



## МЕХАНИЗМЪТ ЗА КОРПОРАТИВЕН КОНТРОЛ НА БФБ НЕ РАБОТИ ЕФЕКТИВНО

*Бисер Райнов*

*СИА*

*Преподавател във ВУЗФ*

### Ключови думи:

*Корпоративен контрол*

*Финансов анализ*

*Анализ на парични потоци*

*Фондова борса*

*ЧЕЗ*

### Резюме

*В статията е направен аналитичен преглед на финансовите отчети на две от най-значимите в социален аспект публични дружества, листвани на Българска фондова борса. На базата на този преглед е направен изводът, че механизмът за корпоративен контрол на Българска фондова борса, установен както нормативно, така и на пазарен принцип, не работи добре.*

### Защо ЧЕЗ?

Темата за електроенергията е една от чувствителните теми в българското общество. Основната причина за това е от битово естество – делът на сметките за ток в общия размер на разходите на домакинствата (или пък разходите за електричество като процент от дохода на домакинствата).

В последно време доставчиците на електроенергия пак са във фокуса на медииното внимание. Този път причината е, че лицензите им може да бъдат отнети. По повод на изострените отношения между правителството и доставчиците на електроенергия в публичното пространство се появиха твърдения за злоупотреби, свръхпечалби, които се изнасят извън България и т.н. Особеност на информацията, появяваща се в медиите, е, че не е нужно да се доказва или аргументира верността ѝ. Достатъчно е само тя да е базирана на източник, който се приема за „добре информиран“ или надежден по силата на социалното си положение, заеман държавен пост и др. В този смисъл може да се каже, че е от обществен интерес да се провери до колко информацията за електроразпределителните дружества, разпространявана от медиите, е вярна. Една възможност да се направи това е като проверката се базира на финансовите отчети на въпросните дружества.

От всички електро предприятия, работещи у нас, публични са само две от дружествата на чешката група ЧЕЗ. По идея публичните дружества трябва да са прозрачни, което предполага, че задачата за проверката е изпълнима.

### Обща постановка на анализа

Един задълбочен финансов анализ по темата (и то на две предприятия от групата на ЧЕЗ) би бил с обем от няколко десетки, а може би и над 100 страници. С оглед на формата на тази статия е ясно, че това е неприемливо. По тази причина ще бъде направен по-скоро общ преглед на финансовите отчети с елементи на финансов анализ, отколкото задълбочен анализ. Това, разбира се, няма да е за сметка надеждността и верността на анализа, а по-скоро за сметка на обхвата на анализиранияте въпроси.

Всеки анализ трябва да има ясна цел. В случая целта няма да е да се даде отговор на въпроса изнасят ли ЧЕЗ по 4800 лв. на ден от България или не. Целите ще бъдат:

- ✓ Да се направи общ преглед на отчетите с цел идентифициране на съществени изменения. За постигане на тази цел ще бъде използван хоризонталният финансов анализ;
- ✓ Да се установят съществени, изглеждащи „неестествено“ съотношения. За целта ще бъде използван и вертикалният финансов анализ;
- ✓ Да се установи дали и до колко в рамките на финансовия отчет може да се намери обяснение на съществените изменения и съотношения. За основен източник на информация ще бъдат използвани оповестителните бележки;
- ✓ Да се направи анализ на паричните постъпления и плащания на компаниите на базата на отчета за паричните потоци и оповестителните бележки;
- ✓ Да се резюмират основните факти, констатирани в резултат на анализа.

### Дружествата, обект на анализа, и техният бизнес модел

Групата на ЧЕЗ оперира в България с пет дружества. Информация за предмета им на дейност може да се намери в Интернет<sup>1</sup>. От тези пет дружества към настоящия анализ имат отношение три:

*„ЧЕЗ Разпределение България“ АД (публично дружество):* Основен предмет на дейност на дружеството е експлоатация и управление на електроразпределителната мрежа. Т.е. това е компанията, грижеща се за електропреносната инфраструктура – стълбове, жици, кантони и др. Погледнато през призмата на фактурата, която абонатите получават, това са онези 30-40% от сметката, които се представят във втората половина на документа и са за „такси за достъп и пренос“.

Основен клиент на „ЧЕЗ Разпределение България“ е „ЧЕЗ Електро България“.

*„ЧЕЗ Електро България“ АД (публично дружество):* Това е компанията, която снабдява с електроенергия крайните потребители, присъединени към електроразпределителната мрежа в Западна България. Т.е. това е компанията,

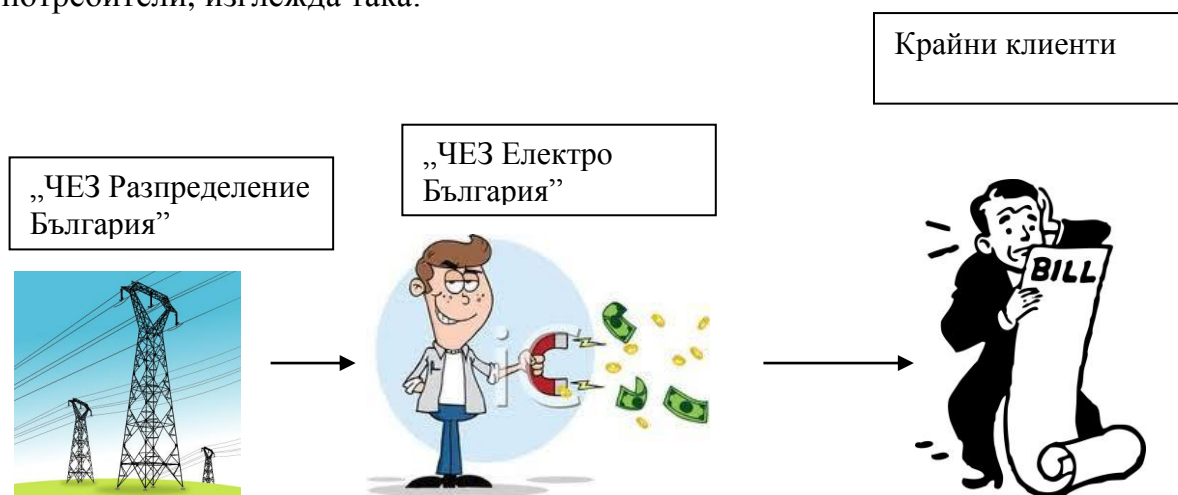
<sup>1</sup> <http://www.cez.bg/bg/za-nas/chez-v-balgariya.html>

която продава на потребителите ток. Във фактурата цената на електроенергията е представена в първата таблица и е с относително най-висока стойност (50-60% от общата сума на фактурата). От това, разбира се, не може да се направи извод, че повече от половината сметка на абонатите отива в сметките на „ЧЕЗ Електро България“. Компанията е търговец и препродава електроенергия, при това по регулирани цени. Т.е. тя печели от разликата в цената, по която купува и тази, по която продава електроенергията.

„ЧЕЗ България“ ЕАД (не е публично дружество): Компанията е създадена в средата на 2005 г., за да изпълнява управленски и поддържащи дейности за всички дружества на ЧЕЗ Груп в България. Компанията е основен доставчик на „външни услуги“ на горните две дружества.

### *Бизнес моделът*

Представен по един доста опростен начин, бизнес моделът на дружествата от групата, имащи пряко отношение към цената, понасяна от крайните потребители, изглежда така:



Дружествата на ЧЕЗ в България работят на силно регулиран пазар. За целите на този анализ е важно да се отбележи, че регулацията обхваща освен цените, по които дружествата продават, и някои разходи. Освен това на тях им се налагат задължения, пряко отразяващи се на рентабилността.

Преносът и продажбата на ток са обособени в две различни дружества по силата на законово изискване.

### **„ЧЕЗ разпределение България“ АД<sup>2</sup>**

#### **Хоризонтален анализ на отчета за всеобхватния доход**

При хоризонталния анализ се проследяват стойностите на дадена позиция от финансовия отчет във времето. В случай че периодът, обхванат от анализа, е сравнително дълъг – 5-10 г., може да се говори за установяване на тенденции. В

<sup>2</sup> Одитираният отчет на компанията може да бъде видн на [http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI\\_ID=79662&lang=bg&year=2013&period=Q5](http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI_ID=79662&lang=bg&year=2013&period=Q5)

случай че периодът е ограничен – например 2 г., хоризонталният анализ може да се използва само за да се констатират необичайни изменения.

В конкретния случай ще бъде анализиран финансовият отчет за 2013 г. Т.е. обхванатият период ще е двугодишен.

### ***Приходи***

Още на първия ред от отчета се вижда изменение, което е съществено. Приходите на ЧЕЗ са се понижали от 605 360 000 лв. на 561 901 000 лв., което е спад с 43 459 000 или 7%. Според посоченото в отчета за всеобхватния доход приходите от разпределение на електроенергия (пренос и достъп) са пояснени в бележка 3.1. От тази бележка се вижда, че спадът на приходите от битови потребители е 30 116 000 лв., а този от промишлени – 35 370 000 лв. или общо 65 486 000 лв. Разликата между спада, идващ от потреблението на битови и промишлени абонати, и общия спад на приходите се компенсира от увеличените приходи от достъп за ВЕИ потребители и клиенти на отворения пазар.

В оповестителна бележка 3.1. не е дадено обяснение на причините, довели до спада на приходите (тук и не е място за това). Всичко, което е направено в бележката, е „разбивка“ на приходите по видове.

Нормално е един осезаем спад на приходите да бъде обяснен в доклада за дейността или във финансовия анализ към отчета. В доклада за дейността това не е направено. Във финансовия анализ е казано, че спадът се обяснява с решението на ДКЕВР от май 2013 г. за намаляване цената на тока, топлата зима и по-ниската консумация на електроенергия. Да обясниш 65 млн. лв. с едно изречение е меко казано недобра практика за корпоративно управление.

Друг интересен момент е, че позицията „Други приходи“ е с относително висок дял в общия размер на приходите – от близо 8%. Основният вид приходи тук са тези от такси за присъединяване на потребители. Тези приходи са малко над 18 млн. лв. Безспорно би било интересно да се разбере колко и какви са тези потребители, но няма откъде. Никъде в отчета не е казано нищо по този въпрос. Не може да се направят и изводи, базирани на косвени аргументи, тъй като в сайта на компанията разделът за „Цени за присъединяване“ е... бял лист<sup>3</sup>.

Това, което може да се каже на базата на наличната информация, е, че при нарастващ брой на абонатите има спад на потреблението.

### ***Разходи***

Това, което заслужава внимание по отношение на разходите, е, че общият им размер през 2013 г. (589 969 хил. лв.) е намалял спрямо 2012 г. (599 781 хил. лв.) с 9 812 000 лв. или с 1.6%. Намаление на приходите със 7%, съпътствано от намаление на разходите от под 2% е нещо, което си заслужава да се изследва. Подобен анализ обаче ще е доста обширен и не му е мястото тук. За негова отправна точка може да се използва структурата на разходите, която за 2013 г. изглежда така:

<sup>3</sup> <http://www.cez-rp.bg/bg/tseni/ceni-prisaedinyavne.html>



Дори и бегъл поглед върху разходната част на отчета за всеобхватния доход ще е достатъчен, за да се види една съществена промяна. Позицията „Други разходи“ през 2012 г. е на стойност 13 263 000 лв., а през 2013 г. – 37 997 000 лв. Т.е. увеличението е с 24 734 000 лв. или с около 186%. Това увеличение се дължи основно на начислени провизии за съдебни искове. За тази провизия няма информация в доклада за дейността или финансовия анализ.

### **Оперативна печалба**

Преди анализа на оперативната печалба ще уточним, че позицията „Оперативна печалба“ всъщност не показва оперативната печалба. Както е известно, оперативната печалба се получава, като от приходите се извадят разходите за оперативната дейност. За да е възможно това, е необходимо разходите да са класифицирани по функции, а не по видове. Разходите по видове включват в себе си както разходите за основната дейност, така и разходите за администрация и продажби. Така например позицията „Разходи за заплати“ обединява в себе си и заплатите на хората, заети с основната дейност, и тези на администрацията.

Основен недостатък на отчета за всеобхватния доход, изготвен с класификация на разходите по видове, е, че не може да се определи оперативната печалба и да се види каква част от нея се стопява от администрацията и разходите за продажби.

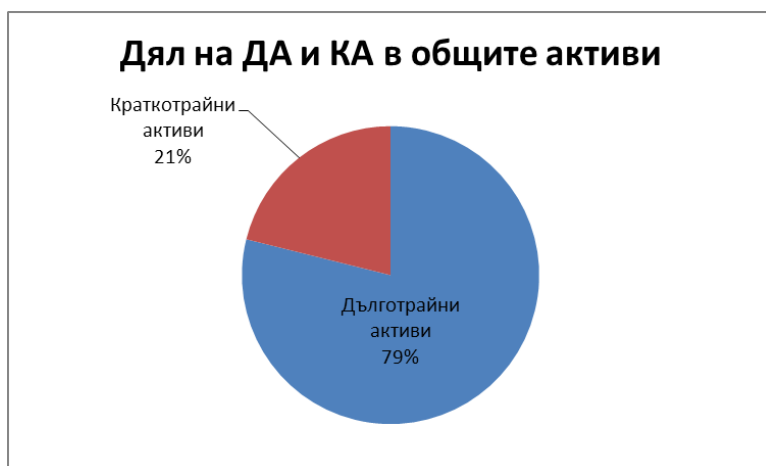
Спадът на оперативната печалба за 2013 г. спрямо 2012 г. е с 32 139 000 лв. или около 62%. Този спад не е коментиран в отчета за дейността и финансовия анализ.

### **Вертикален анализ на баланса**

При вертикалния анализ се съпоставя отделната позиция от отчета със сумата на тази част от компонента на финансовия отчет, към която принадлежи (например дълготрайните активи като процент от общата сума на активите). Особеност на отчета за доходите е, че базата за съпоставка са приходите.

*Активи*

Сумата на актива на компанията е 854 596 000 лв. От долната графика се вижда, че разпределението на активите на краткотрайни и дълготрайни (би трябвало да е краткосрочни и дългосрочни) е приблизително 20%:80%. Това е обяснимо с бизнес модела на компанията.



Първата мисъл, на която навежда това разпределение на активите, е, че то ще има за пряко следствие относително висок разход за амортизация. Всъщност това не е така (виж графиката за структурата на разходите на компанията). От отчета за всеобхватния доход се вижда, че разходите за амортизация са по-малко от тези за външни услуги и значително по-малко от технологичните загуби например.

Информацията за дълготрайните активи в отчета е общо взето достатъчна, за да се придобие груба представа за какво става въпрос. Не така стоят нещата при краткотрайните активи. Две от позициите там привличат внимание.



Това са паричните средства и вземанията от свързани лица. Малко са компаниите, които могат да се похвалят с кеш на стойност над 100 млн. лв. (ако

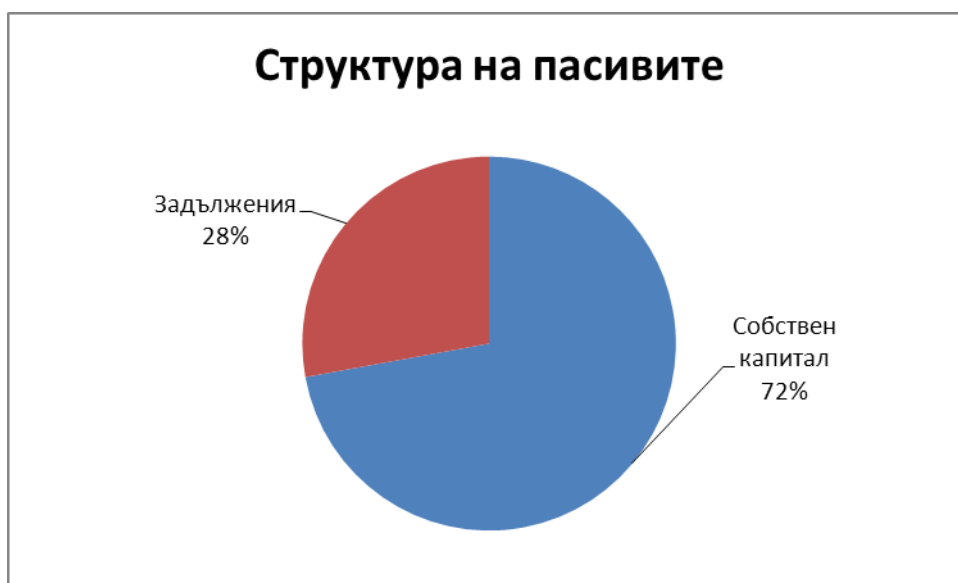
това може да е основание за хвалба). Анализът на паричните средства обаче ще бъде направен отделно.

Общият размер на вземанията от свързани лица е 58 330 000 лв. От тази сума 58 096 000 лв. са вземания от „ЧЕЗ Електро България“.

На пръв поглед сумата, която „ЧЕЗ Разпределение България” има да получава от „ЧЕЗ Електро България“, изглежда значима, но това впечатление се тушира, ако се вземе предвид предходният период. Тогава сумата на вземането е била над 93 млн. лв.

### ***Пасиви***

Представени схематично, пасивите на компанията изглеждат така:



### ***Капитал***

Графиката дава основание да се направи изводът, че компанията е добре капитализирана. При това структурата на собствения капитал е нещо, което не бива да се подценява при анализа – под 2 млн. лв. основен (разбирай регистриран) капитал и над 611 млн. лв. неразпределена печалба.

### ***Дългосрочни задължения***

Това, което прави впечатление в дългосрочните пасиви, са:

- ✓ лихвоносни заеми – 33 158 хил. лв.
- ✓ отсрочени приходи – 20 275 хил. лв.
- ✓ данъчни пасиви – 14 394 хил. лв.

От оповестителна бележка 18 става ясно, че дружеството е получило заем от 70 млн. лв., предоставен от „българска банка за инвестиционни цели“. Това число кореспондира с аналогичната позиция в краткосрочните задължения, показваща тази част от главницата по заема, която трябва да бъде погасена през

текущата 2014 г., и финансовите разходи в отчета за всеобхватния доход, показващи лихвения разход за предходната 2013 г.

Тук сумата на зема (който компанията може да погаси изцяло с наличните си пари) няма значение. Важното е, че за да финансира инвестициите си, компанията използва банкови заеми, а не възможността да привлече пари от фондовия пазар под формата на нова емисия акции или чрез облигации. Към това трябва да се добави и написаното в доклада за дейността, в частта „Рискове, пряко свързани с дейността на дружеството и неговия отрасъл“. Обяснявайки как противодейства на финансовите рискове, ръководството на дружеството е казало, че: „рисковете, свързани с ликвидността, се минимизират посредством кредитни линии“. Изводът, който може да се направи, е, че компанията не разглежда фондовия пазар като възможен източник на финансиране, а разчита основно на банкови заеми. Т.е. основната причина едно дружество да е публично в случая не е налице. Ако към това прибавим факта, че „ЧЕЗ разпределение България“ е станало публична компания „насила“ (защото държавата е решила да продаде дела си през борсата), ще имаме налице основание да се направят определени допускания. Например, че е възможно да се стигне до момент, в който мажоритарният собственик ще отправи търгово предложение.

Отворен остава и въпросът за това кое налага компания, разполагаща с кеш в размер на 100 млн. лв., да вземе заем от 70 млн. лв. (с произтичащите от този заем лихви), за да финансира инвестициите си?

Отсрочените приходи и данъчните пасиви са обяснени по начин, позволяващ да бъдат разбрани. Те имат висока стойност като пари, но малка като основание за по-нататъшен анализ.

### *Краткосрочни задължения*

Провизиите, търговските задължения и задълженията към свързани лица са трите позиции в раздела за краткосрочни задължения, които правят впечатление със своята стойност. Всяка една от тези позиции заслужава внимание, но с оглед на ограничения обем, в който трябва да се вмести този анализ, ще се спрем само на една – задълженията към свързани лица. Тяхната стойност е 46 560 хил. лв. Тук отново важна е не левовата стойност, а логичното място на тази позиция в цялостната картина за дейността на компанията. Висока стойност на вземанията от свързани лица и висока стойност на задълженията към свързани лица. Това са два факта, които заслужават изследване. Това изследване ще попадне в анализа на паричните потоци.

### **Анализ на паричните потоци**

Интересен е фактът, че дружеството е избрало косвения метод за съставяне на отчета си за паричните потоци. Този метод общо взето е екзотика в българската практика. Освен това той е далеч по-малко информативен от отчета за паричните потоци, изготвен по прекия метод. Ако към „далеч по-малко информативен“ прибавим „солидни вземания и задължения от свързани лица“, може да се каже, че имаме „червен флаг“, който е добре да се анализира.

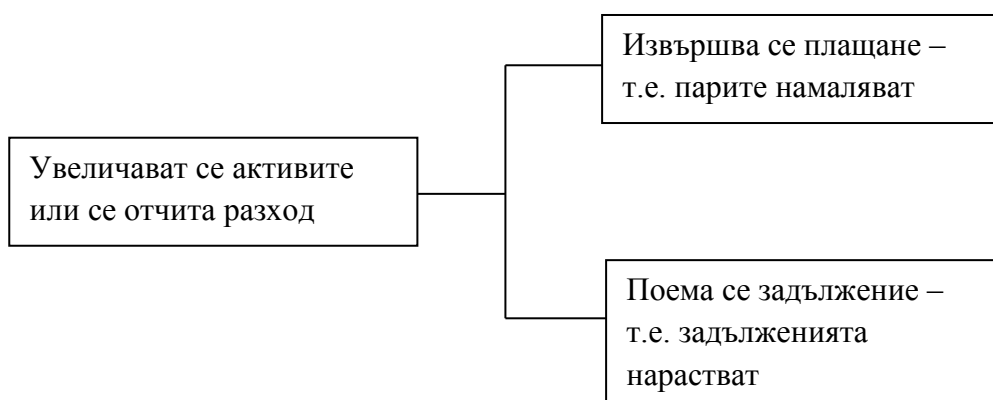


Информацията за свързани лица е представена в оповестителна бележка 15. От тази бележка става ясно, че най-съществените покупки на компанията са от „ЧЕЗ България“, а най-съществените продажби са на „ЧЕЗ Електро“.

**Покупки и парични потоци**

*Общи положения, свързани с покупките*

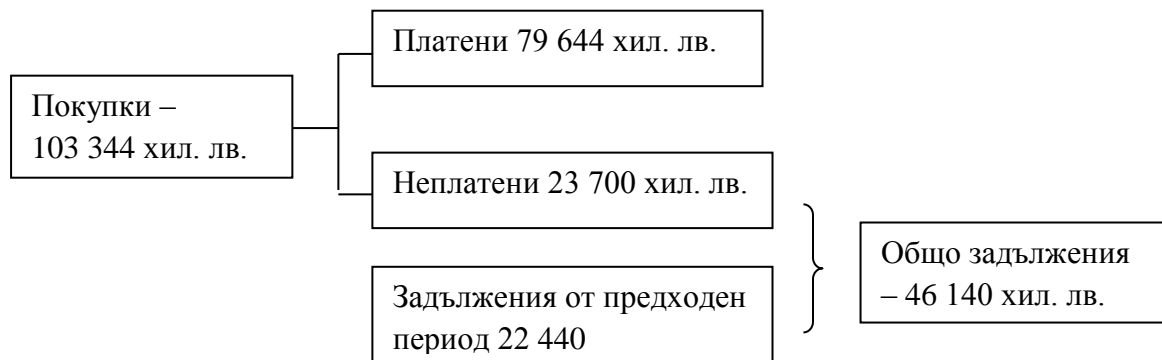
Партньорите, от които се правят покупки, са доставчици. Взаимоотношенията с доставчиците са два основни вида – покупки и уреждане на сметки. В резултат на покупка най-често не се отчита приход или разход. Обичайно се отчита увеличение на позиция от актива на баланса (ако се купува актив). Възможно е обаче да се отчете разход (ако става въпрос за услуга). Втората страна на покупката е как тя се урежда – дали чрез плащане, или чрез задължение (поемане на ангажимент да се плати на по-късна дата). Представено като схема, казаното изглежда така:



Когато се уреждат съществуващи вземания или задължения, също не се отчита приход или разход, но паричните средства се увеличават или намаляват. Така например погасяването на задължение няма да повлияе на финансовия резултат, но паричните средства ще намалееят.

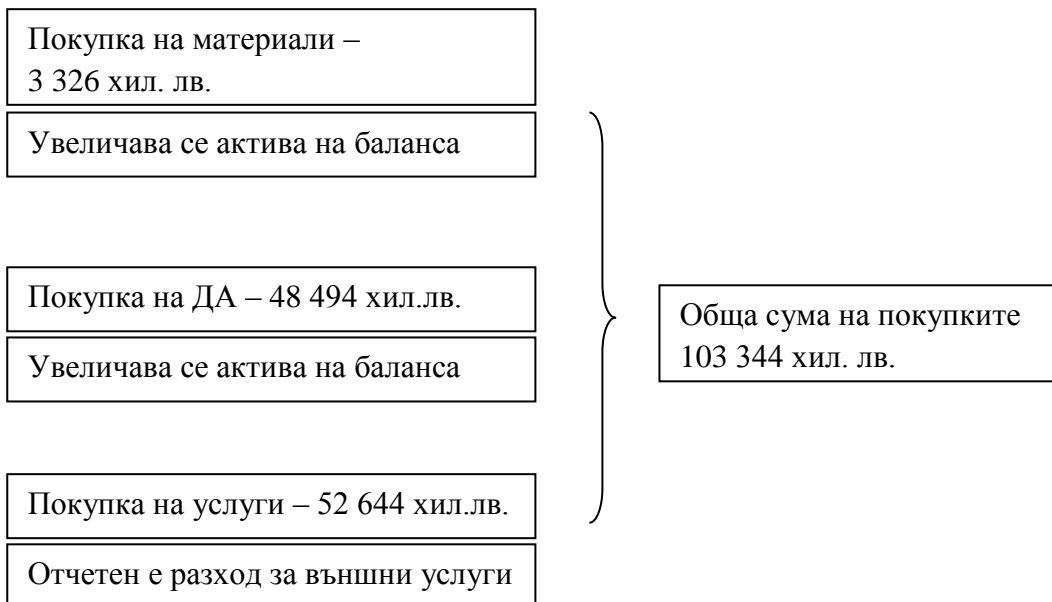
*От общите положения към конкретния казус*

Схемата, представена по-горе, може да се използва като база за илюстриране на конкретните данни от отчета на „ЧЕЗ Разпределение България“. Тогава тя ще има следния вид:



Разбирането на тази схема не е лесно. Ето защо ще е полезно да се обясни как се е стигнало до нея. Освен това трябва да се има предвид, че не би било коректно плащането от 79 644 хил. лв. да се приема като плащане за покупките през периода. Това е общата сума, платена на доставчика през периода, като част от нея е погасила задълженията в началото на периода, а друга част задълженията за покупки през периода.

Да започнем обяснението на горната схема с покупките.



Това, което се вижда от оповестителна бележка 15, е, че в началото на периода „ЧЕЗ Разпределение България“ е дължало на „ЧЕЗ България“ 22 440 хил. лв. Задължението в края на периода е нараснало с 23 700 хил. лв. до 46 140 лв. На базата на тази информация и горната схема можем да пресметнем каква е паричната сума, платена от компанията на „ЧЕЗ България“. Формулата е следната:

**платени парични средства = (задължение в началото + покупки) – задължение в края**

Използвайки формулата, виждаме, че платените парични средства в случая са:

$$79\ 644\ \text{хил. лв.} = (22\ 440\ \text{хил. лв.} + 103\ 344\ \text{хил. лв.}) - 46\ 140\ \text{хил. лв.}$$

### ***Продажби и парични потоци***

В сайта на „ЧЕЗ Електро България“ АД се казва, че компанията *осъществява дейности по общественото снабдяване с електрическа енергия, развитие на продукти и услуги, маркетинг и стратегия на продажбите, обслужване на клиенти на ниско и средно напрежение с общ и индивидуален подход*. Казано по-просто, това е компанията, която ни продава ток. Погледнато през призмата на фактурите, които получаваме – това е първата ѝ част, от която

става ясно колко киловата електроенергия сме потребили, по каква цена и съответно колко дължим за това. „ЧЕЗ Електро България” е публично дружество, завършило 2013 г. със загуба.

*Общи положения, свързани с продажбите*

Партньорите, на които продаваме, са клиенти. Всяка продажба се състои от два компонента. Единият е приходът, който е това, което получаваме от клиентите. Другият е разходът – стойността на това, което даваме на клиентите си.

За цялостното разбиране на взаимоотношенията с клиентите трябва да се вземе предвид и уреждането на съществуващите в началото на периода взаимоотношения.

За целите на настоящия анализ ще се фокусираме върху приходите и уреждането на съществуващите отношения с клиентите.

Представен схематично, процесът на признаване на приходи изглежда така:



*Анализ на продажбите от ЧЕЗ снабдяване към ЧЕЗ електро*

През 2013 г. компанията е извършила продажби към „ЧЕЗ Електро България” на стойност 528 341 хил. лв. В началото на периода вземанията от „ЧЕЗ Електро България” са били 93 450 хил. лв., а в края на периода са 58 096 хил. лв., което е намаление с 35 354 хил. лв. На базата на тази информация условно може да се каже, че „ЧЕЗ Електро България” не само си е платило покупките, които са над 528 млн. лв., но е погасило и повече от 35 млн. от съществуващите си задължения.

Приблизителната сума, платена от ЧЕЗ Електро на ЧЕЗ Разпределение, е 563 695 хил. лв. Приблизителна, защото ЧЕЗ Разпределение също е купувало от ЧЕЗ Електро, като стойността на сделката е 1.8 млн. Тази сделка е приета като несъществуваща и не е взета предвид при анализа.

### **„ЧЕЗ Електро България“<sup>4</sup>**

След прегледа на отчета на „ЧЕЗ Разпределение България“ числата в този на „ЧЕЗ Електро България“ изглеждат невзрачни. По тази причина и анализът на това дружество ще е значително по-кратък и опростен. От друга страна, бизнесът на „ЧЕЗ Електро България“ не е за подценяване. Компаниите в страната, които могат да се похвалят с приходи от над милиард, не са много. А приходите на анализираната компания са над 1.4 млрд. лв.

Естествено е насоките в анализа на „ЧЕЗ Електро България“ да са базирани на опита от отчета на „ЧЕЗ Разпределение България“. Така основната линия ще бъде „външни услуги“ и „свързани лица“.

#### ***Сделки със свързани лица***

Сделките със свързани лица са обяснени в бележка 13. От нея се вижда, че основният обем от тези сделки са с „ЧЕЗ Разпределение България“ – 528.3 млн. лв. Тъй като въпросните сделки са свързани с основната дейност на ЧЕЗ Електро, няма да се задълбочаваме в тях. Ще се спрем на сделките с „ЧЕЗ България“. Обемът на покупките на ЧЕЗ Електро от ЧЕЗ България е 15.4 млн.лв. Приблизително толкова са били и покупките през предходната година (15.6 млн. лв.). С известна условност може да се каже, че е обичайна практика „ЧЕЗ Електро България“ да плаща за това, че е „управлявана“ и „координирана“ над 15 млн. лв. годишно. Вземайки предвид факта, че компанията си има и надзорен, и управителен съвет (които са добре платени), както и това, че финансовият ѝ резултат е загуба, възниква въпросът: за какво точно са платени тези 15 млн. лв.?

Отчитайки това, че в края на 2012 г. Електро дължи на България 6.6 млн. лв., а в края на 2013 г. това задължение става 8.7 млн. лв., можем да кажем, че „живите“ пари, платени от „ЧЕЗ Електро България“ на свързаното лице са около 13.3 млн. лв.

Пак в контекста на изменението на задълженията към свързани лица е интересно да се отбележи, че задълженията на „ЧЕЗ Електро България“ към „ЧЕЗ Разпределение България“ намаляват през отчетния период с малко повече от 35.3 млн. лв. Това дава основание да се каже, че през периода „ЧЕЗ Електро България“ не само е платило покупките си от „ЧЕЗ Разпределение България“, но е и погасило стари задължения за над 35 млн.

Безспорно платежоспособността на доставчика на ток е завидна. Финансовият резултат на „ЧЕЗ Електро България“ е загуба в размер на над 18.5 млн. лв. При този финансов резултат дружеството е платило на едното от свързаните лица 13.3 млн. лв. за услуги и е погасило стари задължения към другото свързано лице на стойност 35.3 млн. лв. или общо 48.6 млн. лв. Разбира се, тази платежоспособност си има цена. От 91.5 млн. лв. налични пари в началото на периода сумата се свива с 52.8 млн. лв. до 38.7 млн. лв. в края на периода.

<sup>4</sup> Отчетът на „ЧЕЗ Електро България“ може да бъде видян тук: [http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI\\_ID=79654&lang=bg&year=2013&period=Q5](http://www.bse-sofia.bg/?page=DownloadExtriFiles&EXTRI_ID=79654&lang=bg&year=2013&period=Q5)

### **Разходи за външни услуги**

Разходите за външни услуги са 16.4 млн. лв. Сумата е съпоставима както с този вид разходи за предходния период (16.8 млн. лв.), така и със загубата за текущия период (18.5 млн. лв.).

Разбивка на разходите за външни услуги е направена в бележка 3.4. От тази разбивка не може да се разбере каква част от въпросните разходи са направени по посока на свързаното лице „ЧЕЗ България“, но вземайки предвид обема на сделките между двете свързани лица (над 15 млн. лв.), изводът е самоналагащ се.

Тук ще е от полза да отбележим, че оперативната дейност на дружеството е генерирала печалба. От отчета за всеобхватния доход се вижда, че приходите, които компанията е реализирала само от продажбата на ток, са 1 416 742 хил. лв. Същевременно сумата от покупната цена на електроенергията и цената на преноса ѝ е 1 403 530 хил. лв. Тези две суми са напълно съпоставими, защото ток на склад няма. Цялата енергия, която компанията е закупила и пренесла, е продадена на крайните потребители. Разликата между цената, по която е продадена енергията, и себестойността ѝ (условно казано) е 13 212 хил. лв. Т.е. при приходи от 1.4 млрд. дружеството е спечелило 13.2 млн. лв., което е рентабилност на приходите, равняваща се на 0.9%. С оглед на това, че цената, по която предприятието продава, е регулирана, този показател трябва да се интерпретира внимателно.

### **В заключение**

На базата на аналитичния преглед на отчетите на две от предприятията на групата на ЧЕЗ в България дават основание за следното твърдение:

*Механизмът за корпоративен контрол на Българска фондова борса, установен както нормативно, така и на пазарен принцип, не работи добре. Две публични дружества отклоняват към свързано лице, което не е публично дружество, сума от над 90 млн. лв. за „външни услуги“. Разбира се, няма особени проблеми в това тази сума да бъде трансферирана към компанията майка (която е държавно предприятие);*

В допълнение тази година „ЧЕЗ Разпределение България“ ще изплати дивидент от 48.2 млн. лв. (250 лв на акция). Това означава, че при компанията майка ще отидат 32.2 млн. лв.

**THE CORPORATE CONTROL MECHANISM AT THE BULGARIAN STOCK EXCHANGE DOES NOT FUNCTION EFFICIENTLY**

*Biser Raynov*

*CIA*

*Lecturer at VUZF University*

***Key words:***

*Corporate control*

*Financial analysis*

*Cash flow analysis*

*Stock Exchange*

*CEZ*

***Summary***

*The article makes an analytical review of the financial statements of two of the most significant, in social terms, public companies listed at the Bulgarian Stock Exchange. Based on this review, a conclusion is drawn that the corporate control mechanism at the Bulgarian Stock Exchange, both legally established and market-based, does not function properly.*