

HARRISSON MANAGEMENT LIMITED

като акционер притежаващ пряко 6 952 850 броя акции, както и чрез свързани лица и по силата на споразумение **още 6 974 849 броя акции**, които общо **правят 13 927 699 акции, представляващи 89.904% от капитала и 90.385% от гласовете** в Общото събрание на акционерите на АРОМА АД.

ОТПРАВЯ

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА ВСИЧКИ АКЦИИ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА

„АРОМА” АД

ЧАСТ II

ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ISIN номер:	BG1100087987
Вид на акциите:	Обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност:	1 (един) лев
Брой акции обект на търговото предложение:	1 481 625 броя
Предлагана цена на акция:	1.85 лева (един лев и осемдесет и пет стотинки)

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

ДАТАТА НА РЕГИСТРАЦИЯ НА НАСТОЯЩОТО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ В КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

15 ОКТОМВРИ 2025 Г.

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

ПОКАЗАТЕЛ	Цена за акция
1.1. Предлагана цена от Търговия предложител	1,850 лв.
1.2. Изчислена справедлива цена	1,850 лв.

1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИЯ СЪГЛАСНО ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ

Метод	Тегло	Стойност за акция
ДНПП-FCFF	60%	1,558 лв.
Нетна стойност на активите	40%	2,287 лв.
Справедлива цена	100%	1,850 лв.

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Балансовата стойността на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван неаудитиран финансов отчет (30 юни 2025 г.) е 4 850 хил. лв. Неоперативните активи включват дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи – ДЦК. Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Доколкото балансовата стойност на тези неоперативни активи надхвърля 10% от балансовата стойност на всички активи на „АРОМА“ АД към 30 юни 2025 г., с оглед разпоредбата на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41, е изготвена пазарна оценка, съгласно която пазарната стойност на тези неоперативни активи към датата на оценката е 4 296 хил. лв. За повече подробности виж т. 2.2.1 по-долу.

1.5. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 6 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

№	ПОКАЗАТЕЛ	Стойност
5,1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции	БФБ
5,2	Шестмесечен период преди датата на регистрацията на Предложението (Период 1), дати	14/04/2025 - 14/10/2025
5,3	Средна претеглена цена на акция за Период 1, лв	1,2208 лв.
5,4	Шестмесечен период преди датата на Обосновката (Период 2), дати	14/04/2025 - 14/10/2025
5,5	Брой изтъргувани акции за Период 2	114 966
5,6	Средна претеглена цена на акция за Период 2, лв	1,2208 лв.
5,7	Най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя, свързаните с него лица и/или лицата по чл.149, ал. 2 от ЗППЦК за Период 1	1,20 лв.
5,8	Последна емисионна стойност	-
5,9	Дата на вписване на последната емисия в регистъра, воден от КФН	2008

1.6. Акциите на „АРОМА“ АД не са „активно търгувани“ по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно средната претеглена пазарна цена на тези акции не може да бъде използвана при определяне на справедливата им цена съгласно изискванията на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41.

1.7. През последните 12 месеца преди датата на Обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на Дружеството, изготвена от независим оценител.

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

1.9. Обосновката е извършена към 15 октомври 2025г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Търговото предложение.

1.10. Търговият предложител смята, че не съществува друга съществена информация за акциите и цените им, освен представената в тази Обосновка.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА	2
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА	4
2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ДРУЖЕСТВОТО	4
2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО	4
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ	5
2.2.2. ВЗЕМАНЯ	7
2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ	8
2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ	8
2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ	10
2.2.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ	11
2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО	12
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ	14
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ	15
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	15
4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ	15
4.1.2. ПРИХОДИ	16
4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (БЕЗ АМОРТИЗАЦИИ)	21
4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИИ	23
4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	24
4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ	25
4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)	31
4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ	32
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	34
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ	35
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ	35
5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА	36
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	37
7. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА	38
8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	38
9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	39

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ДРУЖЕСТВОТО

“АРОМА” АД е със **седалище** в гр. София и **адрес на управление**, гр. София 1271, район Надежда, кв. Илиянци, ул. “Кирил Благоев” 12; **телефон**: +359 2 9350 304,; **електронен адрес (e-mail)**: aroma@aroma.bg; **електронна страница в Интернет (web-site)**: www.aroma.bg.

Дружеството е вписано в Търговския регистър със предмет на дейност: *Производство и търговия на пасти за зъби, козметични и парфюмерийни продукти, суровини и опаковки за тях, производство и търговия с всички допълнителни и спомагателни продукти за това производство както и проектиране изграждане и експлоатация на производствени звена за гореспоменатите продукти, закупуване, оформяне, изменение отдаване и преотдаване наемане и експлоатация под каквато и да е форма на всякакви движими и недвижими имоти и на всякакви стопански активи стоки и права, които са свързани с дейността на Дружеството, придобиване и управление на участия или акции дялове в дружества или предприятия, чиито предмет на дейност е сходен или свързан с предмета на дейност указан по -горе или е от естество да подпомогне неговото осъществяване, финансиране на такива предприятия или дружества, участие в управлението на гореспоменатите дружества, както и участия във финансови дружества, изпълнение на всякакви дейности или проучвания от административен технически търговски и финансов характер от името на предприятията, в които е съдружник или от името на трети лица, създаване на агентства, представителства в страната и чужбина, рекламна дейност, транспортна, дейност както и всяка друга, незабранена със закон.*

Регистрираният капитал на „АРОМА“ АД е в размер на 15 491 829 лева и е разпределен в 15 491 829 броя обикновени, безналични, свободно прехвърляеми акции с право на глас, с номинална стойност 1.00 лв. всяка една. Всички акции на Дружеството са от един клас и всяка акция дава право на един глас в общото събрание на акционерите, право на дивидент и на ликвидационен дял, съразмерни с номиналната стойност на акцията.

През последните три години не са извършвани промени в капитала на дружеството.

„АРОМА“ АД притежава 82 505 броя собствени акции, представляващи 0.533% от общия брой обикновени акции на дружеството.

“АРОМА” АД е с едностепенна система на управление и към датата на регистрация на настоящото Търгово предложение Съветът на директорите на Дружеството е в следния състав:

- **Лукан Димитров Луканов** – Председател на СД; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12;
- **Димитър Луканов Луканов** – Зам.-Председател на СД и изпълнителен директор; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12;
- **Тяна Георгиева Пресолска** Член на СД; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12.

Дружеството се представлява от изпълнителния директор Димитър Луканов Луканов.

Към датата на регистриране на настоящото Търгово предложение, емисията от 15 491 829 бр. акции, издадени от Дружеството, е регистрирана за търговия на „Българска фондова борса“ АД, Алтернативен пазар - „BaSE Market“.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица 1: Активи на „АРОМА“ АД

хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	30.6.2024	30.6.2025
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	20 609	20 729	22 287	25 225	28 271	25 890	27 484
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	20 608	20 728	22 286	23 125	25 566	23 413	24 779
Земи/терени	498	498	498	498	498	498	498
Сгради и конструкции	9 025	8 338	7 651	6 964	6 276	6 620	5 932
Машини и оборудване	7 759	6 656	7 501	11 316	11 560	12 255	15 954
Транспортни средства	302	215	383	241	343	244	417
Разходи за придобиване и ликвидация на ДМА	1 861	3 024	4 574	2 776	5 871	2 642	1 117
Други	1 163	1 997	1 679	1 330	1 018	1 154	861
Инвестиции	1	1	1	2 100	2 705	2 477	2 705
ТЕКУЩИ АКТИВИ	22 006	20 414	22 071	20 253	19 724	20 695	19 950
Материални запаси	6 039	7 932	9 435	8 930	8 481	8 316	8 665
Вземания от свързани предприятия	6 821	5 448	3 678	2 618	2 907	3 866	3 078
Краткосрочни вземания	2 830	2 653	4 043	4 174	3 466	3 456	3 343
Платени аванси и други вземания	175	419	830	275	340	301	306
Текущи финансови активи				1 939	1 953	1 370	2 145
Парични средства	6 141	3 962	4 085	2 317	2 577	3 386	2 413
ОБЩО АКТИВИ	42 615	41 143	44 358	45 478	47 995	46 585	47 434

При първоначално придобиване имотите, машините и оборудването се оценяват по цена на придобиване (себестойност), която включва покупната цена, митническите такси и всички други преки разходи, необходими за привеждане на актива в работно състояние. Преките разходи основно са: разходи за подготовка на обекта, разходи за първоначална доставка и обработка, разходите за монтаж, транспортни разходи, разходи за хонорари на лица, свързани с проекта, невъзстановяеми данъци и др. При придобиване на имоти, машини и оборудване при условията на разсрочено плащане, покупната цена е еквивалентна на сегашната стойност на задължението, дисконтирано на база на лихвеното равнище по привлечените от дружеството кредитни ресурси с аналогичен матуритет и предназначение. Дружеството е определило стойностен праг от 500 лв., под който придобитите активи независимо, че притежават характеристиката на дълготраен актив, се изписват като текущ разход в момента на придобиването им

Избраният от дружеството подход за последваща оценка на имотите, машините, съоръженията и оборудването е модела на цената на придобиване по МСС 16 Имоти, машини, съоръжения и оборудване, намалена с начислените амортизации и натрупаните загуби от обезценка.

Балансовите стойности на имотите, машините, съоръженията и оборудването подлежат на преглед за обезценка, когато са налице събития или промени в обстоятелствата, които показват, че те биха могли да се отличават трайно от възстановимата им стойност. Ако са налице такива индикатори, че приблизително определената възстановима стойност е по-ниска от тяхната балансова стойност, то последната се изписва до възстановимата стойност на активите. Възстановимата стойност на дълготрайните материални активи е по-високата от двете: справедлива стойност без разходи за продажба или стойност при употреба. За определянето на стойността при употреба на активите бъдещите парични потоци се дисконтират до тяхната настояща стойност като се прилага дисконтов процент преди данъци, който показва текущите пазарни условия и оценки на времевата стойност на парите и рисковете специфични за съответния актив. Загубите от обезценка се отчитат в отчета за всеобхватния доход

Разходите за ремонти и поддръжка се признават за текущи в периода, през който са направени. Извършени последващи разходи, свързани с имоти, машини и оборудване, които имат характер на подмяна на определени компоненти, възлови части и агрегати, или на подобрения и реконструкция, се капитализират към балансовата стойност на съответния актив и се преразглежда остатъчния му полезен живот към датата на капитализация. Същевременно, неамортизираната част на заменените компоненти се изписва от балансовата стойност на активите и се признава в текущите разходи за периода на преустройството.

Определеният полезен живот на имотите, машините и съоръженията се преглежда в края на всеки отчетен период и при установяване на значителни отклонения спрямо бъдещите очаквания за срока на използване на активите, същият се коригира, като корекцията се прилага перспективно.

Имотите, машините и оборудването се отписват от отчета за финансовото състояние, когато се извадят трайно от употреба и не се очакват от тях бъдещи стопански изгоди или се продадат. Печалбите или загубите от продажби на отделни активи от групата на “имоти, машини и оборудване” се определят чрез сравняването на възнаграждението, на което дружеството очаква да има право (приходите от продажбата) и балансовата стойност на актива към датата, на която получателят получава контрол върху него. Те се посочват нетно, към “други доходи/ (загуби) от дейността” на лицевата страна на отчета за всеобхватния доход (отчета за печалбата или загубата).

Дружеството използва линеен метод на амортизация на имотите, машините и оборудването. Амортизирането на активите започва, когато те са на разположение за употреба. Земята не се амортизира. Полезният живот по отделни активи е, както следва: *за сгради – от 25 до 75 години; за съоръжения, машини и оборудване – от 3 до 25 години; за транспортни средства – от 4 до 20 години; за компютри – 2 години; за стопански инвентар – от 2 до 15 години.*

Като неоперативни за Дружеството активи се разглеждат дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи – ДЦК. Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Общата стойност на тези инвестиции към датата на последния публикуван финансов отчет (30.06.2025 г.) е 4 850 хил. лв.

Таблица 2: Собствен капитал и пасиви на „АРОМА“ АД

хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	30.6.2024	30.6.2025
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	32 587	32 925	32 657	33 972	35 116	34 904	35 236
Основен капитал	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492
Обратно изкупени собствени акции	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)
Резерви	12 053	13 768	13 785	13 798	14 811	14 811	15 905
Натрупана неразпределена печалба	5 075	3 698	3 413	4 715	4 846	4 634	3 872
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	3 576	2 622	5 130	5 567	5 781	4 479	5 161
Дългосрочни банкови заеми	731	226	2 971	3 561	4 085	2 659	3 666
Задължения по лизинг	1 575	1 269	1 011	710	507	569	350
Задължения към персонала при пенсиониране	433	410	341	408	456	408	456
Пасиви по отсрочени данъци	220	220	204	81	15	81	15
Дългосрочни правителствени финансираня	617	497	603	807	718	762	674
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	6 452	5 596	6 571	5 939	7 098	7 202	7 037
Краткосрочни банкови заеми	955	545	802	664	1 342	1 353	1 319
Задължения по лизинг	319	301	328	300	310	292	311
Търговски задължения	3 662	3 674	4 260	3 382	3 508	2 983	2 829
Пасиви по договори с клиенти	155	82	96	122	475	220	179
Краткосрочни правителствени финансираня	179	122	139	168	92	129	87
Други текущи задължения	1 182	872	946	1 303	1 371	2 225	2 312

Капиталът на Дружеството се състои от 15 491 829 безналични поименни акции с право на глас с номинална стойност 1 лв., които са приети за търговия на Алтернативния пазар на Българска фондова борса. Основният капитал е записан по неговата номинална стойност и е изцяло внесен. Привилегировани акции и акции на приносител няма.

„АРОМА“ АД притежава 82 505 броя собствени акции, представляващи 0.533% от общия брой обикновени акции на дружеството.

Обратното изкупуване на собствени акции е резултат от решение на ОСА на „АРОМА“ АД от 29.06.2012г., с което на основание чл. 187б от ТЗ и чл. 111, ал. 5 от ЗППЦК, се взема решение за обратно изкупуване на акции от капитала на Дружеството. Обратно изкупените акции са придобити на 21.12.2012 г. чрез две сделки (за 880 акции и за 81 625 акции) на цена съответно 0.397 лв. и 0.398 лв. и оттогава техният брой не е променян.

Към 30 юни 2025 г. законовите и допълнителните резерви възлизат на 15 905 хил. лв. (2024 г.: 14 811 хил. лв.).

Към 30 юни 2025 Дружеството отчита резултативно натрупана печалба в размер на 3 872 хил. лв. (2024 г.: 4 846 хил. лв.).

Дружеството е длъжник по два инвестиционни банкови кредита, получени с цел покупка на машини и съоръжения и разширяване на дейността. Общата първоначално договорена сума на кредитите е 4.250 хил. евро, а падежът им е през 2027 и 2030 г. Отделно от това, Дружеството има и овърдрафт с договорена сума от 700 хил. лв. Към 30 юни 2025 г. общата стойност на тези банкови заеми, вкл. дългосрочна и краткосрочна част, е 4 985 хил. лв. (2024 г.: 5 427 хил. лв.). В полза на банките като обезпечение по тези заеми са учредени особен залог на машини и оборудване, както и на търговски вземания.

Към 30 юни 2025 г. дружеството отчита задължения по договори за финансов лизинг на обща стойност 661 хил. лв. (2024 г.: 817 хил. лв.).

Дружеството е получило грантове по няколко европейски програми, включително по ОП „Конкурентоспособност“, за енергийна ефективност, по програми на Норвежкия фонд и др. Доколкото голяма част от тези грантове са за придобиване на активи, то финансирането, свързано с компенсиране на инвестиционни разходи за придобиване на актив, се признава в текущите печалби и загуби на систематична база за целия период на полезен живот на актива, пропорционално на размера на признатата в разходите амортизация, а непризнатата/разсрочена част се посочва като пасив. Към 30 юни 2025 г. дружеството отчита в баланса си правителствени финансираня на обща стойност 761 хил. лв. (2024 г.: 810 хил. лв.).

Съгласно Кодекса на труда всеки служител има право на обезщетение в размер на две брутни заплати при пенсиониране, а ако е работил в предприятието или в същата група предприятия десет години през последните двадесет години, обезщетението е в размер на 6 брутни заплати към момента на пенсиониране. За определяне на задълженията на дружеството по отношение на правото на обезщетения при пенсиониране, е изготвена актюерска оценка от сертифициран актюер. Изчислена е сегашната стойност на задължението на дружеството за изплащане на обезщетения на наетия персонал към 31.12.2024 г. при настъпване на пенсионна възраст. Така получената стойност е посочена в баланса като *Задължения към персонала при пенсиониране*. Доколкото такава оценка се прави само на годишна база, нейната стойност не се променя в междинните отчети.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията на Дружеството включват вземания от свързани лица, търговски вземания по договори с клиенти; авансови плащания и предплатени разходи и вземания по данъци.

Вземанията от свързани лица включват такива, свързани с продажба на продукция. Вземанията по продажби са левови и безлихвени. Обичайно дружеството договаря със свързаните предприятия срок на плащане на вземанията по продажби на продукция от 90 дни. Над 99% от вземанията от свързани лица са редовни и платими в срок.

Вземанията от клиенти са безлихвени и са основно в български лева и евро.

Обичайно дружеството договаря с клиентите срок на плащане на вземанията по продажби в диапазона от 30 до 120 дни, освен ако няма определени специфични условия за падеж на определени клиенти или в случаите, когато се разработват нови пазари и продукти и се привличат нови търговски контрагенти.

Дружеството използва матрица за провизии за изчислението на очакваните кредитни загуби от търговските вземания. Процентите на провизиите се базират на дните просрочие за групи от различни клиентски сегменти, които имат сходни модели на загуба (географски признак, тип клиент и рейтинг). Матрицата за провизии първоначално се основава на детайлни исторически наблюдения за проценти на несъбираемост на вземанията на дружеството и движението на вземанията по групи просрочия. Обичайно се използват исторически данни поне за три години спрямо датата на финансовия отчет. Дружеството калибрира матрицата така, че да коригира исторически установените зависимости за кредитните загуби с прогнозната информация, използвайки и вероятностни сценарии. Например, ако се очаква прогнозните икономически условия (пр. БВП) да се влошат през следващата година, което може да

доведе до увеличение на просрочията в дадения сектор, историческите проценти на неизпълнение се коригират. Към всяка отчетна дата, наблюдаваните исторически проценти на неизпълнение се актуализират и се отчитат ефектите от промените в прогнозните оценки.

Ръководството на Дружеството отчита огромните по своя мащаб смущения в бизнеса, които могат да породят проблеми с ликвидността за определени предприятия и потребители. Направен е преглед на промените на кредитното качество на кредитните портфейли и търговските вземания (наред с други позиции) в резултат на повишаващите се лихвени проценти, забавящия се или отрицателен икономически растеж, геополитическите рискове, нарастващата инфлация и други фактори, които могат да окажат съществено влияние върху оценката на очакваните кредитни загуби на Дружеството.

Вземанията по данъци и осигуровки са свързани предимно с възстановяване на ДДС. Другите вземания включват платени депозити по гаранции и наеми.

По отношение на вземанията на Дружеството не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура и те са в рамките на обичайните за дейността.

2.2.3. Задължения

Пасивите на Дружеството включват основно текущи задължения (към доставчици и клиенти, персонал, социалното осигуряване, данъчни и други задължения).

По отношение на текущите търговски задължения на Дружеството не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура и те са в рамките на обичайните за дейността.

2.2.4. Приходи и разходи

Приходите, генерирани в дружеството, са основно от продукцията. Като цяло дружеството е достигнало до заключение, че действа като принципал при договореностите си с клиентите, освен ако изрично не е оповестено друго за определени транзакции, тъй като обичайно дружеството контролира стоките и/или услугите преди да ги прехвърли към клиента. Всички все още неудовлетворени и/или частично удовлетворени задължения за изпълнение по сключени договори с клиенти на дружеството са с очакван срок за изпълнение до една година.

Дружеството произвежда и продава козметични продукти. Продуктовото портфолио включва продукти за коса, продукти за устна хигиена, продукти за кожа, измиващи продукти и други

При продажба на продукцията контролът върху нея се прехвърля към клиента в точно определен времеви момент, което обичайно е при предаването на продукцията на уговореното място и клиентът може да се разпорежда с продукцията като управлява употребата и получава по същество всички останали ползи.

Цената на сделката обичайно включва фиксирана продажна цена, съгласно обща или клиентска ценова листа и различни форми на променливо възнаграждение.

Другите приходи включват приходи от правителствени финансираня, отписани задължения, продажби на материали и други дейности със случаен характер.

Таблица 3: Приходи на „AROMA“ АД

ПРОДАЖБИ (ХИЛ. ЛВ.)	2020	2021	2022	2023	2024	2024-2Q- ТТМ	2025-2Q- ТТМ
ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	35 994	31 493
годишно изменение, %	-	-13,5%	18,4%	0,6%	-6,8%	-	-12,5%
ДРУГИ ДОХОДИ	342	423	829	348	425	344	472
годишно изменение, %		23,7%	96,0%	-58,0%	22,1%	-	37,2%
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	36 338	31 965
годишно изменение, %	-	-13,2%	19,5%	-0,8%	-6,5%	-	-12,0%

Реализираните общо приходи от продажби на продукцията на Дружеството за първото полугодие на 2025 г. намаляват на дванадесетмесечна база спрямо приходите за същия период на 2024 г. с 12.5%. Намалението на приходите за 2024 спрямо 2023 г. е с 6.8%

Таблица 4: Разходи на „АРОМА“ АД

Отчет за доходите, хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	2024-2Q- TTM	2025-2Q- TTM
Продажба на продукция	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	35 994	31 493
годишно изменение, %		-13,54%	18,45%	0,55%	-6,80%	-	-12,50%
Други приходи от дейността	342	423	829	348	425	344	472
годишно изменение, %		23,68%	95,98%	-58,02%	22,13%	-	37,21%
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	36 338	31 965
годишно изменение, %		-13,2%	19,5%	-0,8%	-6,5%	-	-12,0%
Разходи за материали и консумативи	-20 902	-18 870	-23 691	-21 897	-19 454	-20 614	-17 768
годишно изменение, %	906,4%	-9,7%	25,5%	-7,6%	-11,2%	-	-13,8%
дълг от приходите за дейността, %	59,1%	61,4%	64,5%	60,1%	57,1%	56,7%	55,6%
Разходи за външни услуги и други разходи	-2 480	-2 139	-2 538	-2 242	-2 261	-2 385	-2 043
годишно изменение, %	51,1%	-13,8%	18,7%	-11,7%	0,8%	-	-14,3%
дълг от приходите за дейността, %	7,0%	7,0%	6,9%	6,2%	6,6%	6,6%	6,4%
Разходи за персонал	-6 855	-6 349	-6 275	-7 079	-7 438	-7 226	-7 651
годишно изменение, %	475,1%	-7,4%	-1,2%	12,8%	5,1%	-	5,9%
дълг от приходите за дейността, %	19,4%	20,7%	17,1%	19,4%	21,8%	19,9%	23,9%
Суми с корективен характер	69	418	-619	54	234	-264	-86
годишно изменение, %	-117,6%	505,8%	-248,1%	-108,7%	333,3%	-	-
дълг от приходите за дейността, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (EBITDA)	5 232	3 793	3 607	5 283	5 152	5 849	4 417
годишно изменение, %		-27,5%	-4,9%	46,5%	-2,5%	-	-24,5%
EBITDA марж, %	14,78%	12,34%	9,82%	14,50%	15,12%	16,10%	13,82%
Разходи за амортизация	-2 593	-2 668	-2 881	-3 000	-2 750	-2 841	-2 765
годишно изменение, %	658,2%	2,9%	8,0%	4,1%	-8,3%	-	-2,7%
дълг от приходите за дейността, %	7,4%	8,8%	8,0%	8,3%	8,2%	7,9%	8,8%
Резултат от оперативна дейност (EBIT)	2 639	1 125	726	2 283	2 402	3 008	1 652
годишно изменение, %		-57,4%	-35,5%	214,5%	5,2%	-	-45,1%
EBIT марж, %	7,45%	3,66%	1,98%	6,26%	7,05%	8,28%	5,17%

През разглеждания период оперативните разходи на Дружеството включват основно разходи за материали, външни услуги и други разходи, разходи за персонал и корективни статии.

Основните материали, с които работи Дружеството са химични и натурални вещества, влагани в производството, амбалажни материали, електроенергия и горива, спомагателни материали, вода и други, които се доставят както от дружества, регистрирани на територията на Р България, така и от чуждестранни контрагенти.

През първото полугодие на 2025 г. разходите за материали намаляват стойността си с почти аналогичен темп на този, с който се изменят приходите от продажби на продукцията. Разликите се дължат на различните цени и време на постъпване на материалните запаси, както и на ценовата политика на Дружеството.

Разходите за външни услуги намаляват дела си спрямо продажбите за разглеждания период поради стремежа на мениджмънта да ограничава разходите за подизпълнители и другите разходи.

Разходите за персонал нарастват като абсолютна стойност вследствие на изпреварващия ръст на възнагражденията в Дружеството и в страната като цяло.

Резултатът от оперативна дейност за първото полугодие на 2025 г. (на дванадесетмесечна база) е печалба от 1 652 хил. лв. в сравнение със печалба от 3 008 хил. лв. за същия период на предходната година.

Резултатът след данъчно облагане за полугодieto на 2025 г. (на дванадесетмесечна база) е печалба от 1 361 хил. лв.

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани финансови отчети за 2022, 2023 и 2024 г. и междинните неодитирани финансови отчети към 30 юни 2024 г. и 30 юни 2025 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. С цел съпоставимост на междинните данни за двете тримесечия с годишните такива, информацията за тях е представена за последните 12 месеца (ТТМ).

Предложителят смята, че не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от него или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

Таблица 5: Систематизирана финансова информация за „АРОМА“ АД

Ключови финансови индикатори и коефициенти	2022	2023	2024	30.06.2024	30.06.2025
Индикатори от Отчета за доходите (хил. лв.):					
1 Приходи от основна дейност	35 901	36 099	33 646	35 994	31 493
2 Други приходи, нетно	829	348	425	344	472
3 Разходи за материали	-23 691	-21 897	-19 454	-20 614	-17 768
4 Разходи за външни услуги и други разходи	-2 538	-2 242	-2 261	-2 385	-2 043
5 Разходи за персонал	-6 275	-7 079	-7 438	-7 226	-7 651
6 Суми с корективен характер	-619	54	234	-264	-86
7 Резултат преди лихви, данъци и амортизация; $(= (1+2)-(3+4+5+6))$	3 607	5 283	5 152	5 849	4 417
8 Разходи за амортизация	-2 881	-3 000	-2 750	-2 841	-2 765
9 Резултат от оперативна дейност; $(=7-8)$	726	2 283	2 402	3 008	1 652
10 Финансови приходи	0	63	144	129	143
11 Финансови разходи	-68	-183	-210	-219	-194
12 Резултат преди данъци; $(=9+10-11)$	658	2 163	2 336	2 918	1 601
13 Данъци	-74	-225	-240	-225	-240
14 Нетен резултат; $(=12-13)$	584	1 938	2 096	2 693	1 361
Индикатори от Отчет за финансовото състояние (хил. лв.):					
15 Парични средства	4 085	2 317	2 577	3 386	2 413
16 Текущи финансови активи	0	1 939	1 953	1 370	2 145
17 Търговски и други краткосрочни вземания, вкл. от свързани лица	8 551	7 067	6 713	7 623	6 727
18 Материални запаси	9 435	8 930	8 481	8 316	8 665
19 Краткосрочни задължения	5 302	4 807	5 354	5 428	5 320
20 Нетен оборотен капитал; $(=17+18-19)$	12 684	11 190	9 840	10 511	10 072
21 Краткосрочен дълг	1 130	964	1 652	1 645	1 630
22 Дългосрочен дълг	1 011	710	507	569	4 016
23 Обща стойност на активите	44 358	45 478	47 995	46 585	47 434
24 Обща стойност на пасивите	11 701	11 506	12 879	11 681	12 198
25 Обща стойност на собствения капитал	32 657	33 972	35 116	34 904	35 236
26 Брой акции в обращение	15 409 324	15 409 324	15 409 324	15 409 324	15 409 324
Финансови коефициенти:					
27 Рентабилност на собствения капитал; $(=14/25)$	1,79%	5,70%	5,97%	7,72%	3,86%
28 Рентабилност на активите; $(=9*(1-10\%)/23)$	1,47%	4,52%	4,50%	5,81%	3,13%
29 Маржин преди данъци; $(=14/1)$	1,83%	5,99%	6,94%	8,11%	5,08%
30 Нетен маржин; $(14/1)$	1,63%	5,37%	6,23%	7,48%	4,32%
31 Резултат преди лихви, данъци и амортизация/пасиви; $(=7/24)$	30,83%	45,92%	40,00%	50,07%	36,21%
32 Коефициент на бърза ликвидност; $(=15+16+17)/(19+21)$	1,96	1,96	1,60	1,75	1,62
33 Коефициент на обща ликвидност; $(=15+16+17+18)/(19+21)$	3,43	3,51	2,82	2,93	2,87
34 Обръщаемост на активите; $(=1/23)$	0,81	0,79	0,70	0,77	0,66
35 Обръщаемост на вземанията; $(=1/17)$	4,20	5,11	5,01	4,72	4,68
36 Счетоводна стойност на акция, лв.; $(=25*1000/26)$	2,12 лв	2,21 лв	2,28 лв	2,27 лв	2,29 лв
37 Печалба на акция, лв.; $(=14*1000/26)$	0,038 лв	0,126 лв	0,136 лв	0,175 лв	0,088 лв
38 Продажби на акция, лв.; $(=1*1000/26)$	2,33 лв	2,34 лв	2,18 лв	2,34 лв	2,04 лв
39 Дивидент на акция, лв.	0,04 лв	0,06 лв	0,065 лв	-	-
40 Коефициент на покритие на дивидентите; $(=37/39)$	1,03	2,10	2,09	-	-
41 Коефициент на изплащане на дивиденти; $(=39/37)$	97%	48%	48%	-	-
42 Коефициент на задържане на печалбата; $(=100\%-41)$	3%	52%	52%	-	-
43 Темп на растеж на активите	7,81%	2,52%	5,53%	-2,94%	1,82%
44 Темп на растеж на приходите от основна дейност	18,45%	0,55%	-6,80%	6,98%	-12,50%
45 Темп на растеж на печалбата на една акция	-37,50%	231,58%	7,94%	28,68%	-49,71%
46 Общо активи/собствен капитал; $(=23/25)$	1,36	1,34	1,37	1,33	1,35
47 Дългосрочен дълг/собствен капитал; $(=22/25)$	0,03	0,02	0,01	0,02	0,11
48 Заемен/собствен капитал; $(=(21+22)/25)$	0,07	0,05	0,06	0,06	0,16
49 Цена на затваряне, лв.	0,990 лв	1,030 лв	1,030 лв	1,370 лв	1,250 лв
50 към дата	30.12.2022	21.12.2023	27.12.2024	20.6.2024	27.6.2025
51 Коефициент цена/печалба; $(=49/37)$	26,1	8,2	7,6	7,8	14,2
52 Коефициент цена/счетоводна стойност; $(=49/36)$	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
53 Коефициент цена/продажби P/S; $(=49/38)$	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6

2.2.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Дългогодишни взаимоотношения с контрагентите	Увеличаване на клиентската база
Модерно и сертифицирано оборудване	Проникване на нови перспективни пазари
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Отдалеченост от основните пазари	Навлизване на нови конкуренти
Липса на силни собствени марки в Западна Европа	Политическа и икономическа криза
	COVID пандемия и войната в Украйна

2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО

Като отворена икономика с производствен сектор, интегриран в глобалните вериги на добавена стойност, България постигна значително увеличение на доходите през последните две десетилетия. Стабилната макроикономическа рамка и задълбочаващата се европейска интеграция очертаха пътя към влизане в Евророната, което ще се случи в началото на следващата година. Безработицата е на рекордно ниски нива, а заплатите нарастват значително. Въпреки това предизвикателствата остават и се задълбочават.

Според последната макроикономическа прогноза на БНБ за развитието на глобалната икономическа активност и търговия външното търсене на български стоки и услуги ще бъде по-слабо спрямо предишните допускания. Това се дължи най-вече на влошените икономически перспективи пред основните търговски партньори на България от еврозоната и продължаващите процеси на търговска фрагментация и задълбочаване на геополитическите конфликти. Вследствие на тези фактори растежът на външното търсене ще остане нисък в исторически план, като се очаква да възлезе на 2.0% през 2025 г., 2.5% през 2026 г. и 3.1% през 2027 г. Очакванията на пазарните участници и заложените технически допускания предполагат цените в евро на енергийните суровини на международните пазари през 2025 г. и 2026 г. да се понижат главно по отношение на петрола, след което да се стабилизират през 2027 г., докато за цените в евро на неенергийните суровини се очаква слабо нарастване през целия прогнозен хоризонт, водено най-вече от повишаването на цените на някои групи хранителни продукти и селскостопански суровини. В резултат на тези процеси се очаква претеглените по значимост за международната търговия на България цени на суровините в евро да се понижат с около 0.4% през 2025 г., да нараснат с около 0.5% през 2026 г. и растежът им да се ускори до приблизително 3.0% през 2027 г.

През периода 2025–2027 г. прогнозите на БНБ са растежът на реалния БВП в България да остане близо до този от 2024 г., като прогнозираме той да възлезе на 2.9% през 2025 г., след което да се забави слабо до 2.7% през 2026 г. и 2027 г. Основен принос за нарастването на БВП през прогнозния хоризонт ще има запазването на силен растеж на частното потребление, обусловено главно от прогнозираното увеличение на реалния разполагаем доход на домакинствата и на заетостта. В същото време нетният износ ще има предимно отрицателен принос. Допусканията за слаб растеж на външното търсене на български стоки и услуги в комбинация с ремонтните дейности в ключови предприятия в промишлеността в България в началото на 2025 г. са фактори за по-слабо представяне на износа спрямо вноса през по-голямата част от прогнозния хоризонт. През 2025 г. и 2027 г. динамиката на публичните инвестиции и на вноса на стоки е повлияна от придобиването на нова военна техника, като нейният ефект върху БВП ще е неутрален.

Очакванията са присъединяването на България към еврозоната да се отрази в засилване на трансмисията от паричната политика на Европейската централна банка (ЕЦБ) към монетарните условия в страната. Годишният растеж на кредита на неправителствения сектор се прогнозира да следва тенденция към забавяне, но да остане сравнително висок през периода 2025–2027 г.

Годишната инфлация, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), се очаква да се ускори до 3.8% в края на 2025 г. (спрямо 2.1% в края на 2024 г.), а средногодишната инфлация да възлезе на 3.6% през 2025 г. (при 2.6% през 2024 г.). Основните проинфлационни фактори за България през

2025 г. са свързани с вътрешна за страната динамика, като нарастването на разходите за труд и високият растеж на частното потребление, което позволява пълно пренасяне на повишените производствени разходи към крайните потребители, както и повишаването на административно определяните цени на някои стоки и услуги и тютюневите изделия. В същото време външната среда ще ограничава общата инфлация в резултат на заложеното в допусканията понижение на цените на енергийните продукти на международните пазари. В края на 2026 г. прогнозираме инфлацията да остане на нивото от края на 2025 г. (3.7% средно за годината), като запазването на висок темп на нарастване на цените при базисните компоненти ще има основен принос за растежа на потребителските цени. За 2027 г. от БНБ прогнозира инфлацията в края на годината, както и средногодишната инфлация, да се забавят до съответно 3.0% и 3.3%, отразявайки по-умереното нарастване на цените на услугите в съответствие с очакваната динамика при разходите за труд на единица продукция.

Според БНБ, базисният сценарий на прогнозата се характеризира с висока степен на несигурност, произтичаща от външната среда. Основните източници на несигурност са свързани с потенциалните промени в търговската политика на САЩ и ответните реакции на основните им търговски партньори, както и с вероятността от задълбочаване на геополитическите конфликти в Близкия изток. Тези фактори е възможно да оказват съществено негативно влияние върху икономическата активност в България. Рисковете пред прогнозата за БВП се оценяват като балансирани за 2025 г. и ориентирани към реализиране на по-нисък растеж през останалата част от прогнозния хоризонт, като рисковете за по-ниска икономическа активност произтичат предимно от глобалната среда. Същевременно се запазва рискът за реализиране на по-нисък растеж на реалния БВП в България при по-бавно от заложеното в прогнозата изпълнение на инвестиционни проекти, финансирани както с национални средства, така и със средства от ЕС.

Таблица 6: Основни макроикономически показатели за България за периода 2023 г. – 2028 г.

Индикатор	2023	2024	2025f	2026f	2027f	2028f
Световна икономика, реален ръст (%)	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2
ЕС, реален ръст на БВП (%)	0,4	1,0	1,4	1,7	1,6	1,5
Валутен курс USD/EUR	1,08	1,08	1,07	1,07	1,07	1,07
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	82,6	80,7	71,00	67,2	66,4	66,4
БВП, млн. лв.	185 233	202 861	218 394	229 582	241 093	251 488
БВП, реален ръст (%)	1,9	2,8	3,0	2,5	2,4	2,4
Заетост, ръст в %	1,1	1,1	0,6	0,3	0,1	0,0
Безработица (% от работната сила)	4,3	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0
Компенсации на един нает, ръст %	13,4	10,4	8,7	4,3	4,0	3,5
Дефлатор на БВП, %	8,0	6,5	4,5	2,6	2,5	2,1
Инфлация, средногодишна (%)	8,6	2,6	3,6	2,2	2,1	2,0
Текуща сметка (% от БВП)	-0,9	-1,8	-3,3	-2,8	-4,2	-3,4
Търговски баланс (% от БВП)	-4,2	-5,2	-7,4	-6,4	-8,0	-7,1
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	5,5	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Паричен показател МЗ, ръст в %	8,7	8,7	9,4	9,0	9,1	8,9
Кредити за фирми, ръст в %	9,7	10,1	10,3	9,2	8,6	8,1
Кредити за домакинства, ръст в %	15,9	20,8	18,9	15,2	12,7	10,6

Забележка: Данните за периода 2025г. – 2028г. са прогнозни (отбелязани с индекс „f“). Източник: Министерство на финансите (МФ)

3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ

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 стойността, определена въз основа на цената на акциите от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции и/или на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на „АРОМА“ АД са приложени следните критерии:

- 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.

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на „АРОМА“ АД:

1. Метод на дисконтираните нетни парични потоци с прилагане на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2025 г. – 2031 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.
2. Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван междинен неаудитиран финансов отчет към 30 юни 2025 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството.

4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

При представянето на обосновката на предлаганата цена е използвано закръгление на междинните и крайните абсолютни и относителни стойности. Междинните абсолютни стойности в лева са закръглени до цяло число, а относителните (процентните) стойности – до втория знак след десетичната запетая. Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

Крайните стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая, каквато е и практиката за котиране на цени на БФБ.

4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на стойността на парите във времето. Оценъчният метод на базата на стойността на парите във времето е принципен начин за определяне стойността на едно дружество чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци.

Оценката на Дружеството по този метод, се основава на допускането, че дисконтираната настояща стойност на бъдещите парични потоци с дисконтова норма, отразяваща потенциалния риск и съответно очакваната възвръщаемост на инвестицията, е най-надеждният индикатор за ефективността на оценявания обект.

Стойността на Дружеството като цяло по метода на дисконтираните нетни парични потоци е получена чрез прогнозиране на бъдещите парични потоци на индивидуална база. Приложен е описаният в Приложение № 2 на Наредба № 41 модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), тъй като той в най-голяма степен съответства на характеристиките на Дружеството и генерираните от него парични потоци.

Стойността на капитала на притежателите на обикновени акции е определена непряко, като стойността на Дружеството като цяло е намалена с всички дългове и други законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и е увеличена със стойността на паричните средства и неоперативните активи. Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обращение, като съгласно изискванията на Наредба 41, обратно изкупените акции не са взети предвид.

Нетните парични потоци са изчислени, без да се вземат предвид паричните потоци, свързани с получаването на заеми и плащането на лихви по тях.

Прогнозните стойности на нетните парични потоци отразяват стратегическия план на Предложителя за развитие на „АРОМА“ АД. Те са определени по години, като са разграничени два периода:

- *прогнозен период* - обхваща годините 2025-2030 г. включително, през които паричните потоци на Дружеството могат да бъдат прогнозирани с достатъчна степен на достоверност;
- *следпрогнозен период* – обхваща годините след изтичане на прогнозния период, в които не се очакват съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността на Групата. Паричните потоци в този период са определени на база първата година от него (2031 г.), която е посочена отделно с цел по-коректно изчисляване на терминалната стойност. В следващите години паричните потоци са планирани да нарастват спрямо 2031 г. с постоянен темп.

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

$$FCFF_i = NOPLAT_i + A_i - I_i \pm NWC_i$$

където:

FCFF_i - нетни парични потоци на дружеството,

NOPLAT_i - печалба преди финансови и извънредни операции и след данъци,

A_i - разходи за амортизация,

I_i - инвестиции в дълготрайни активи,

NWC_i - изменение в нетния оборотен капитал.

За определяне на настоящата стойност на Дружеството, получените прогнозни стойности на нетните парични потоци за съответния период се привеждат към настоящия период с помощта на коефициент на дисконтиране по формулата:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC_i)^i} + \frac{P_n}{(1 + WACC_n)^n}$$

където:

V_0 – настоящата стойност на оценяваното предприятие,

$FCFF_i$ – бъдещ нетен паричен от дейността на Дружеството,

P_n – терминална стойност,

$WACC_i$ – норма на дисконтиране (среднопретеглена цена на капитала),

i – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

Прогнозите са обосновани чрез ретроспективни данни от одитираните финансови отчети на „АРОМА“ АД за предходните четири години (2020-2024 г.) и последния публикуван неодитиран отчет към 30 юни 2025 г. Избраният период е достатъчно дълъг и обхваща години от различен етап на цикъла на световната и българската икономика. Този подход в достатъчно достоверна степен представя измененията на бизнес дейностите на Дружеството, изглажда ги и същевременно показва влиянието на извънредни събития като COVID-19 и войната в Украйна.

Прогнозите са разработени на база на календарни години, защото:

- в ретроспективния период финансовите години съвпадат с календарните и използването на други годишни периоди би направило несъпоставими отчетните и прогнозните данни;
- общопризнатите и специализираните източници за пазарна информация също представят отчетните и прогнозни данни за календарни години.

4.1.2. Приходи

За целите на настоящата обосновка, приходите от продажби на продукция на Дружеството са разгледани и прогнозираны по сегменти, като сегментите са тези използвани от „АРОМА“ АД и посочени в годишния финансов отчет на Дружеството, а именно – „Продукти за устна хигиена“, „Продукти за коса“, „Продукти за кожа“, „Продукти за измиване“ и „Други“. Отделно всеки от посочените по-горе сегменти е разделен на „Вътрешен пазар“ (България) и „Външен пазар“ (всички останали държави).

Историческа информация за приходите от продажби на продукция на „АРОМА“ АД по сегменти и пазари е представена в таблицата по-долу:

Таблица 7: Продажби на „АРОМА“ АД за периода 31.12.2020-30.06.2025 г.

ПРОДАЖБИ, ХИЛ. ЛВ.	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2Q-ТТМ
Продукти за устна хигиена	11 666	14 084	17 247	17 408	18 962	18 399
годишно изменение		20,73%	22,46%	0,93%	8,93%	1,14%
дъл от приходите от клиенти, %	33,28%	46,47%	48,04%	48,22%	56,36%	58,42%
В т.ч. Вътрешен пазар	5 141	5 492	4 635	3 490	3 432	2 589
годишно изменение		6,83%	-15,60%	-24,70%	-1,66%	-20,51%
дъл от приходите от клиенти, %	14,66%	18,12%	12,91%	9,67%	10,20%	8,22%
дъл от продуктите за устна хигиена	44,07%	38,99%	26,87%	20,05%	18,10%	14,07%
В т.ч. Външен пазар	6 525	8 592	12 612	13 918	15 530	15 810
годишно изменение		31,68%	46,79%	10,36%	11,58%	5,86%
дъл от приходите от клиенти, %	18,61%	28,35%	35,13%	38,56%	46,16%	50,20%
дъл от продуктите за устна хигиена	55,93%	61,01%	73,13%	79,95%	81,90%	85,93%
Продукти за косата	9 830	7 694	8 964	8 782	7 525	6 576
годишно изменение		-21,73%	16,51%	-2,03%	-14,31%	-21,80%
дъл от приходите от клиенти, %	28,04%	25,38%	24,97%	24,33%	22,37%	20,88%
В т.ч. Вътрешен пазар	4 781	4 045	5 308	4 300	4 261	3 584
годишно изменение		-15,39%	31,22%	-18,99%	-0,91%	-19,86%
дъл от приходите от клиенти, %	13,64%	13,35%	14,79%	11,91%	12,66%	11,38%
дъл от продуктите за коса	48,64%	52,57%	59,21%	48,96%	56,62%	54,50%
В т.ч. Външен пазар	5 049	3 649	3 656	4 482	3 264	2 992
годишно изменение		-27,73%	0,19%	22,59%	-27,18%	-24,00%
дъл от приходите от клиенти, %	14,40%	12,04%	10,18%	12,42%	9,70%	9,50%
дъл от продуктите за коса	51,36%	47,43%	40,79%	51,04%	43,38%	45,50%
Продукти за кожата	5 023	4 350	5 064	4 618	3 737	4 004
годишно изменение		-13,40%	16,41%	-8,81%	-19,08%	-9,72%
дъл от приходите от клиенти, %	14,33%	14,35%	14,11%	12,79%	11,11%	12,71%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 816	2 220	3 314	3 015	2 352	2 226
годишно изменение		-21,16%	49,28%	-9,02%	-21,99%	-26,63%
дъл от приходите от клиенти, %	8,03%	7,32%	9,23%	8,35%	6,99%	7,07%
дъл от продуктите за кожа	56,06%	51,03%	65,44%	65,29%	62,94%	55,59%
В т.ч. Външен пазар	2 207	2 130	1 750	1 603	1 385	1 778
годишно изменение		-3,49%	-17,84%	-8,40%	-13,60%	26,91%
дъл от приходите от клиенти, %	6,30%	7,03%	4,87%	4,44%	4,12%	5,65%
дъл от продуктите за кожа	43,94%	48,97%	34,56%	34,71%	37,06%	44,41%
Продукти за измиване	7 006	3 436	3 941	4 476	2 676	1 711
годишно изменение		-50,96%	14,70%	13,58%	-40,21%	
дъл от приходите от клиенти, %	19,98%	11,34%	10,98%	12,40%	7,95%	5,43%
В т.ч. Вътрешен пазар	1 811	1 412	2 212	1 406	1 338	1 015
годишно изменение		-22,03%	56,66%	-36,44%	-4,84%	-22,87%
дъл от приходите от клиенти, %	5,17%	4,66%	6,16%	3,89%	3,98%	3,22%
дъл от продуктите за измиване	25,85%	41,09%	56,13%	31,41%	50,00%	59,32%
В т.ч. Външен пазар	5 195	2 024	1 729	3 070	1 338	696
годишно изменение		-61,04%	-14,58%	77,56%	-56,42%	-76,56%
дъл от приходите от клиенти, %	14,82%	6,68%	4,82%	8,50%	3,98%	2,21%
дъл от продуктите за измиване	74,15%	58,91%	43,87%	68,59%	50,00%	40,68%
Други продукти	1 533	746	685	815	746	803
годишно изменение		-51,34%	-8,18%	18,98%	-8,47%	19,32%
дъл от приходите от клиенти, %	4,37%	2,46%	1,91%	2,26%	2,22%	2,55%
ОБЩО ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	31 493
годишно изменение, %	-	-13,54%	18,45%	94,70%		-12,50%
В т.ч. Вътрешен пазар	16 082	13 915	16 154	13 026	12 129	10 217
годишно изменение, %	-	-13,47%	16,09%	75,74%	-6,89%	-19,88%
дъл от приходите от клиенти, %	45,87%	45,91%	45,00%	36,08%	36,05%	32,44%
В т.ч. Външен пазар	18 976	16 395	19 747	23 073	21 517	21 276
годишно изменение, %	-	-13,60%	20,45%	107,32%	-6,74%	-8,46%
дъл от приходите от клиенти, %	54,13%	54,09%	55,00%	63,92%	63,95%	67,56%

Както е видно от таблицата по-горе, най-съществен дял от приходите имат продуктите за устна хигиена, като в рамките на историческия период техният дял нараства от около 1/3 до дял от над 55% от общите продажби на продукция. Над 85% от продуктите в този сегмент са за износ, като в рамките на историческия период, вследствие на войната в Украйна и други фактори, Дружеството преориентира своя износ от Русия и страните от ОНД към пазарите на Западна Европа. На тези нови пазари, „АРОМА“ АД работи предимно като производител на марки продукти за големи търговци, продаващи под собствени марки.

Приходите от продукти за коса са на второ място по значимост, като при тях по-скоро се наблюдава намаление на дела им в рамките на общите продажби на продукция. Основната причина за това намаление е спада в износа, вследствие на войната в Украйна и преориентирането към нови пазари. Вътрешният пазар също стагнира в рамките на историческия период, макар и с по-бавни темпове от тези на износа.

Продуктите за кожа заемат трето място в структурата на продажбите на „АРОМА“ АД с дял от 12-14% от приходите от продажби на продукция. При тях също е налице стагнация и на вътрешния и на външните пазари, но сравнително по-малка от тази при сегмента „Продукти за коса“, което се дължи на по-разнообразния брой предлагани продукти.

При продуктите за измиване се наблюдава най-голям спад на продажбите в рамките на историческия период, като техният дял от общите приходи от продажби на продукция намалява от близо 20% на 7-8%. И тук причините за това намаление са най-вече в ограниченията на отделни пазари и по-бавното навлизане на нови такива. Вътрешният пазар също намалява значително вследствие на силната конкуренция от вносни продукти на големи световни компании, както и на нови местни играчи.

Продуктите, които не могат да бъдат класифицирани към нито един от горепосочените сегменти, влизат в графата „Други“. Техният дял е незначителен - около 2 - 2.5% от общите приходи от продажби на продукция и техният обем в стойност е сравнително постоянен в рамките на историческия период.

Анализът на продажбите на „АРОМА“ АД по пазари (вътрешен и външен) показва, че делът на износа нараства в рамките на целия исторически период като този дял нараства от около 54% на над 65%. Причината за това е ожесточената конкуренция на местния пазар и по-добрите ценови възможности за реализация на продукцията на Дружеството на външните пазари.

Приходите от продажби на продукция в рамките на прогнозния период са представени в таблица 8 по-долу:

Таблица 8: Приходи от продажби на продукцията на „АРОМА“ АД за периода 2025 г. – 2031 г.

ПРОДАЖБИ, ХИЛ. ЛВ.	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Продукти за устна хигиена	18 415	19 258	20 143	21 070	22 042	23 061	23 591
годишно изменение	-2,88%	4,58%	4,60%	4,60%	4,61%	4,62%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	57,50%	57,59%	57,68%	57,76%	57,84%	57,92%	57,92%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 574	2 625	2 678	2 732	2 787	2 843	2 908
годишно изменение	-25,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	8,04%	7,85%	7,67%	7,49%	7,31%	7,14%	7,14%
дъл от продуктите за устна хигиена	13,98%	13,63%	13,29%	12,97%	12,64%	12,33%	12,33%
В т.ч. Външен пазар	15 841	16 633	17 465	18 338	19 255	20 218	20 683
годишно изменение	2,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	49,47%	49,74%	50,01%	50,27%	50,53%	50,78%	50,78%
дъл от продуктите за устна хигиена	86,02%	86,37%	86,71%	87,03%	87,36%	87,67%	87,67%
Продукти за косата	6 560	6 917	7 294	7 692	8 112	8 555	8 751
годишно изменение	-12,82%	5,44%	5,45%	5,46%	5,46%	5,46%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	20,48%	20,69%	20,89%	21,09%	21,29%	21,49%	21,48%
В т.ч. Вътрешен пазар	3 622	3 803	3 993	4 193	4 403	4 623	4 729
годишно изменение	-15,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	11,31%	11,37%	11,43%	11,49%	11,55%	11,61%	11,61%
дъл от продуктите за коса	55,21%	54,98%	54,74%	54,51%	54,28%	54,04%	54,04%
В т.ч. Външен пазар	2 938	3 114	3 301	3 499	3 709	3 932	4 022
годишно изменение	-10,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	9,17%	9,31%	9,45%	9,59%	9,73%	9,88%	9,87%
дъл от продуктите за коса	44,79%	45,02%	45,26%	45,49%	45,72%	45,96%	45,96%
Продукти за кожата	4 014	4 168	4 328	4 495	4 668	4 848	4 960
годишно изменение	7,41%	3,84%	3,84%	3,86%	3,85%	3,86%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	12,53%	12,46%	12,39%	12,32%	12,25%	12,18%	12,18%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 352	2 423	2 496	2 571	2 648	2 727	2 790
годишно изменение	0,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	7,34%	7,25%	7,15%	7,05%	6,95%	6,85%	6,85%
дъл от продуктите за кожа	58,59%	58,13%	57,67%	57,20%	56,73%	56,25%	56,25%
В т.ч. Външен пазар	1 662	1 745	1 832	1 924	2 020	2 121	2 170
годишно изменение	20,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	5,19%	5,22%	5,25%	5,27%	5,30%	5,33%	5,33%
дъл от продуктите за кожа	41,41%	41,87%	42,33%	42,80%	43,27%	43,75%	43,75%
Продукти за измиване	2 274	2 320	2 366	2 414	2 462	2 512	2 570
годишно изменение	-15,02%	2,02%	1,98%	2,03%	1,99%	2,03%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	7,10%	6,94%	6,77%	6,62%	6,46%	6,31%	6,31%
В т.ч. Вътрешен пазар	1 137	1 160	1 183	1 207	1 231	1 256	1 285
годишно изменение	-15,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	3,55%	3,47%	3,39%	3,31%	3,23%	3,15%	3,15%
дъл от продуктите за измиване	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
В т.ч. Външен пазар	1 137	1 160	1 183	1 207	1 231	1 256	1 285
годишно изменение	-15,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	3,55%	3,47%	3,39%	3,31%	3,23%	3,15%	3,15%
дъл от продуктите за измиване	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Други продукти	761	776	792	808	824	840	859
годишно изменение	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	2,38%	2,32%	2,27%	2,21%	2,16%	2,11%	2,11%
ОБЩО ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	32 024	33 439	34 923	36 479	38 108	39 816	40 731
годишно изменение, %	-4,82%	4,42%	4,44%	4,46%	4,47%	4,48%	2,3%
В т.ч. Вътрешен пазар	10 446	10 787	11 142	11 511	11 893	12 289	12 571
годишно изменение, %	-13,88%	3,26%	3,29%	3,31%	3,32%	3,33%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	32,62%	32,26%	31,90%	31,56%	31,21%	30,86%	30,86%
В т.ч. Външен пазар	21 578	22 652	23 781	24 968	26 215	27 527	28 160
годишно изменение, %	0,28%	4,98%	4,98%	4,99%	4,99%	5,00%	2,3%
дъл от приходите от клиенти, %	67,38%	67,74%	68,10%	68,44%	68,79%	69,14%	69,14%

Приходите от продажби на продукцията за 2025 г. по сегменти и по пазари са базирани на отчетните данни към 30 юни, предварителните данни за третото тримесечие и очакванията на търговия предводител за периода до края на годината. Както се вижда и от резултатите за шестмесечието, отчита се спад в продажбите в повечето сегменти, макар да се очаква през второто полугодие този спад да се забави.

Най-сериозно намаление се отчита при продуктите за устна хигиена за вътрешния пазар – 25% за цялата 2025г., при отчетен спад от над 40% за първото шестмесечие спрямо същия период на миналата година. Причина за този спад е ожесточената ценова конкуренция на вътрешния пазар и по-специално в големите хипермаркети, което в комбинация с цените на суровините, прави продажбите на вътрешния пазар нерентабилни. За сметка на това износа на продукти за устна хигиена се очаква да отбележи ръст от 2% за 2025 г. на годишна база, което се потвърждава и от вече направените поръчки.

За периода 2026-2030 г. е заложен постоянен ръст от 2% за вътрешния пазар и 5% при износа на продукти за устна хигиена. Тези прогнози се базират на очакванията местният пазар да остане по-ценово ориентиран, съответно по-малко рентабилен за сметка на износа за Западна Европа под марки на клиенти.

При продуктите за коса за 2025г. е заложен спад спрямо 2024 г., както за местния пазар (15%), така и при износа (10%). Въпреки очакваното известно подобрене през второто полугодие, ценовия натиск и намаленото потребление, както и липсата на нови поръчки за износ не позволяват пълното компенсиране на отчетените сериозни намаления през първото полугодие.

За периода 2026-2030 г. при продуктите за коса е заложен постоянен ръст от 5% за вътрешния пазар и 6% при износа. Тези прогнози се базират на очакванията за възстановяване на пазарните позиции чрез по-добро маркетингово позициониране, както и договори с нови клиенти за производство на продукти под тяхна марка.

За продуктите за кожа се очаква сравнително най-добро представяне за 2025г. спрямо останалите сегменти. На вътрешния пазар се очаква отчетеният спад от близо 9% за полугодията да бъде изцяло компенсиран през втората половина на годината, като продажбите на продукти за кожа останат на нивата от 2024 г. Що се отнася до външните пазари, там се очаква постигането на сериозен ръст от 20% спрямо 2024 г., което се дължи на допълнителните поръчки на продукти под собствени марки за клиенти от Западна Европа.

За периода 2026-2030 г. е заложен постоянен ръст от 3% за вътрешния пазар и 5% при износа на продукти за кожа. Тези прогнози се базират на очакванията местния пазар да продължи да расте по-бавно за сметка на износа за Западна Европа под марки на клиенти.

За сметка на горепосочения сегмент, при продуктите за измиване се очаква една доста слаба 2025 г. със значителни спадове в приходите както на вътрешния, така и на външния пазар. За първото полугодие, и на местния пазар, и при износа, се отчитат спадове от 40-50% спрямо същия период на миналата година. Въпреки сериозните усилия за компенсиране на тези лоши резултати през втората половина на годината, предварителните резултати и прогнозите сочат намаление от 15% за 2025 г., както за местния пазар, така и за износа спрямо същия период на 2024 г.

По отношение на продуктите на „АРОМА“ АД, които не влизат в нито един от горепосочените 4 сегмента, е направено допускането, че техните продажби ще нарастват с 2% на годишна база, както за 2025 г. за целия прогнозен период (2026-2030г.) Тази прогноза се подкрепя от постигнатите резултати за полугодията и предварителните такива за останалия период на годината, както и на очакванията на мениджмънта на Компанията.

В първата година от следпрогнозния период (2031г.) размерът на всички приходи е определен като размерът им за предходния период е умножен по терминалния растеж, тоест че процентното нарастване на съответния тип приходи в терминалния период ще е равно на терминалния растеж. Конкретните разчети са представени в Таблица 8 по-горе.

Освен от продажба на продукцията, „АРОМА“ АД отчита и различни други приходи - от правителствени финансираня, от продажба на материали, от отписани задължения, излишъци на материални запаси и др. Над половината от тези приходи в исторически план се формират от приходи от правителствени финансираня, които имат чисто счетоводен характер и не формират парични потоци. Останалата част от тези други доходи са със случаен и спорадичен характер. Затова и в рамките на прогнозния период не са

прогнозираните такива други доходи, заради спорадичния им характер, неподлежащ на адекватно планиране. Изключение прави само 2025 г., в която са заложили вече отчетените и очаквани до края на годината такива приходи (без финансиранятия) с очакван размер около 200 хил. лв.

Информация за размера на другите доходи и общите приходи на „АРОМА“ АД за историческия и прогнозния период са представени в таблицата по-долу:

Таблица 9: Общо приходи на „АРОМА“ АД за периода 2020г. –2031 г.

ПРОДАЖБИ (ХИЛ. ЛВ.)	2020	2021	2022	2023	2024	2024-2Q-ТТМ	2025-2Q-ТТМ	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	35 994	31 493	32 024	33 439	34 923	36 479	38 108	39 816	40 731
годишно изменение, %	-	-13,5%	18,4%	0,6%	-6,8%	-	-12,5%	-4,8%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
ДРУГИ ДОХОДИ	342	423	829	348	425	344	472	200	0	0	0	0	0	0
годишно изменение, %		23,7%	96,0%	-58,0%	22,1%	-	37,2%	14,3%	-100,0%					
в т. ч. приходи от финансираня	184	238	701	197	250	170	272							
дъл от Други доходи	53,80%	56,26%	84,56%	56,61%	58,82%	49,42%	57,63%							
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	36 338	31 965	32 224	33 439	34 923	36 479	38 108	39 816	40 731
годишно изменение, %	-	-13,2%	19,5%	-0,8%	-6,5%	-	-12,0%	-5,4%	3,8%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (БЕЗ АМОРТИЗАЦИИ)

Историческа и прогнозна информация за оперативните разходи на „АРОМА“ АД е представена в таблицата по-долу:

Таблица 10: Оперативни разходи на „АРОМА“ АД за периода 31.12.2020-30.06.2025 г.

РАЗХОДИ	2020	2021	2022	2023-2Q	2023	2024-2Q	2024	2025-2Q
Продажби	35 400	30 733	36 730	18 684	36 447	18 575	34 071	16 469
годишно изменение		-13,18%	19,51%	-	-0,77%	-0,58%	-6,52%	-11,34%
Разходи за материали и консумативи	-20 902	-18 870	-23 691	-12 049	-21 897	-10 766	-19 454	-9 080
годишно изменение		-9,72%	25,55%	-	-7,57%	-10,65%	-11,16%	-15,66%
дъл от приходите за дейността, %	-59,05%	-61,40%	-64,50%	-64,49%	-60,08%	-57,96%	-57,10%	-55,13%
Разходи за външни услуги и други разходи	-2 480	-2 139	-2 538	-983	-2 242	-1 126	-2 261	-908
годишно изменение		-13,75%	18,65%	-	-11,66%	14,55%	0,85%	-19,36%
дъл от приходите за дейността, %	-7,01%	-6,96%	-6,91%	-5,26%	-6,15%	-6,06%	-6,64%	-5,51%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	-6 855	-6 349	-6 275	-3 365	-7 079	-3 512	-7 438	-3 725
годишно изменение		-7,38%	-1,17%	-	12,81%	4,37%	5,07%	6,06%
дъл от приходите за дейността, %	-19,36%	-20,66%	-17,08%	-18,01%	-19,42%	-18,91%	-21,83%	-22,62%
Изменение на наличностите	69	418	-619	390	54	72	234	-248
годишно изменение		505,80%	-248,09%	-	-108,72%	-81,54%	333,33%	-444,44%
дъл от приходите за дейността, %	0,19%	1,36%	-1,69%	2,09%	0,15%	0,39%	0,69%	-1,51%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	-30 168	-26 940	-33 123	-16 007	-31 164	-15 332	-28 919	-13 961
годишно изменение		-10,70%	22,95%		-5,91%	-4,22%	-7,20%	-8,94%
дъл от приходите за дейността, %	-85,22%	-87,66%	-90,18%	-85,67%	-85,50%	-82,54%	-84,88%	-84,77%
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА)	5 232	3 793	3 607	2 677	5 283	3 243	5 152	2 508
годишно изменение		-27,50%	-4,90%		46,47%	29,31%	-2,48%	-
ЕБИТДА маржин	14,78%	12,34%	9,82%	14,33%	14,50%	17,46%	15,12%	15,23%

Основните оперативни разходи на Дружеството в ретроспективния период са за материали, външни услуги и други разходи, персонал и корективни статии. Техния размер и структура са показани в таблицата по-горе.

Темповете на промяна на основните групи разходи (за материали, за външни услуги) са прогнозираните като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2020 г. – 30.06.2025 г., както и на база очакванията на Търговия предложител.

Основните суровини с които работи Дружеството включват различни химични съставки като *ароматични композиции, солубилизатори, пенители, хумектанти, прахообразни, алкохол, емулгатори, активни съставки, оцветители, пластмаси и други*, голяма част от които се доставят чрез внос. Заложена прогноза е техният дял да остане постоянен в рамките на прогнозния период до около 56,5% от общите приходи от дейността. Горепосочения дял е по-нисък от средния дял, отчетен през историческия период 2020-06.2025 г. и е равен на очаквания такъв към края на 2025 г. Заложения в прогнозата дял е консервативен, доколкото цените на голяма част от суровините през последните години нарастват с двуцифрени темпове и към момента е рано да се каже, че този ценови натиск ще намалее в обозрим период. Все пак Дружеството предвижда чрез добро управление на материалните запаси да успява да управлява ефективно този процес и да не позволява ръстът на суровините да изпреварва този на приходите в рамките на прогнозния период.

По отношение на разходите за външни услуги и другите разходи е заложено, че техният дял като процент от продажбите през целия прогнозен период ще е равен на средния такъв за разглеждания исторически период, а именно 6,3% от приходите от дейността. Тази стойност е малко по-ниска от постигнатата към края на 2024 г, както и към 30 юни 2025 г. (разглеждана на база последните четири тримесечия), като намеренията на Търговията предложител са за допълнително ограничаване на този тип разходи доколкото това е възможно и не противоречи на добрите практики. За първата година от следпрогнозния период (2031) е заложен ръст на разходите спрямо 2030 г., равен на очаквания дългосрочен темп на растеж на икономиката като цяло (2.3%).

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки, са прогнозирани на база отчетените такива за историческия период 2020-2024, както и към 30.06.2025 г. и очакванията за развитие на Дружеството. Заложеният среден ръст на възнагражденията ще изпреварва ръста на приходите, вследствие на очаквания по-висок среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Както се вижда и от историческите данни, вследствие на инфлационните очаквания, конвергенцията спрямо средните нива в ЕС, както и изпреварващия ръст на възнагражденията в бюджетния сектор, ръстът на възнагражденията след 2023 г, е над 20% средногодишно. Повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да падне до едноцифрени нива, но все пак той ще изпреварва средногодишния ръст на приходите от дейността. Заложеният ръст от 6% за 2025 г. е базиран на отчетения ръст за полугодieto и очакванията до края на 2025 г. За периода 2026-2030 г. е заложен ръст на разходите за персонал от 5% за всяка от прогнозните години, което е във връзка с очакванията за по-ниска инфлация и по-умерен ръст на бюджетните заплати. Конкретните разчети са показани в Таблица 11 по-долу:

Суми с корективен характер, освен отчетените през полугодieto на 2025 г., не са прогнозирани.

В първата година на следпрогнозния период (размерът на всички оперативни разходи е определен като размерът им за предходния период е умножен по терминалния растеж, тоест че процентното нарастване на съответния тип разходи в терминалния период ще е равно на терминалния растеж.

Разходите за амортизация са описани в т. 4.1.4. по-долу.

Таблица 11: Оперативни разходи на „АРОМА“ АД за периода 2025-2031 г.

Отчет за доходите, хил. лв.	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Продажби на продукция	32 024	33 439	34 923	36 479	38 108	39 816	40 731
годишно изменение, %	-4,82%	4,42%	4,44%	4,46%	4,47%	4,48%	2,30%
Други приходи от дейността	200	0	0	0	0	0	0
годишно изменение, %	-52,94%	-100,00%					
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	32 224	33 439	34 923	36 479	38 108	39 816	40 731
годишно изменение, %	-5,4%	3,8%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
Разходи за материали и консумативи	-18 207	-18 893	-19 731	-20 611	-21 531	-22 496	-23 013
годишно изменение, %	-6,4%	3,8%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
дял от приходите за дейността, %	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%
Разходи за външни услуги и други разходи	-2 030	-2 107	-2 200	-2 298	-2 401	-2 508	-2 566
годишно изменение, %	-10,2%	3,8%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
дял от приходите за дейността, %	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Разходи за персонал	-7 884	-8 278	-8 692	-9 127	-9 583	-10 062	-10 293
годишно изменение, %	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
дял от приходите за дейността, %	24,5%	24,8%	24,9%	25,0%	25,2%	25,3%	25,3%
Суми с корективен характер	-248	0	0	0	0	0	0
годишно изменение, %	-206,0%	-100,0%					
дял от приходите за дейността, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (EBITDA)	3 855	4 161	4 300	4 443	4 593	4 750	4 859
годишно изменение, %	-25,2%	7,9%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	2,3%
EBITDA марж, %	11,96%	12,44%	12,31%	12,18%	12,05%	11,93%	11,93%

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОТИЗАЦИИ

Инвестициите в дълготрайни материални активи при „АРОМА“ АД както за историческия, така и през прогнозния период са на сравнително малка стойност и са основно в текущи капиталови ремонти. Планираните **инвестиционни разходи** за прогнозния период са базирани на заложените от Предложителя инвестиции в стратегическия план. Общият размер на инвестициите в увеличаване на полезната стойност на съществуващите и покупка на нови ДМА за периода 2025-2030 г. е 17,957 хил. лв., което е сравнимо като стойност с отчетените инвестиции за периода 2020-2024 г. Нетните инвестиции (инвестиции в ДМА минус амортизация) за прогнозния период са 1,606 хил. лв., което е консервативен подход.

В съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41, инвестиционните разходи за първата година от следпрогнозния период (2031 г.) са планирани като равни на размера на амортизациите за годината, с което се гарантира поддържането на капитала и прогнозния темп на растеж.

Разходите за амортизация за прогнозния период са изчислени на база амортизационните планове на съществуващите към 30 юни 2025 г. активи и на новите инвестиции. В прогнозата са включени и очакваните амортизации на активите с право на ползване, които съгласно МСФО 16 представляват капитализирани наеми на използвани чужди активи за договорен срок. Не се предвиждат промени в нормите и сроковете за амортизация на отделните групи активи.

За целите на прогнозата е направено допускането, че в рамките на прогнозния период „новите активи“ (увеличената стойност на активите вследствие на капиталови ремонти и подобрения) ще се амортизират със същата средна норма на амортизация, с която съгласно амортизационния план се амортизират и съществуващите активи – около 3-4% годишно.

Историческите и прогнозни данни за дълготрайните материални активи (ДМА) и тяхната амортизация за периода 2020 – 2031г. са представени в таблицата по-долу:

Таблица 12: Инвестиции и амортизации

Нефинансови дълготрайни активи, хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2Q	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Земи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сгради	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	920
Машины и оборудване	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1572
Транспортни средства	0	0	102	0	116	0	0	0	0	0	0	0	210
Разходи за придобиване на активи	0	2 788	4 337	3 839	5 075	583	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	0
Други	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	316
Общо инвестиции за периода	0	2 788	4 439	3 839	5 191	583	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 018
годишно изменение, %	-		59,20%	-13,50%	35,20%		-42,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%
Отчетна стойност		54 571	58 145	61 616	66 747	67 255	69 747	72 747	75 747	78 747	81 249	84 747	84 747
годишно изменение, %	-		6,50%	6,00%	8,30%		4,50%	4,30%	4,10%	4,00%	3,20%	4,30%	0,00%
Начислена амортизация за периода		2 668	2 881	3 000	2 750	1 370	2 579	2 631	2 694	2 746	2 816	2 875	3 018
годишно изменение, %	-		8,00%	4,10%	-8,30%		-6,20%	2,00%	2,40%	1,90%	2,50%	2,10%	5,00%
Амортизационна норма, %		4,89%	4,95%	4,87%	4,12%		3,70%	3,62%	3,56%	3,49%	3,47%	3,47%	3,47%
Балансова стойност		20 728	22 286	23 125	25 566	24 779	25 987	26 356	26 662	26 916	26 602	27 225	27 225
годишно изменение, %	-		7,50%	3,80%	10,60%		1,60%	1,40%	1,20%	1,00%	-1,20%	2,30%	0,00%
Инвестиции / Амортизация		1,04	1,54	1,28	1,89	0,43	1,16	1,14	1,11	1,09	1,07	1,04	1,00

4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

За целите на оценката по метода на дисконтираните парични потоци, нетният оборотен капитал (НОК) включва текущите активи на Дружеството (без парични средства) минус текущите пасиви (без лихвоносен дълг):

Теорията на оценяването изисква паричните средства и текущите финансови активи да не се включват в нетния оборотен капитал, тъй като това би означавало те да се дисконтират с различна дисконтова ставка, равна на очакваната безрискова доходност. За разлика от материалните запаси и вземанията, за които съществува риск, срещу какъв точно паричен еквивалент ще бъдат заменени, то за паричните средства такъв риск не съществува.

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 нетните финансови активи (като част от неоперативните активи), както и на задълженията към финансови предприятия към датата на последния изготвен финансов отчет, са отчетени като елементи при изчисляването на нетния дълг.

Краткосрочните правителствени финансираня също са елиминирани от текущите пасиви, тъй като счетоводното им представяне е зависимо от признаването на разходи за амортизация на придобитите чрез финансираня активи, при което не се освобождава или задържа реален паричен поток.

Прогнозата за нетния оборотен капитал се основава на допускането, че при равни други условия, с нарастването на продажбите, размерът на компонентите на нетния оборотен капитал се променя пропорционално. Конкретният размер на изменението зависи най-вече от провежданата от Дружеството политика за управление на материалните запаси и вземанията, характера на отрасъла и конюнктурата, в който действа компанията, избрания счетоводен метод за отчитане на запасите и т.н.

Плановите на Търговия предложител са размерът на оборотния капитал в рамките на прогнозния период да се запази сравнително неизменен като дял от продажбите при относително константни относителни стойности спрямо продажбите, на всички негови компоненти.

За целите на настоящата оценка е направена детайлна прогноза на различните компоненти на нетния оборотен капитал като дял от нетните приходи от продажби за съответния период. Данните са представени в таблицата по-долу:

Таблица 13: Нетен оборотен капитал

Нетен оборотен капитал	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2Q	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Материални запаси	6 039	7 932	9 435	8 930	8 481	8 665	8 646	8 694	9 080	9 485	9 908	10 352	10 316
годишно изменение, %	-	31,3%	18,9%	-5,4%	2,0%	2,2%	-0,2%	0,6%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	-0,3%
дъл от приходите за дейността, %	17,06%	25,81%	25,69%	24,50%	24,89%	27,51%	27,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	25,33%
Краткосрочни вземания	9 826	8 520	8 551	7 067	6 713	6 727	6 405	6 688	6 985	7 296	7 622	7 963	8 146
годишно изменение, %	-	-13,3%	0,4%	-17,4%	-11,9%	0,2%	-4,8%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
дъл от приходите за дейността, %	28,03%	28,11%	23,82%	19,58%	19,95%	21,36%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Краткосрочни задължения	4 999	4 628	5 302	4 807	5 354	5 320	5 156	5 350	5 588	5 837	6 097	6 371	6 518
годишно изменение, %	-	-7,4%	14,6%	-9,3%	-1,4%	-0,6%	-3,1%	3,8%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
дъл от приходите за дейността, %	14,26%	15,27%	14,77%	13,32%	15,91%	16,89%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%
Нетен оборотен капитал (НОК)	10 866	11 824	12 684	11 190	9 840	10 072	9 895	10 032	10 477	10 944	11 433	11 944	11 944
годишно изменение, %	-	8,8%	7,3%	-11,8%	-12,1%	-	0,6%	1,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	0,0%
дъл от приходите за дейността, %	30,99%	39,01%	35,33%	31,00%	28,88%	31,98%	30,71%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	29,32%
Промяна в НОК		958	860	-1 494	-671	232	55	137	445	467	489	511	0

По отношение на вземанията и задълженията е заложено тяхното запазване като дял от продажбите. Тази прогноза отчита, че размерът на вземанията към края на 2024 г. и полугодията на 2025 г. спрямо продажбите, е нормален за обичайната търговска дейност на Дружеството. В рамките на периода 2025-2031 г. не се предвижда нарастване на дела на запасите и вземанията, съответно на задълженията спрямо общите приходи за дейността в сравнение с този от 2024 г. Не се очаква нарастване нито на вземанията, нито на задълженията с темп, по-висок от този на растежа на продажбите за съответния период.

В първата година на следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба №41 е направено допускането, че размерът на НОК ще е равен на достигнатото ниво през 2030 г. и изменението му в целия терминален период ще е близко до нула.

4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор r се използва като мярка за възвращаемостта, която съответният инвеститор би търсил при съответно ниво на риск. За определяне на подходящ дисконтов фактор обикновено се използва изискваната възвращаемост на инвестиция с подобни характеристики и сравнимо ниво на риск.

При използването на непрекия метод за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на среднопретеглената цена на капитала на дружеството (СПЦК, WACC) - цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Формулата за среднопретеглената цена на капитала е следната:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_E + \frac{D}{V} * R_D * (1 - T_c)$$

където:

R_E - цена на собствения капитал;

R_D - цена на привлечения капитал;

E - стойност на собствения капитал;

D - стойност на привлечения капитал;

$V = E + D$;

E/V - дял на собствения капитал;

D/V - дял на привлечения капитал;

T_c - корпоративна данъчна ставка.

Анализът на отчета за финансовото състояние на Дружеството показва, че то финансира дейността си както посредством елементите на собствения капитал (акционерен капитал и реализирана печалба), така и с помощта на заеми (привлечен капитал).

Като привлечен капитал се разглеждат всички задължения по получени заемни средства, като не се включват безлихвените задължения, както и тези към доставчиците, свързаните лица или към персонала, тъй като тяхното възникване и погасяване е свързано по-скоро с обичайната търговска дейност на Дружеството, а не с финансовата му структура. В привлечения капитал не влизат и квази-задълженията от типа финансираня, приходи за бъдещи периоди, както и отсрочени или просрочени задължения, свързани с данъци и осигуровки.

Таблица 14: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2020 г. – 30.06.2025 г.

хил. лв	2020	2021	2022	2023	30.6.2024	2024	30.6.2025
Собствен капитал	32 587	32 925	32 657	33 972	34 904	35 116	35 236
Лихвоносен дълг	3 580	2 341	5 112	5 235	4 873	6 244	5 646
Дял на собствения капитал, средногодишно	90,10%	91,71%	89,80%	86,56%	87,75%	85,75%	86,19%
Дял на дълга, средногодишно	9,90%	8,29%	10,20%	13,44%	12,25%	14,25%	13,81%

Забележка: Делът на собствения капитал и на дълга е изчислен на средногодишна база като средна между съответните стойности в края на предходната/началото на текущата година и края на съответната текуща година.

Както е видно от таблицата по-горе, за Дружеството е характерно използване на преобладаващо собствен капитал в капиталовата му структура.

При определянето на относителните дялове на собствения и привлечения капитал са използвани техните балансови стойности. Използването на пазарните стойности в случая е неприложимо, доколкото привлечения капитал е под формата на банкови кредити и лизинг, които не са търгуеми и нямат пазарна цена, а използването на пазарна стойност на собствения капитал и сравнението ѝ с балансовата стойност на дълга би било неконсистентно. При определянето на относителните дялове също така е направено осредняване на стойностите на собствения, съответно на привлечения капитал към края на предходната и към края на текущата година.

В Таблица 15 са представени стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозен период. Като база е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансова стойност на амортизируемите активи, нетен оборотен капитал и парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на амортизируемите активи към края на съответния период са равни на тези в Таблица 12, а стойностите на нетния оборотен капитал – на тези в Таблица 13.

Величината на паричните средства е получена като разлика между: (а) сумата на собствения капитал, лихвоносния дълг и стойността на другите пасиви и (б) сумата на неамортизируемите активи, нетния оборотен капитал и другите активи.

Другите активи се състоят от неоперативни активи - дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи (ДЦК). Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Общата стойност на тези инвестиции към датата на последния публикуван финансов отчет (30.06.2025 г.) е 4 850 хил. лв. По отношение на тях не се предвижда промяна в рамките на прогнозния период.

За получения инвестиран капитал на Дружеството, са прогнозирани и източниците за финансирането му – собствен капитал и лихвоносен дълг.

Прогнозата за собствения капитал за 2025г. се базира на стойността му към края на 2024г. и прогнозирания размер на нетната печалба (НП) за същия период. Същият подход е приложен и за останалите планови години – към стойността на собствения капитал от предходния период е добавена НП за текущия. За целия прогнозен период е заложено 50% процента реинвестиране на НП, което съвпада приблизително със дивидентна политика на Дружеството за последните години.

НП за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕВІТ) се извадят разходите за лихви. Последните са изчислени като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга – 4.28% за целия прогнозен период. Разходите за данъци се определени като прогнозната данъчна ставка от 10% се умножи по разликата между ЕВІТ и разходите за лихви.

Стойността за лихвоносния дълг за прогнозния период е получена на база погасителните планове за текущия и нетекущия лихвоносен дълг на Дружеството. Финансирането на инвестициите и оборотния капитал ще се прави преимуществено със собствен капитал. Прогнозните парични потоци на Дружеството са положителни и в разчетите не е предвиден нов дълг.

Другите пасиви включват дългосрочни и краткосрочни правителствени финансираня, отсрочени данъчни пасиви и дългосрочни задължения при пенсиониране на обща стойност към 30 юни 2025 г. от 1 232 хил. лв. Не се предвижда другите пасиви да се променят в рамките на прогнозния период.

Таблица 15: Прогноза за инвестиция капитал и източниците на финансирането му за периода 2025 - 2031 г.

Период, хил. лв.	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Балансова стойност на НФА	25 987	26 356	26 662	26 916	26 602	27 225	27 225
Нетен оборотен капитал	9 895	10 032	10 477	10 944	11 433	11 944	11 944
Парични средства	1 077	613	465	193	406	10	430
Други активи	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850
годишно изменение		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Общо инвестиран капитал	41 809	41 851	42 454	42 903	43 291	44 029	44 449
Собствен капитал	35 754	36 519	37 322	38 171	39 059	39 997	40 917
Коефициент на изплащане на дивиденди	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Лихвоносен дълг	4 823	4 100	3 900	3 500	3 000	2 800	2 300
Разходи за лихви	-209	-178	-160	-148	-130	-116	-102
Ефективен лихвен процент,%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Други пасиви	1 232	1 232	1 232	1 232	1 232	1 232	1 232
годишно изменение		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Общо финансиране	41 809	41 851	42 454	42 903	43 291	44 029	44 449

Изчисленото съотношение на собствения и привлечения капитал дава капиталовата структура, използвана за определяне на среднопретеглената цена на капитала.

Таблица 16: Капиталова структура на Дружеството за периода 2025 г. – 2031 г.

хил. лв	2025f	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f	2031f
Собствен капитал, в края на периода	35 754	36 519	37 322	38 171	39 059	39 997	40 917
Лихвоносен дълг, в края на периода	4 823	4 100	3 900	3 500	3 000	2 800	2 300
Дял на собствения капитал, средногодишно	86,49%	89,01%	90,22%	91,07%	92,24%	93,16%	94,07%
Дял на дълга, средногодишно	13,51%	10,99%	9,78%	8,93%	7,76%	6,84%	5,93%

Методологията за определянето на цената на собствения капитал се базира на методологията за теорията на оценяването на проф. Асуат Дамодаран от Университета в Ню Йорк. Той е автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т. нар „развиващи се пазари”.

Професорът публикува на своята Интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> актуални оценки на премиите за риск на развитите и развиващите се пазари, базирани на историческите данни за рисковата премия за акциите на развитите пазари и кредитния рейтинг на съответния развиващ се пазар. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори и институции, сред които Световната банка и Международния валутен фонд.

Методологията и оценките на проф. Дамодаран са използвани и при редица оценки на български компании и/или ценни книжа.

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

$$K_e = R_f + \beta \cdot R_m + R_b,$$

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвращаемост;

β – „бета“;

R_m – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

R_b – премия за риска на съответната държава.

За целите на оценката, като безрискова норма на възвращаемост е използвана доходността на германските дългосрочни десетгодишни BUNDS (GTDEM10Y:GOV), публикувана в Bloomberg към датата на Обосновката, които отговарят на изискването да не носят кредитен и реинвестиционен риск, като същевременно доходността им се определя от общото лихвено ниво в Еврозоната.

Използването на доходността на българските ДЦК като безрискова норма на възвращаемост би било неправилно, тъй като от една страна кредитният риск на България (който се измерва от рейтинговите агенции), все още е далеч от най-високия рейтинг (пр. „Ааа“ по Moody's), а от друга – реинвестиционният риск е значителен поради ограничения обем на емисиите.

За определяне на рисковата премия за развит пазар са използвани данни от уеб сайта на проф. Дамодаран, посочен по-долу, актуални към датата на обосновката. (<http://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 (TTM), 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. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавно линейен преход от стойността на коефициента на изплащане на дивиденди за последния месец и постоянен коефициент на изплащане на дивиденди.

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.

Премията за странови риск е изчислена на база на коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Baa1, какъвто е рейтинга на България според Moody's, и безрисковата норма на възвращаемост.

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 пазара на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло).

За горното изчисление са използвани данните на Дамодаран (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xlsx> sheet „Relative Equity Volatility“). За изчисление на стандартното отклонение на пазара на акции на развиващите се пазари, измерено на база

стойностите на индекса S&P Emerging BMI Index и съответно стандартното отклонение на пазара на облигации на развиващите се пазари, измерено на база на котировките на iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF. За целите на настоящата обосновка са използвани последните публикувани стойности на горепосочените стандартни отклонения за периода 2020= 2024 г. Смятаме, че този подход взема в най-голяма степен предвид именно максимално актуалното състояние на съответните пазари и е в съответствие с подхода при определянето на премията за развит пазар на акции. Конкретните изчисления са представени в таблицата по-долу:

Таблица 17: Рискова премия за пазар на акции, България

No	Показател	Стойност
1	Държава	България
2	Кредитен рейтинг по Мудис	Вaa1
3	Рискова премия за дълг, базирана на кредитния рейтинг	1,57%
4	Стандартно отклонение на пазара на акции (S&P Emerging BMI Index)	14,52%
5	Стандартно отклонение на пазара на облигации (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF)	9,65%
6	Коефициент на волатилност ($\sigma_{Equity}/\sigma_{Bond}$, $\approx 4/5$)	1,5047
7	Рискова премия за пазар на акции, България ($\approx 3*6$)	2,36%

По отношение на коефициента „бета“, според общоприетите методи за оценка, когато липсва достатъчно история или на ефективен 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 отрасъл, търгувана на развит пазар, или (което е по-коректно) средна „бета“ за отрасъла като цяло.

Според теорията 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 Merrill Lynch, Barra, Value Line, Standard and Poor's, Morningstar, Reuters и Bloomberg 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 САЩ.

За целите на настоящата Обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Продукти за домакинството/Household Products“ относно дружества от развиващи се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0,84. За българския пазар, който е нисколиквиден и неефективен, по-подходящо е използването на бета именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираната за дълг „бета“ е калкулирана в съответствие с капиталовата структура на „АРОМА“ АД съгласно последния публикуван счетоводен отчет към 30 юни 2025 г. За определяне на коефициента „дълг/собствен капитал“, е използван лихвоносният дълг, включващ банковите заеми и задълженията по лизинг.

Калкулацията на коригирана за дълг „бета“ е извършена по следния начин:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + (D/E) * (1 - t))$$

където:

β_l – коригирана за дълг (re-levered) „бета“ на „АРОМА“ АД;

β_u – пазарна бездългова (unlevered) „бета“;

D/E – съотношение дълг/собствен капитал за „АРОМА“ АД;

t – ефективна корпоративна данъчна ставка.

Получената на база на горните данни цена на собствения капитал за прогнознния период е представена в следната таблица:

Таблица 18: Определяне на цената на собствения капитал

№	Показател	Стойност
1	Безрискова доходност	2,6000%
2	Рискова премия за развит пазар	3,77%
3	Премия за странови риск	2,36%
4	Сектор	продукти за домакинството / Household Products
5	Обща Бета без дълг (за emerging market)	0,84
6	Ефективна данъчна ставка за компанията	10%
7	Собствен капитал на компанията към 30.06.2025	35 236
8	Общо лихвоносен дълг на компанията към 30.06.2025	5 646
9	Съотношение "дълг/собствен капитал" за компанията ($=8/7$)	16,02%
10	Бета с дълг ($=5*(1+(1-6)*9)$)	0,96
11	Цена на собствения капитал ($=1+10*2+3$)	8,5800%

За целите на оценката на цената на привлечения капитал е направено проучване за средния размер на лихвите по кредити и/или лизингови договори, отпуснати от финансови институции на дружества от типа на разглежданото. То показва, че размерът на лихвените нива е около 4%, която стойност е използвана и като цена на привлечения капитал/дълга.

В таблицата по-долу е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнознния период целева капиталова структура и стойностите на финансиране със собствен и привлечен капитал.

При финансирането с дългов капитал е отчетен данъчният ефект от признаването на финансовите разходи за лихви за данъчни цели. Използваната данъчна ставка е 10% за целия период.

Таблица 19: Определяне на среднопотеглената цена на капитала (СПЦК)

Показател	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Източници на финансиране - съотношение							
Собствен капитал	86,49%	89,01%	90,22%	91,07%	92,24%	93,16%	94,07%
Привлечен капитал	13,51%	10,99%	9,78%	8,93%	7,76%	6,84%	5,93%
Стойност на финансирането							
Собствен капитал	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%
Привлечен капитал	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%
Ефективна данъчна ставка	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Стойност на финансирането след данъци							
Собствен капитал	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%	8,580%
Привлечен капитал	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%
Среднопотеглена цена на капитала							
Собствен капитал	7,420%	7,640%	7,740%	7,810%	7,910%	7,990%	8,070%
Привлечен капитал	0,490%	0,400%	0,350%	0,320%	0,280%	0,250%	0,210%
СПЦК	7,910%	8,040%	8,090%	8,130%	8,190%	8,240%	8,280%
СПЦК - осреднено				8,130%			

Полученият осреднен резултат за среднопотеглената цена на капитала е използван като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на „АРОМА“ АД.

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (g)

Съгласно чл. 11 от Наредба № 41, при използване на метода на дисконтираните парични потоци, прогнозните такива се определят за всяка година, като се разграничават два периода - прогнозен и следпрогнозен. 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.

Терминалната стойност се определя по формулата:

$$\frac{FCFF_n * (1 + g_{n+1})}{WACC_{n+1} - g_{n+1}}$$

където:

g_{n+1} – дългосрочен ръст на нетните парични потоци след последната прогнозна година.

Заложеният в модела дългосрочен ръст „g“ е равен на очаквания ръст на икономиката в дългосрочен план. Очакванията са, че през следващите 30-50 години икономиката на България ще расте с темпове малко по-високи в сравнение с тази на ЕС, заради процеса на конвергенция.

Съгласно една от авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСР до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж на световната икономика за периода 2027-2060 г. е 1.9% средногодишно.

Възможността за по-висок средногодишен ръст на българската икономика спрямо световната е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии. С оглед на това, заложеният дългосрочен ръст е в размер на 2,3%.

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

За определяне на настоящата стойност на Дружеството, получените прогнозни стойности на нетните парични потоци за съответния период се привеждат към настоящия период с помощта на фактор на дисконтиране по формулата:

$$D = \frac{1}{(1 + r)^i}$$

където:

D – дисконтов фактор за съответния прогнозен период,

r – норма на дисконтиране,

i – степенен фактор.

Степенният фактор се определя като частно на броя дни между датата на оценката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366). Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

Пример: За първия прогнозен период броят дни между датата на Обосновката (15.10.2025г.) и края на първия прогнозен период (31.12.2025 г.) е 77, съответно частното между 77 и 365 (броя дни за 2025г.), закръглено до 6 знак е 0,980885. Конкретните изчисления са показани в таблицата по-долу:

Таблица 20: Определяне на релативния дисконтов фактор

Показател	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
СПЦК	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%
Дисконтов фактор ($=1/((1+СПЦК)^i)$)	0,924813	0,924813	0,924813	0,924813	0,924813	0,924813	0,924813
Брой дни	77	442	807	1 173	1 538	1 903	2 268
Степенен фактор	0,210959	1,210959	2,204918	3,213699	4,213699	5,213699	6,213699
Релативен дисконтов фактор	0,983646	0,909688	0,841689	0,777871	0,719385	0,665297	0,615275

От получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения (дългосрочните и краткосрочни задължения по лизинг) на Дружеството към 30 юни 2025г., и е прибавена сумата на паричните средства към края на същия период, като по този начин е получена стойността на продължаващата дейност на Дружеството.

За да се получи стойността на Дружеството за притежателите на обикновени акции, съгласно изискванията на чл. 13, ал. 2 от Наредба 41 на КФН, към получената по-горе стойност е прибавена стойността на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван финансов отчет – 30 юни 2025 г. Доколкото балансовата стойност на тези неоперативни активи надхвърля 10% от балансовата стойност на всички активи към датата на последния публикуван финансов отчет – 30 юни 2025 г. (10.22%), то за оценката на тези неоперативни активи (ДЦК) е използвана тяхната пазарна оценка, която е приложена към Търговото предложение. Оценката е направена на база на котировки за съответната емисия ДЦК, публикувани в Блумбърг. Оценката на всяка емисия ДЦК е направена от съответния инвестиционен посредник, през който тя е придобита и при когото се съхранява.

Пазарната стойност се различава от балансовата такава, тъй като ДЦК-тата са оценени в баланса по тяхната амортизирана стойност, тоест стойността, която би получило, ако ги държи до падежа.

Подробни разчети са представени в таблицата по-долу.

Таблица 21: Оценка на стойността на акциите на „АРОМА“ АД, хил. лв.

Показател	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
ЕВИТ	2 402	1 276	1 530	1 606	1 697	1 777	1 875	1 841
Данъци	240	128	153	161	170	178	188	184
NOPLAT (ЕВИТ след данъци)	2 162	1 148	1 377	1 445	1 527	1 599	1 687	1 657
Амортизация	2 750	2 579	2 631	2 694	2 746	2 816	2 875	3 018
Инвестиции	-5 191	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 018
Изменение на оборотния капитал	671	-55	-137	-445	-467	-489	-511	0
Нетни парични потоци	392	672	871	694	806	926	1 051	1 657
Дисконтов фактор	0,000000	0,983646	0,909688	0,841689	0,777871	0,719385	0,665297	0,615275
Дисконтирани НПП (DCF)		661	792	584	627	666	699	1 020
Настояща стойност на DCF		5 049						
Терминална стойност		17 890						
ДНПП към датата на Обосновката		22 939						
Стойност на дългосрочния и краткосрочен лихвоносен дълг към последния публикуван баланс		5 646						
Стойност на паричните средства към последния публикуван баланс		2 413						
Стойност на продължаващата дейност на компанията към датата на Обосновката		19 706						
Стойност на неоперативните активи към последния публикуван баланс		4 296						
Стойност за акционерите		24 002						
Брой акции в обращение		15 409 324						
Стойност за акционерите на една акция (лв.)		1,558 лв						

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

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

Стойността на акцията по модела на нетната 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 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 „АРОМА“ АД по този метод са използвани данни от последния публикуван финансов отчет за първото полугодие на 2025 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции към тази дата са 15 491 829 броя. След приспадане на обратно изкупените 82 505 акции, броя на акциите в обращение е 15 409 324 броя.

Няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции на „АРОМА“ АД.

Таблица 22: Оценка на акциите на „АРОМА“ АД по метода на „нетна стойност на активите“

хил. лв.	Стойност
Сума на активите	47 434
Сума на дългосрочните задължения	5 161
Сума на краткосрочните задължения	7 037
Нетна стойност на активите	35 236
Брой акции в обращение	15 409 324
Нетна стойност на активите на една акция	2,287 лв

5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

Един от подходите за непосредствено определяне стойността на акциите на дадено дружество е използването на един или повече методи, които сравняват предмета на оценката с инвестиции в аналогичен обект. При метода на сравнимото 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 въз основа 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 оценяваното дружество. 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.

„АРОМА“ АД е дружество принадлежащо към отрасъла на козметиката и негови аналози следва да се търсят сред компаниите от същия отрасъл, търгувани на БФБ. Анализът на отрасловата принадлежност на търгуваните на борсата компании, показва, че на основния пазар на БФБ няма акции-представители на този отрасъл.

На Альтернативния пазар на БФБ (където са приети за търговия и акциите на „АРОМА“ АД) са приети за търговия акциите на „Лавена“ АД, Шумен и „Българска роза“ АД, Карлово, които също са представители на козметичната индустрия. Тези дружества обаче според нас не отговарят на изискванията да бъде аналог на „АРОМА“ АД, доколкото търговията с техните акции не отговаря на дефиницията за „Активно търгувани акции“, посочена в §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41. Според нас щом пазарната цена на акциите на самата „АРОМА“ АД не може да бъде използвана като подход за определяне на справедливата им цена, тъй като акциите не отговарят на дефиницията за „активно търгувани“, да се използват дружества-аналози, чиито акции също не покриват критериите за активно търгувани е недопустимо.

Сравнението между „АРОМА“ АД и публични дружества от друг отрасъл, според нас е недопустимо, тъй като това би довело до значителни изкривявания заради различната зрялост на пазара, ниво на конкуренция, структура на разходите, съотношение собствен/привлечен капитал и т.н.

Използването на информация за публични дружества-аналози от други държави ще изисква множество корекции – за различия в счетоводни форми, пазарната среда, нормативната уредба, корекции за риск на съответната страна, за мащаб на дейността и др. Поради това считаме, че съществуват ограничения за прилагането на метода пазарни множители в различни страни.

Прилагането на метода посредством използване на общоприет еталон на пазарните множители, вместо дружество аналог, каквито са борсовите индекси, изчислявани от БФБ, също е свързано с доста условности и считаме, че използването му е неприложимо в конкретния случай.

5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА

Средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца 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 „АРОМА“ АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален средно дневен 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. Броят на акциите на Дружеството в обращение е 15 409 324 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 1 541 броя акции.

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 „АРОМА“ АД за разглеждания период (14.04.2025 -14.10.2025 г.) е 114 966 броя, а среднодневният обем на търговия с акции за този период е 920 броя (изчислен на база 125 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 от 125 търговски сесии, акции на „АРОМА“ АД са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 25 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б“, б. „бб“ от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на „АРОМА“ АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 при използване на методите, посочени по-долу в Таблица 23.

6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложени тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно „АРОМА“ АД. Търговият предложител счита, че използваните относителни тегла на оценъчните методи дават достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество.

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

- Метод на дисконтираните нетни парични потоци – 60%;
- Метод на нетната балансова стойност на активите – 40%.

Методът на дисконтираните нетни парични потоци има по-голям относителен дял в изчисляването на цената на акциите на Дружеството, тъй като считаме, че той притежава преимущества при определянето на справедливата стойност на акциите на дружество, попадащо в категорията „действащо предприятие“, каквото е „АРОМА“ АД.

Основанията за това са следните:

- Методът на дисконтираните нетни парични потоци отчита по-добре възможността на предприятието да генерира в бъдеще доходи за акционерите. При настоящото Търгово предложение от особено важно значение за акционерите е да се оцени именно пазарния потенциал на бизнеса, което се постига най-добре чрез използването на този метод;
- При калкулирането на нетната настояща стойност на паричните потоци, методът на дисконтираните нетни парични потоци взема под внимание /чрез величината на дисконтовия фактор/ и рисковете за дадена инвестиция, докато при метода на нетната балансова стойност на активите, те се приемат за несъществуващи.

Методът на нетната стойност на активите е с по-ниско тегло поради следните причини:

- Макар и базиран изцяло на отчетни данни, методът остойностява активите и пасивите статично, към определена дата и по този начин не включва динамиката и измененията в бизнеса на оценяваното дружество, които могат да са свързани както с достатъчно добри перспективи за развитие, така и с определени затруднения и недостатъци в следвания бизнес модел;
- Оценката по метода на нетната стойност на активите не отчита липсата на ликвидност за по-голямата част от активите на Дружеството.

7. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА 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 „АРОМА“ АД е посочена в таблицата по-долу:

Таблица 23: Справедлива цена на акциите на „АРОМА“ АД

Метод	Тегло	Стойност за акция
ДНПП-FCFF	60%	1,558 лв.
Нетна стойност на активите	40%	2,287 лв.
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	100%	1,850 лв.

Предлаганата от Търговия предложител цена от 1.85 лв. е равна на справедливата цена за една акция, посочена по-горе, закръглена до втория знак.

8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за „АРОМА“ АД е представена в Таблица 5 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41,

Данните към 31 декември 2022 г., 2023 г. и 2024 г. са от одитираните годишни финансови отчети на „АРОМА“ АД, а тези към 30 юни 2024 г. и 2025 г. – от междинните отчети към второто тримесечие на съответната година.

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

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

9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

При изготвянето на настоящата обосновка на цената на акциите използвана информация от следните източници:

Българска народна банка – <https://www.bnb.bg/>

Министерство на финансите – <https://www.minfin.bg/>

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

Национален статистически институт – <https://www.nsi.bg/>

Данни от публикувани финансови отчети на „АРОМА“ АД

Методика и данни от страницата на A. Damodaran – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Информационна агенция Bloomberg – <https://www.bloomberg.com/europe>

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

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

ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ АД ОТГОВАРЯ СОЛИДАРНО С ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ВРЕДИ, ПРИЧИНЕНИ ОТ НЕВЕРНИ, НЕПЪЛНИ ИЛИ ЗАБЛУЖДАВАЩИ ДАННИ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.

ТЪРГОВИЯТ ПРЕДЛОЖИТЕЛ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА.

За Търговия предложител:

1.

Димитър Луканов Луканов,
Директор и едноличен собственик на
Harrison Management Limited, Малта

За „ЕЛАНА Трейдинг“ АД:

1.
Радослава Масларска

2.

Момчил Тиков