови характеристики на оценяваното дружество.

Теглата на използваните методи са следните:

- Метод на дисконтираните парични потоци – 50%
- Метод на нетната балансова стойност на активите – 50%

За двата метода е заложено равно тегло по следните причини:

- Прогнозните резултати на дружеството се свързват с реализиране на счетоводни загуби поради високи разходи за лихви, базирани на тримесечен Euribor + 3%, както и високи разходи за амортизация.
- Прогнозните резултати биха довели до декапитализиране на дружеството, въпреки че то ще успява да реализира положителен паричен поток, достатъчен за обслужването на лихвоносните задължения.
- Високото ниво на съотношението Дълг/Собствен капитал прави дружеството силно чувствително при допълнителни изменения на цените на електроенергията и/или лихвените проценти.
- Високото ниво на чувствителност към промените в цените и лихвите, правят стойността на нетните активи величина, която отразява развитието на дружеството през последните години.
- Високото чувствителност към продажните цени и лихвените проценти, правят резултатите от модела на дисконтирани парични потоци силно волатилни.

7. Справедлива стойност на акциите съгласно методите на оценка

Предвид обосновката на съответните относителни тегла на използваните оценъчни методи и в съответствие с разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на Ямболен АД, предмет на настоящото предложение е определена на 2,262 лв.

В Таблицата по-долу синтезирано е представена съответната информация.

Таблица 25: Справедлива стойност на една акция, съгласно използваните методи

Метод	Тегло	Цена	Претеглена цена
Метод на нетната стойност на активите (NAV) в хил. лв.	50%	0.677 лв.	0.339 лв.
Метод на дисконтирани свободни парични потоци на разположение на компанията (FCFF)	50%	3.847 лв.	1.923 лв.
Справедлива стойност на акция			2.262 лв.

Предложената от предложителя – Еникорп АД цена на търговото предложение от **2.27 лв.** за една акция от капитала на Ямболен АД не е по-ниска от среднопретеглената цена за последните три месеца, предхождащи датата на обосновка, не е по-ниска от най-високата цена за една акция, заплатена от предложителите през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението и е по-висока от изчислената справедлива цена, посочена в обосновката по-горе.

8. Разгледани, но неизползвани методи

8.1 Метод на пазарните множители на дружества аналози

При този метод на сходното предприятие се сравняват рисковия профил и потенциала за растеж на оценяваната компания с тези на избрани сравними публични дружества. Пазарните множители за аналогични предприятия дават индикация за това, колко би платил за компанията един информиран инвеститор на ефективен пазар. Тези множители впоследствие се прилагат към оперативните характеристики на оценяваното дружество, за да се достигне до заключение за неговата стойност.

Съгласно чл. 17 от Наредба №41 на КФН при оценката на дадено дружество на базата на дружества аналози се използват следните методи - метод на съотношението „цена/печалба“, метод на съотношението „цена/счетоводна стойност“, метод на съотношението „цена/приходи от продажби“ и метод на съотношението „цена/печалба преди лихви, данъци и амортизации“. Пазарните множители се изчисляват на базата на пазарни цени на сходното дружество, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

Най-съществената стъпка при прилагането на този метод е изборът на дружества-аналози, които са най-подходящи за съпоставяне с Ямболен АД. Дружество-аналог е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното, предмета на дейност и източниците на приходи. От група „подходящи“ дружества се избират тези, които са най - сравними с оценяваното. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големина на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял.

Друг важен фактор при избора на подходящо сходно дружество е то да бъде активно търгувано на регулиран пазар, да осигурява прозрачност и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

Търсенето на сходни компании започва с анализ на компаниите в същия сектор „Зелена и възобновяема енергия“, търгувани на пазара на БФБ. Подобни компании, които реализират приходи основно от продажбата на ел. енергия, произведена от фотоволтаична централа, не са регистрирани за търговия на някой от пазарите, организирани от БФБ.

Използването на информация от чуждестранни сходни публични дружества също е неприложим. Дори да бъде намерена компания с подобен предмет на дейност, сравнението ще изисква корекции – за различните счетоводни стандарти, нормативни разпоредби в сектора на енергетиката, рискови премии, размер на дружеството и най-вече активност на търговия. Както вече бе отбелязано, с акциите на Ямболен АД не са се сключвали сделки на регулиран пазар от 2020 г.

Сравнението между Ямболен АД и публични дружества в друг отрасъл е неприложимо, тъй като би довело значителни отклонения в оценката поради разликите в пазарните структури, фирмени структури, финансови съотношения, капиталова структура и други.

Прилагането на текущия метод чрез ползването на общоприет еталон на пазарните множители, вместо сходно дружество, каквито са борсовите индекси, издавани от БФБ също е свързано с прекалено много условности. Те са свързани с обстоятелството, че Ямболен АД реализира счетоводна загуба през последните две завършени години (2021 и 2022 г.), т.е. основният показател Цена/Печалба е неприложим.

На база на посочената обосновка няма потенциални сходни дружества на Ямболен АД, които да покриват изискванията за аналогичен предмет на дейност, сравним размер на дружеството, или сравними финансови или оперативни показатели.

8.2 Средна претеглена цена

Както вече беше обосновано в точка 1.5, акциите на дружеството не се търгуват активно и следователно среднопретеглената цена не е взета предвид при определяне на справедливата стойност на акция, тъй като условието „Акции, търгувани активно“ предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 не е налице, а именно минимален средно дневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на дружеството за предходните 6 месеца. Капиталът на дружеството е в размер на 1 222 299 броя акции т.е. обем от 0.01% от него се равнява на 122 броя акции. Общият брой изтъргувани акции на Ямболен АД за разглеждания период е 0 броя, съответно средно дневният обем на търговия с акции за този период е 0 броя (изчислен на база 130 борсови сесии за периода). Следователно не е налице средно дневен обем на търговия в размер по-голям от 0,01 на сто от общия брой акции на дружеството.

Таблица 26: Среднопретеглени цени

Стойност на акция съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба 41	2.262 лв.
Среднопретеглена цена последни 6 месеца	n/a

Най-висока заплатена цена от предложителя 6 месеца.	0.50* лв.
Справедлива цена съгласно чл. 150, ал. 7, т. 3 от ЗППЦК и предложена от предложителя цена	2.27 лв.

*Цената на една акция, платена от търговия предложител за придобиване на мажоритарен пакет.

9. Систематизирана финансова информация

Систематизираната финансова информация за Ямболен АД е представена в т. 2.5 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41.

Данните към 31 декември 2020 г., 2021 г. и 2022 г. са от одитираните годишни финансови отчети на Ямболен АД, а тези към 30 септември 2023 г. – от междинни отчети на годината.

Данните към 30 септември 2023 г. са предварителни и неодитирани.

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 административно производство по реда на чл. 152 ЗППЦК.

10. Използвани информационни източници при изготвяне на предложението

Данни от публикуваните финансови отчети на Ямболен АД

Търговски Регистър – www.brra.bg

Българска фондова борса - <https://www.bse-sofia.bg/>

БФБ Алтернативен Пазар - <http://www.basemarket.bg/>

Национален Статистически Институт - <https://www.nsi.bg/>

[Българска народна банка – www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

[Българска стопанска камера - https://www.bia-bg.com/](https://www.bia-bg.com/)

Министерство на финансите - www.minfin.bg

Рейтингова агенция Moody's - <https://www.moody's.com>

А. Дамодаран - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Организацията за икономическо сътрудничество и развитие - <https://data.oecd.org/>

Информационна агенция Bloomberg - www.bloomberg.com

**ДЕКЛАРАЦИЯ ОТ ЗАКОННИЯ ПРЕДСТАВИТЕЛ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ И НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ
ПОСРЕДНИК**

Предложителят, Еникорп АД, както и упълномощения да осъществи търговото предлагане инвестиционен посредник БенчМарк Финанс АД, с положените по-долу от законните им представители подписи, декларират, че настоящото търгово предложение към акционерите на Ямболен АД съответства на изискванията на закона.

За Еникорп АД:

Соня Николова

Изпълнителен директор

Еникорп АД

За БенчМарк Финанс АД:

Деница Христова

Изпълнителен директор

БенчМарк Финанс АД

Веселин Генчев

Прокурист

БенчМарк Финанс АД