

БИСЕР ХРИСТОВ УНТОВ

като акционер, притежаващ пряко и чрез свързани лица общо **36 616** броя акции, представляващи **63.337%** от капитала и **63.613%** от гласовете в общото събрание на акционерите на МЕБЕЛСИСТЕМ АД

отправя

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

по реда на чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа

за закупуване на

до **20 945** акции, представляващи **36.230%** от капитала и **36.387%** от гласовете в общото събрание на акционерите на

МЕБЕЛСИСТЕМ АД

ЧАСТ II

ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ISIN номер:	BG11MEPAAT16
Вид на акциите:	обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност на акция:	1 (един) лев
Предлагана цена на акция:	16.54 (шестнадесет и петдесет и четири) лева

Дата на регистрация на настоящото Търгово предложение в Комисията за финансов надзор
11-и септември 2023 г.

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

ПОКАЗАТЕЛ	Цена за акция
1.1. Предлагана цена от Търговия предложител	16.54 лв.
1.2. Изчислена справедлива цена	16.531 лв.
1.3. Стойност на акция съгласно използваните оценъчни методи	

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFE	15.740 лв	50%
Нетна стойност на активите	17.321 лв	50%
Справедлива цена	16.531 лв	100%

1.4. Стойност на неоперативните активи

Дружеството няма неоперативни активи към датата на последния публикуван неаудитиран финансов отчет (30 юни 2023 г.). Имотите, които не се използват пряко от Дружеството са класифицирани като инвестиционни имоти и се отдават под наем на трети лица, което е основния източник на приходи за МЕБЕЛСИСТЕМ АД.

1.5. Средна претеглена пазарна цена за последните 6 месеца и друга информация

№	ПОКАЗАТЕЛ	Стойност
1.5.1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции	БФБ
1.5.2	Шестмесечен период преди датата на регистрация на Предложението (Период 1), дати	11/03/2023 - 11/09/2023
1.5.3	Средна претеглена цена на акция за Период 1, лв	п.а.
1.5.4	Шестмесечен период преди датата на Обосновката (Период 2), дати	09/03/2023 - 09/09/2023
1.5.5	Брой изтъргувани акции за Период 2	0
1.5.6	Средна претеглена цена на акция за Период 2, лв	п.а.
1.5.7	Най-високата цена за една акция за Период 1, заплатена от Предложителя, свързаните с него лица и/или лицата по чл.149, ал. 2 от ЗППЦК	1.00 лв.
1.5.8	Последна емисионна стойност	-
1.5.9	Дата на вписване на последната емисия в регистъра, воден от КФН	-

1.6. Акциите на „Мебелсистем“ 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 е използвана при определяне на справедливата им цена съгласно изискванията на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Детайлна информация и данни, доказващи липсата на активна търговия, са представени в Раздел 5, т. 5.2.

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 08 септември 2023 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Търговото предложение.

1.10. Търговият предложител счита, 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	5
2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви	5
2.2.2. Вземания.....	6
2.2.3. Задължения	7
2.2.4. Приходи и разходи	8
2.2.5. Финансови коефициенти.....	10
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. Разходи	17
4.1.4. Инвестиции.....	19
4.1.5. Нетен оборотен капитал	19
4.1.8. Лихвоносен дълг	20
4.1.8. Норма на дисконтиране	20
4.1.9. Дългосрочен ръст (G).....	22
4.1.10. Краен резултат	23
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	24
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ	25
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ	25
5.2. Средна претеглена цена	27
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	28
7. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА	29
8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНSOVA ИНФОРМАЦИЯ.....	30
9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ.....	31

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. Основна информация за Дружеството

МЕБЕЛСИСТЕМ АД е със седалище и адрес на управление: България, гр. Пазарджик, п.к. 4400, бул./ул. Александър Стамболийски 119, електронна страница в Интернет: www.mebelsistem.com.

Дружеството е вписано в Търговския регистър и регистър за юридическите лица с нестопанска цел („Търговски регистър“) със следния предмет: *производство на търговско обзавеждане на магазини, ресторанти, кафе-сладкарници, столове, павилиони и други, търговия в страната и чужбина.*

МЕБЕЛСИСТЕМ АД е вписано в Търговския регистър като акционерно дружество с ЕИК 112011240 и е публично дружество по смисъла на ЗППЦК.

Регистрираният капитал на МЕБЕЛСИСТЕМ АД е в размер на 57 811 лева и е разпределен в 57 811 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 (ОСА), право на дивидент и на ликвидационен дял, съразмерни с номиналната стойност на акцията.

През последните три години не са извършвани промени в наименованието и капитала на Дружеството.

От учредяването си до момента Дружеството не е било обект на преобразувания и консолидация, както и не е осъществявано прехвърляне на търговското предприятие.

Няма заведени молби и не са откривани производства по несъстоятелност на МЕБЕЛСИСТЕМ АД.

Към датата на регистрация на настоящото Търгово предложение Съветът на директорите (СД) на Дружеството е в състав от три лица:

- БИСЕР УНТОВ – председател на СД и изпълнителен директор; служебен адрес: България, гр. Пазарджик, п.к. 4400, бул./ул. Александър Стамболийски 119;
- ГАНКА УНТОВА– член на СД; служебен адрес: България, гр. Пазарджик, п.к. 4400, бул./ул. Александър Стамболийски 119;
- МАРИЙКА ЕТОВА - член на СД; служебен адрес: България, гр. Пазарджик, п.к. 4400, бул./ул. Александър Стамболийски 119;

Дружеството се представлява от изпълнителния директор БИСЕР УНТОВ.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица 1: Активи на „Мебелсистем“ АД

АКТИВИ /в хил. лв./	2019	2020	2021	2022-2Q	2022	2023-2Q
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	1 387	1 286	1 244	1 221	1 204	1 026
Дълготрайни материални активи, в т.ч.	1 300	1 253	1 207	1 184	1 163	985
Земи	640	640	640	640	640	567
<i>в т. ч. използвани собствени земи</i>	640	17	17	17	17	17
<i>в т. ч. земи - инвестиционни имоти</i>	0	623	623	623	623	550
Сгради и конструкции	657	611	566	543	520	414
<i>в т. ч. използвани собствени сгради</i>	657	16	15	14	13	13
<i>в т. ч. сгради - инвестиционни имоти</i>	0	595	551	529	507	401
Машини и оборудване	0	0	0	0	0	1
Обзавеждане	3	2	1	1	3	3
Отсрочени данъци	87	33	37	37	41	41
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	65	47	46	68	76	84
Материални запаси	-	-	-	-	-	-
Търговски и други краткосрочни вземания	64	40	46	67	69	71
Вземания от контрагенти	19	9	15	30	32	34
Съдебни вземания	41	0	0	0	0	0
Присъдени вземания	0	23	23	23	23	23
Други краткосрочни вземания	4	8	8	14	14	14
Парични средства и парични еквиваленти	1	7	-	1	7	13
ОБЩО АКТИВИ	1 452	1 333	1 290	1 289	1 280	1 110

При първоначалното им придобиване имотите, машините, съоръженията и оборудването се оценяват по цена на придобиване (себестойност), която включва покупната цена, вкл. всички преки разходи, необходими за привеждане на актива в работно състояние. Преките разходи са: разходи за подготовка на обекта, разходи за първоначална доставка и обработка, разходите за монтаж, разходи за хонорари на лица, свързани с проекта, невъзстановяеми данъци и др.

Придобит от дружеството материален актив се признава в групата на имоти, машини, съоръжения и оборудване, когато се очаква той да бъде използван в дейността на дружеството (в процеса на производство, за предоставянето на други услуги или за административни цели) за период по-дълъг от една година.

Преносните стойности на дълготрайните материални активи подлежат на преглед за обезценка, когато са налице събития или промени в обстоятелствата, които показват, че тази стойност би могла да се отличава трайно от възстановимата им стойност. Ако са налице такива индикатори, че приблизително определената възстановима стойност е по-ниска от тяхната преносна стойност, то последната се коригира до възстановимата стойност на активите. Загубите от обезценка се отчитат в отчета за всеобхватния доход, освен ако за дадения актив не е формиран преоценъчен резерв. Тогава обезценката се третира като намаление на този резерв, освен ако тя не надхвърля неговия размер, като тогава превишението се включва като разход в отчета за всеобхватния доход.

Избраният от дружеството подход за последваща оценка на имотите, машините, съоръженията и оборудването, с изключение на земите, е моделът на цената на придобиване по МСС 16, т.е. имотите, машините, съоръженията и оборудването са представени по цена на придобиване, намалена с натрупаните амортизации и натрупаните загуби от обезценка.

Дружеството използва “линеен метод” на амортизация на имотите, машините, съоръженията и оборудването (дълготрайните материални активи). Амортизирането на активите започва от датата на въвеждането им в експлоатация /от началото на следващия месец, в който са въведени в експлоатация/. Амортизация не се начислява за земи, напълно амортизирани активи и активи в процес на придобиване.

Дружеството отчита като инвестиционни, собствените имоти, отдадени под наем.

През първото шестмесечие на 2023 г. дружеството е реализирало следните сделки с имоти:

- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на Георги Подсокниев и Стефан Подсокниев на обща стойност от 209 хил. лв.;
- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на Бисер Унтов на обща стойност от 209 хил. лв.
- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на ЮНАЙД 2013 ЕООД на обща стойност от 183 хил. лв.

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

ПАСИВИ /в хил. лв./	2019	2020	2021	2022-2Q	2022	2023-2Q
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	899	716	656	596	609	997
Основен капитал	58	58	58	58	58	58
Резерви	1 969	1 969	1 969	1 969	1 969	1 747
Непокрита загуба	-994	-1 128	-1 311	-1 371	-1 371	-1 192
Текуща печалба/загуба	-134	-183	-60	-60	-47	384
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	0	0	0	0	0	0
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	553	617	634	693	671	113
Получени заеми			-	42	42	-
Задължения и заеми към свързани лица	368	402	384	477	458	80
Задължения към доставчици и получени аванси	15	14	25	126	165	16
Задължения към персонала	-	-	7	-	-	-
Задължения за осигуровки	2	2	3	3	3	3
Данъчни задължения	159	194	212	45	3	14
Други задължения	9	5	3	-	-	-
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	1 452	1 333	1 290	1 289	1 280	1 110

Капиталът на Дружеството се състои от 57 811 лева и е разпределен в 57 811 броя обикновени, безналични, свободно прехвърляеми акции с право на глас, с номинална стойност 1.00 лв., всяка една. Привилегировани акции и акции на приносител няма.

Към 30 юни 2023 г. законовите и допълнителните резерви възлизат на 520 хил. лв. (31.12.2022 г.: 520 хил. лв.).

В преоценъчен резерв е представен резултата от извършваните през предходни години преоценки съгласно счетоводното законодателство, намален с данъчен ефект от временни разлики. Преоценъчният резерв се признава като неразпределена печалба след отписването на съответния актив. Съгласно политиката на дружеството, преоценъчният резерв, формиран от преоценката на дълготрайните материални активи не може да се разпределя за дивиденди. Към 30 юни 2023 г. преоценъчният резерв възлиза на 1 227 хил. лв. (31.12.2022 г.: 1 449 хил. лв.).

Към 30 юни 2023 г. Дружеството отчита резултативно натрупана загуба в размер на 808 хил. лв., в т.ч. нетна печалба за полугодията на 2023 г. – 384 хил. лв. (към 31.12.2022 г.: – нетна загуба 47 хил. лв.).

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията на Дружеството включват основно търговски вземания по договори с клиенти; присъдени вземания и други вземания.

С основните търговски клиенти са сключени договори, в които са определени сроковете за плащане и неустойки в случаите на забава.

В статията „Присъдени вземания“ влиза стойността на неплатените наеми и префактурирани разходи на дружеството ОРСО ООД, които са присъдени на база съдебно решение от 2020 г.

В статията “Други вземания” са включени преведени суми от наемодатели за дължими наеми директно на частния съдебен изпълнител (ЧСИ) Мария Ганчева, по ИД 247/2015 г., и преведени суми на ЧСИ Георги Самарджиев, образувани по искане на Община Пазарджик за събиране на просрочените от дружеството местни данъци и такси. За тези суми не са представени разпределения от посочените ЧСИ.

Към 30.06.2023 г. дружеството няма начислени провизии за обезценка на вземания.

2.2.3. Задължения

Пасивите на Дружеството включват основно текущи задължения (към доставчици и клиенти, персонал, социалното осигуряване, данъчни и други задължения), както и получени търговски заеми от свързани лица.

Към 31.12.2022 г. дружеството не ползва банкови заеми.

Към 31.12.2022 г. дружеството отчита краткосрочен заем за оборотни средства, по силата на договор за заем от 30.01.2019 г. с анекс от 03.01.2020 г., от 30.12.2020 г., от 30.12.2021 г. и от 30.01.2022 г., със срок за погасяване до 31.12.2023 г. Кредитори по заема са Ганка Унтова, Бисер Унтов и Лилия Богданова-Ангелова, а главницата на първоначално отпуснатия заем е 300 800 лв.

Основните параметри на горния заем са както следва:

- лихва - 2% (два процента) на годишна база, изчислена върху салдото на използваната част от овърдрафта към последното число на всеки месец от срока на заема;
- лихва за забава – законната лихва на годишна база, начислена върху просрочената сума от главницата по заема към последното число на всеки месец от просрочения период;
- срок за връщане на главницата и начислените лихви – 31.12.2023 г., с възможност за удължаване на срока за още 12 месеца;
- обезпечение - за обезпечаване на целия размер на отпуснатия заем и всички дължими лихви МЕБЕЛСИСТЕМ АД учредява в полза на заемодателите залог върху всички свои настоящи и бъдещи вземания включително от търговска дейност, от наеми и от продажба на собствено движимо и недвижими имущество както и учредява в поза на заемодателя ипотека върху всички свои недвижими имоти. Към 31.12.2022 г. и 30.06.2023 г. не е направено такова обезпечение.

С договор за цесия от 09.09.2022 г. Ганка Николова Унтова е прехвърлила своето вземане (главница и лихви към 31.08.2022 г.) по горния договор за заем на Георги Веселинов Подскокниев и на Стефан Веселинов Подскокниев.

Към 31.12.2022 г. усвоената (дължимата) от дружеството главница е в размер на 370 хил. лв., а дължимата лихва е в размер на 88 хил. лв. или общо 458 хил. лв. и се разпределя по кредитори както следва:

- Бисер Унтов – 171 хил. лв., в т.ч. главница 153 хил. лв. и лихви 18 хил. лв.,
- Георги Подскокниев – 123,5 хил. лв., в т.ч. главница 95 хил. лв. и лихви 28,5 хил. лв.,
- Стефан Подскокниев – 123,5 хил. лв., в т.ч. главница 95 хил. лв. и лихви 28,5 хил. лв.,
- Лилия Богданова-Ангелова – 40 хил. лв., в т.ч. главница 27 хил. лв. и лихви 13 хил. лв.

Към 30.06.2023 г. усвоената (дължимата) от дружеството главница е в размер на 27 хил. лв., а дължимата лихва е в размер на 53 хил. лв. или общо 80 хил. лв. и се разпределя по кредитори както следва:

- Георги Подскокниев – 20 хил. лв., в т.ч. главница 0 хил. лв. и лихви 20 хил. лв.,
- Стефан Подскокниев – 20 хил. лв., в т.ч. главница 0 хил. лв. и лихви 20 хил. лв.,
- Лилия Богданова-Ангелова – 40 хил. лв., в т.ч. главница 27 хил. лв. и лихви 13 хил. лв.

През 2022 г. с договор за заем от 29.04.2022 г. дружеството е получило заем от ЮНАЙД 2013 ЕООД с ЕИК 202463255, седалище и адрес на управление град Пазарджик, ул. Градинарска 41, ет.б, ап. А, представлявано от Найден Манолов Димов – управител, в размер на 42 000.00 лв. Заемната сума е преведена от заемодателя директно по сметката на ЧСИ Георги Самарджиев. Към 30.06.2023 г. горепосочения заем е погасен.

Краткосрочните задължения към доставчици и аванси включват задължения към доставчици от страната и платени аванси.

С предварителен договор за покупко-продажба на недвижим имот, сключен с ЮНАЙД 2013 ЕООД на 29.04.2022 г. дружеството е получило авансово плащане в размер на 108 хил. лв., която сума купувача е превел директно по сметката на ЧСИ Георги Самарджиев съгласно условията на договора.

С предварителен договор за покупко-продажба на недвижим имот, сключен с ЮНАЙД 2013 ЕООД на 28.09.2022 г. дружеството е получило по банковата си сметка авансово плащане в размер на 36 хил. лв.

Останалата част в размер на 5 хил. лв. от общата сума (149 хил. лв.) на отчетените в края на годината получени аванси представлява авансово префактурирана ел. енергия на наематели.

Към 30.06.2023 г. Дружеството не отчита получени аванси.

За периода 2020-2021 г. Дружеството е имало значителни непогасени задължения за местни данъци и такси към Община Пазарджик, които задължения са погасени през първото полугодие на 2022 г.

По отношение на другите 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

Обичайните приходи на дружеството са от отдаване под наем на инвестиционни имоти. Приходите от наем се признават на линеен принцип за периода, за който ефективно се отнасят получените и/или подлежащите за получаване суми на наема.

Дружеството префактурира разходите на наемателите за консумативи (електроенергия, вода и др.), като отчита получените от наемателите суми за тези консумативи като приход, а съответните плащания към доставчиците на комунални услуги – като разходи за материали.

Другите приходи включват приходи от финансираня, свързани с компенсациите на цените на електроенергията, отписване на задължения, продажби на материали и други дейности със случаен характер.

Таблица 3: Приходи на „Мебелсистем“ АД

			ttm		ttm	
ПРИХОДИ /в хил. лв./	2019	2020	2021	2022-2Q	2022	2023-2Q
Приходи наеми	108	137	149	169	186	185
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	26.85%	8.76%	13.42%	10.06%	-0.54%
Префактуриране консумативи наематели	46	58	76	100	111	93
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	26.09%	31.03%	31.58%	11.00%	-16.22%
Приходи от продажби на активи	-	-	-	-	-	597
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-	-	-	-	-
Други приходи	2	6	19	52	39	31
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	200.00%	216.67%	173.68%	-25.00%	-20.51%
ОБЩО ПРИХОДИ	156	201	244	321	336	906
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	28.85%	21.39%	31.56%	4.67%	169.64%

През първото шестмесечие на 2023 г. са реализирани приходи от продажби на имоти както следва:

- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на Георги Подскокниев и Стефан Подскокниев на обща стойност от 209 хил. лв.;
- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на Бисер Унгов на обща стойност от 209 хил. лв.
- Продажба на сграда и прилежащ терен на 21.06.2023 г. на ЮНАЙД 2013 ЕООД на обща стойност от 183 хил. лв.

Съответната стойност на продадените активи е представена като разход в статията „Балансова стойност на продадените активи“. Направени са и съответните корекции в стойността на преоценъчния резерв.

Таблица 4: Разходи на „Мебелсистем“ АД

ОБЩО ПРИХОДИ	156	201	244	321	336	906
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	28.85%	21.39%	31.56%	4.67%	169.64%
Разходи за суровини и материали	79	82	118	160	165	137
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	3.80%	43.90%	35.59%	3.13%	-16.97%
<i>дъл от продажбите</i>	50.64%	40.80%	48.36%	49.84%	49.11%	15.12%
Разходи за външни услуги и други разходи	60	104	39	59	46	47
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	73.33%	-62.50%	51.28%	-22.03%	2.17%
<i>дъл от продажбите</i>	38.46%	51.74%	15.98%	18.38%	13.69%	5.19%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	105	90	98	122	122	118
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-14.29%	8.89%	24.49%	0.00%	-3.28%
<i>дъл от продажбите</i>	67.31%	44.78%	40.16%	38.01%	36.31%	13.02%
Балансова стойност на продадените активи	-	-	-	-	-	158
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-	-	-	-	-
<i>дъл от продажбите</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.44%
Разходи за амортизация	47	46	46	46	46	46
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-2.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<i>дъл от продажбите</i>	30.13%	22.89%	18.85%	14.33%	13.69%	5.08%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	291	322	301	387	379	506
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	10.65%	-6.52%	28.57%	-2.07%	33.51%
<i>дъл от продажбите</i>	-186.54%	-160.20%	-123.36%	-120.56%	-112.80%	-55.85%
Резултат от оперативна дейност (ЕБИТ)	-135	-121	-57	-66	-43	400
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-10.37%	-52.89%	15.79%	-34.85%	-1030.23%
<i>ЕБИТ марж, %</i>	-86.54%	-60.20%	-23.36%	-20.59%	-12.80%	44.48%
Финансови разходи, нетно	6	7	7	8	8	3
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	16.67%	0.00%	14.29%	0.00%	-62.50%
Печалба преди данъци (ЕВТ)	-141	-128	-64	-74	-51	397
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-9.22%	-50.00%	15.63%	-31.08%	-878.43%
<i>ЕВТ марж %</i>	-90.38%	-63.68%	-26.23%	-23.05%	-15.18%	43.82%
Данъци	-7	55	-4	-4	-4	-
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	-885.71%	-107.27%	0.00%	0.00%	-100.00%
<i>ефективна данъчна ставка</i>	4.96%	-42.97%	6.25%	5.41%	7.84%	0.00%
Нетна печалба	-134	-183	-60	-70	-47	397
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-	36.57%	-67.21%	16.67%	-32.86%	-944.68%
<i>Марж на нетната печалба, %</i>	-85.90%	-91.04%	-24.59%	-21.81%	-13.99%	43.82%

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

Разходите за материали се формират предимно от разходите за електроенергия и други комунални услуги. По-голямата част от тях се префактурира на наемателите, но има и такава, която остава за сметка на Дружеството. През 2022 г. се отчита значителен ръст на тези разходи, който е свързан с драстично повишените цени на електроенергията.

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

Списъчния брой на персонала по категории е както следва:

- изпълнителен директор – 1;
- административен персонал – 5;
- производствен и помощен персонал – 3.

Разходите за лихви представляват начислени лихви по договор за заем от свързани лица, описан по-горе.

През разглеждания исторически период Дружеството отчита отрицателен финансов резултат, тъй като реализираните приходи са по-ниски от стойността на направените разходи.

Резултатът преди данъчно облагане за първото полугодие на 2023 г. (на дванадесетмесечна база) е печалба от 397 хил. лв., като тази печалба се формира изцяло благодарение на продажбата на активи.

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани индивидуални финансови отчети за 2020, 2021 и 2022 г. и междинните неодитирани индивидуални финансови отчети към 30 юни 2022 г. и 30 юни 2023 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. С цел съпоставимост на междинните данни за двете шестмесечия с годишните такива, информацията за тях е представена на база последните 12 месеца (ТТМ).

Таблица 5: Систематизирана финансова информация за „Мебелсистем“ АД:

Финансови данни и коефициенти (неконсолидирана база)	ttm				ttm
	2020	2021	2022-2Q	2022	2023-2Q
1. Данни от отчета за доходите (12м база):					
1.1. нетни приходи от продажби;	201	244	321	336	906
1.2. оперативни разходи;	276	255	341	333	460
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА) (=1.1. - 1.2.)	-75	-11	-20	3	446
1.4. разходи за амортизация	46	46	46	46	46
1.5 печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.- 1.4.)	-121	-57	-66	-43	400
1.6. финансови приходи/разходи, нетно;	-7	-7	-8	-8	-3
1.7. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.)	-128	-64	-74	-51	397
1.8. данъци;	-55	4	4	4	0
1.9. нетна печалба/загуба; (=1.7.+1.8.)	-183	-60	-70	-47	397
2. Данни от счетоводния баланс:					
2.1. парични средства;	7	0	1	7	13
2.2. краткосрочни финансови активи;	-	-	-	-	-
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	40	46	67	69	71
2.4. материални запаси;	-	-	-	-	-
2.5. краткосрочни задължения	617	634	693	671	113
2.6. краткосрочен дълг	-	-	-	-	-
2.7. дългосрочен дълг	-	-	-	-	-
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	-577	-588	-626	-602	-42
2.9. обща стойност на активите;	1 333	1 290	1 289	1 280	1 110
2.10. обща стойност на пасивите;	617	634	693	671	113
2.11. обща стойност на собствения капитал;	716	656	596	609	997
2.12. брой акции	57 561	57 561	57 561	57 561	57 561
3. Финансови коефициенти					
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.9./2.11.)	-25.56%	-9.15%	-11.74%	-7.72%	39.82%
3.2. рентабилност на активите ROA; =(1.5.*(1-10%)/2.9.)	-8.17%	-3.98%	-4.61%	-3.02%	32.43%
3.3. маржин преди данъци; (=1.7. / 1.1.)	-82.05%	-26.23%	-23.05%	-15.18%	43.82%
3.4. нетен маржин; (1.9. /1.1.)	-117.31%	-24.59%	-21.81%	-13.99%	43.82%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	-12.16%	-1.74%	-2.89%	0.45%	394.69%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.08	0.07	0.10	0.11	0.74
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.08	0.07	0.10	0.11	0.74
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.12	0.19	0.25	0.26	0.82
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	3.90	5.30	4.79	4.87	12.76
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	12.439 лв	11.397 лв	10.354 лв	10.580 лв	17.321 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.9*1000 / 2.12.)	-3.179 лв	-1.042 лв	-1.216 лв	-0.817 лв	6.897 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	2.710 лв	4.239 лв	5.577 лв	5.837 лв	15.740 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;	-	-3.23%	-0.08%	-0.78%	-13.89%
3.18. Темп на растеж на продажбите;	-	56.41%	31.56%	37.70%	182.24%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;	-	-67.22%	16.70%	-21.59%	467.19%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	1.86	1.97	2.16	2.10	1.11
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.22. заеман/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.23. цена на затваряне* към дата	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	-	-	-	-	-
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	-	-	-	-	-
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	-	-	-	-	-

±

2.2.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Дългогодишни взаимоотношения с наемателите	Увеличаване на клиентската база
Липса на дългосрочна задължнялост	Увеличаване на възвращаемостта от притежаваните активи
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Високо ниво на амортизация на основните активи	Навлизване на нови конкуренти
Не особена разпознаваемост на дружеството	Политическа и икономическа криза

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

Според публикуваната от БНБ през юли макроикономическа прогноза, перспективите пред растежа на външното търсене на български стоки и услуги през 2023 г. се влошават спрямо прогнозата от март 2023 г. поради наблюдаваното слабо понижение на икономическата активност на основните търговски партньори на България от еврозоната в края на 2022 г. и в началото на 2023 г. Допусканията предполагат растежът на външното търсене на български стоки и услуги да се забави до 2.0% през 2023 г. (спрямо 7.1% през 2022 г.), след което да се ускори до 3.5% през 2024 г. и 3.4% през 2025 г. Според очакванията на пазарните участници, през 2023 г. цените в евро на международните пазари на всички основни групи суровини ще се понижат спрямо предходната година, но част от цените ще останат по-високи в сравнение с 2021 г. Допусканията предполагат, че през 2024 г. цените в евро на важните за България суровини ще се стабилизират, а през 2025 г. ще нараснат с малко над 2.0% под въздействието на динамиката при неенергийните суровини. Очакванията на пазарните участници за краткосрочните лихвени проценти в еврозоната са за повишение до третото тримесечие на 2023 г., последвано от постепенно понижение през останалата част от прогнозния период

През 2023 г. от банката очакват растежът на реалния БВП да се забави до 1.0% (спрямо 3.4% през 2022 г.), което ще се определя най-вече от преминаването от положителен към отрицателен принос на изменението на запасите в икономиката. Други фактори, които ще ограничават нарастването на икономическата активност в страната през 2023 г., са прогнозираното понижение на правителственото потребление в реално изражение, забавянето на растежа на частното потребление и запазването на отрицателен принос на нетния износ. Същевременно, след две последователни години на спад, се очаква през 2023 г. инвестициите в основен капитал да се повишат на годишна база главно поради заложеното в прогнозата техническо допускане за профила на усвояване на средства от ЕС от страна както на публичния сектор, така и на частния сектор. Очаква се растежът на реалния БВП да се ускори до 3.2% през 2024 г., най-вече вследствие на свиването на отрицателния принос на изменението на запасите, и до 4.0% през 2025 г. поради очаквано значително ускоряване на растежа на инвестициите в резултат главно на изпълнението на проекти по Националния план за възстановяване и устойчивост (НПВУ).

Годишната инфлация, измерена чрез хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ), се очаква да се забави до 5.7% в края на 2023 г. вследствие на спада на цените на енергийните продукти и по-слаби темпове на нарастване на цените на останалите стоки и услуги поради формирането на базов ефект спрямо предходната година. Очаква се средногодишната инфлация да възлезе на 8.7%, като в краткосрочен план натискът върху потребителските цени ще остане значителен в резултат на ограниченото пренасяне от страна на фирмите на понижаващите се международни цени на основни селскостопански и енергийни суровини върху крайните потребителски цени в среда на силно потребителско търсене. Разходите за труд на единица продукция ще продължат да нарастват със сравнително високи темпове в условията на недостиг на работна сила и да оказват проинфлационно влияние върху растежа на цените, особено при базисните компоненти. В резултат на това в края на 2023 г. най-висок положителен принос за общата инфлация се очаква да има базисната инфлация. Прогнозата е инфлацията при административно определяните цени и тютюневите изделия също да има сравнително висок положителен принос за общата инфлация в края на 2023 г. главно поради включените в прогнозата повишения на цените на тютюневите изделия, ВиК услугите, електроенергията и топлоенергията. В средносрочен план се очаква темпът на нарастване на ХИПЦ да се забави до 3.4% в края на 2024 г. и да достигне 3.0% в края на 2025 г. в съответствие с отслабването на инфлационния натиск от страна на цените на основни суровини, както и поради прогнозираното забавяне на растежа на разходите за труд на фирмите.

Рисковете пред прогнозата за растежа на реалния БВП се оценяват като балансирани за 2023 г., докато за 2024 г. и 2025 г. преобладават рисковете за реализиране на по-нисък растеж спрямо този в базисния сценарий. Рисковете за реализиране на по-ниска икономическа активност произтичат главно от външната среда и са свързани най-вече с продължаващия военен конфликт в Украйна, както и с несигурността относно продължителността, размера и ефектите върху глобалната икономическа активност от

покачването на лихвените проценти от водещите централни банки предвид високата и устойчива в Българска народна банка инфлация в глобален план. В допълнение съществуват значителни рискове за по-бавно от заложеното в прогнозата изпълнение на инвестиционни проекти по НПВУ и за усвояване на европейски средства, различни от тези по НПВУ. В краткосрочен хоризонт растежът на реалния БВП на България е възможно да е по-висок при по-слабо от заложеното в прогнозата понижение на наличностите от запаси в икономиката и при по-слабо негативно въздействие на включените в базисния сценарий специфични за страната фактори, които се очаква да ограничават растежа на износа през 2023 г.

Пред прогнозата за инфлацията преобладават рискове за по-голямо нарастване на цените спрямо базисния сценарий за целия прогнозен хоризонт. Тези рискове са свързани с динамиката на международните цени на основни енергийни и селскостопански суровини, както и с възможността за по-значително засилване на връзката между номиналните възнаграждения за труд и крайните потребителски цени спрямо заложеното в основния сценарий. Освен това предпоставка за реализирането на по-висока от прогнозираната инфлация е ограниченото пренасяне от страна на фирмите на пониженията на международните цени на основни суровини върху потребителските цени в условия на силно потребителско търсене. Други рискове произтичат от вероятността за по-големи повишения на регулираните цени през целия прогнозен хоризонт спрямо заложените в прогнозата.

Таблица 6: Основни макроикономически показатели за България за периода 2021 – 2026 г.

Индикатор	2021	2022	2023f	2024f	2025f	2026f
Световна икономика, реален ръст (%)	6.1	3.4	2.8	3.1	3.2	3.2
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	5.4	3.5	0.7	1.8	2.1	1.9
Валутен курс USD/EUR	1.18	1.05	1.06	1.06	1.06	1.06
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	70.4	99.8	82.2	77.4	73.3	70.0
БВП, млн. лв.	139 012	165 384	184 486	197 566	210 190	222 693
БВП, реален ръст (%)	7.6	3.4	1.8	3.3	3.2	3.0
Заетост, ръст в %	0.2	1.3	0.4	0.7	0.5	0.3
Безработица (% от работната сила)	5.3	4.3	4.1	3.9	3.8	3.8
Компенсации на един нает, ръст %	11.3	18.4	11.5	10.6	7.7	7.1
Дефлатор на БВП, %	7.1	15.1	9.5	3.7	3.1	2.8
Инфлация, средногодишна (%)	2.8	13	8.7	3.8	2.8	2.2
Текуща сметка (% от БВП)	-1.9	-0.7	-0.7	-1.7	-1.9	-2.0
Търговски баланс (% от БВП)	-4.1	-5.8	-5.6	-6.9	-7.0	-7.1
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.6	3.7	3.8	3.7	3.6
Паричен показател МЗ, ръст в %	10.7	13.2	12.4	11.9	12.1	11.7
Кредити за фирми, ръст в %	6.1	11.1	7.2	7.9	8.0	7.7
Кредити за домакинства, ръст в %	13.4	14.6	11.7	11.2	9.5	8.9

Забележка: Данните за периода 2023 – 2026 г. са прогнозни (отбелязани с индекс „f“). Източник: Българска народна банка (БНБ)

3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ

Съгласно чл. 5 от 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 МЕБЕЛСИСТЕМ АД са приложени следните критерии:

- Методите да отчетат 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 отчетат потенциалните бъдещи доходи за акционерите;
- Методите да отразяват оценката, която капиталовият пазар дава на акциите на Дружеството.

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на МЕБЕЛСИСТЕМ АД:

1. Метод на дисконтираните парични потоци с прилагане на модела на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE). Използвани са прогнозните парични потоци за периода 2023г. – 2028 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 2023 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 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.

За целите на оценката на МЕБЕЛСИСТЕМ АД, стойността на капитала на притежателите на обикновени акции е определена пряко. Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обръщение. Дружеството няма привилегировани акции и обратно изкупени такива.

Стойността на Дружеството като цяло по метода на дисконтираните парични потоци е получена чрез прогнозиране на бъдещите нетни парични потоци. Приложен е описаният в Приложение № 1 на Наредба № 41 модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), тъй като той в най-голяма степен съответства на характеристиките на Дружеството и генерираните от него парични потоци. Доколкото към момента Дружеството се финансира изцяло за сметка на собствения капитал и доколкото плановете на Предложителя не предвиждат промяна, при която да се използва дългово финансиране, подходящо и разбираемо за акционерите е да видят цялостната картина по отношение на входящите и изходящите парични потоци на Дружеството, които да се дисконтират със ставка, изразяваща цената на собствения капитал.

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

- *Прогнозен период* – обхваща годините 2023 – 2028г. 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 Дружеството.

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

$$FCFE_i = NI_i + A_i - I_i \pm NWC_i \pm ND_i,$$

където:

FCFE_i - нетни парични потоци на собствения капитал за съответната година,

NI_i - печалба след финансови и извънредни операции и след данъци (нетна печалба) за съответната година,

A_i - разходи за амортизация за съответната година,

I_i - инвестиции в дълготрайни активи за съответната година,

NWC_i - изменение в нетния оборотен капитал за съответната година;

ND_i – изменение на лихвоносния дълг за съответната година.

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:

$$V_{FCFE} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+R_{\epsilon i})^i} + \frac{P_n}{(1+R_{\epsilon n})^n}$$

където:

V_{FCFE} – настоящата стойност на оценяваното дружество,

FCFE_i – бъдещ нетен паричен поток на собствения капитал за съответната прогнозна година,

P_n – терминална стойност,

R_i – норма на дисконтиране (цена на собствения капитал),

i – съответната година в разглеждания прогнозен период.

Прогнозите са обосновани чрез ретроспективни данни от одитираните финансови отчети на МЕБЕЛСИСТЕМ АД за предходните четири години (2019 – 2022 г.) и последния публикуван неодитиран отчет към 30 юни 2023 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 Групата, изглажда ги и същевременно смекчава влиянието на извънредни събития като COVID-19, войната в Украйна и инфлацията през 2022 г.

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

Както се вижда от Таблица 3 по-горе, за разглеждания исторически период, МЕБЕЛСИСТЕМ АД има приходи почти изцяло само от наеми на инвестиционни имоти и префактуриране на разходи за комунални услуги и консумативи на наемателите.

Заложените темпове на растеж на приходите от наеми са прогнозираны на база отчетените такива за периода 2019 г. – 06.2023 г., както и очакванията на Дружеството. Предвижда се приходите от наеми да нараснат с 10% за 2023 г, с по 15% годишно за периода 2024-2027г. и с -10% годишно за последната година от прогнозния период (2028 г.). Средногодишния ръст на продажбите (CAGR) за прогнозния период е 14%, а конкретните разчети са представени в Таблица 7 по-долу.

Дружеството префактурира разходите на наемателите за консумативи (електроенергия, вода и др.), като отчита получените от наемателите суми за тези консумативи като приход, а съответните плащания към доставчиците на комунални услуги – като разходи за материали.

Така формираните приходи от префактуриране на комунални услуги е прогнозирано да растат със същия темп с който растат цените на комуналните услуги, съответно разходите за материали на Дружеството. По отношение на 2023 г. е направено допускане, че тези приходи ще намалеят с 15% спрямо 2022г., което се дължи на нормализираните цени на електроенергията след рекордното им равнище през 2022г. Този спад се потвърждава и от отчетните данни за полугодieto на 2023 г. Конкретните разчети са представени в Таблица 7 по-долу.

През първото шестмесечие на 2023 г. Дружеството е реализирало еднократни приходи от продажби на имоти в размер на 597 хил. лв. В прогнозния период не са заложени приходи от продажби на инвестиционни имоти поради заявеното намерение от мениджмънта и основните акционери да не продават такива, както и поради значителната сложност и субективност на подобна прогноза. Поради същата причина не са заложени и печалби/загуби от преоценка на инвестиционните имоти.

Другите приходи включват предимно приходи от финансираня, свързани с компенсациите на цените на електроенергията, както и приходи от отписване на задължения, продажби на материали и други дейности със случаен характер. Поради невъзможността за прогнозирането им, не са планирани такива в рамките на прогнозния период 2024-2028г., а за 2023г. техният размер е равен на този на отчетените други приходи за полугодieto.

Таблица 7: Приходи на „Мебелсистем“ АД за периода 2023 г. –2028 г.

ПРИХОДИ /в хил. лв./	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Приходи наеми	205	235	271	311	358	394	14.0%
<i>изменение на 12-месечна база</i>	<i>10.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>10.00%</i>	
Префактуриране консумативи наематели	94	99	104	109	115	120	5.0%
<i>изменение на 12-месечна база</i>	<i>-15.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>	
Приходи от продажби на активи	597	-	-	-	-	-	
<i>изменение на 12-месечна база</i>	<i>10.00%</i>	<i>-100.00%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	
Други приходи	31	-	-	-	-	-	
<i>изменение на 12-месечна база</i>	<i>79.49%</i>	<i>-100.00%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	
ОБЩО ПРИХОДИ	927	334	375	420	473	514	-11.1%
<i>изменение на 12-месечна база</i>	<i>10.00%</i>	<i>10.00%</i>	<i>10.00%</i>	<i>10.00%</i>	<i>10.00%</i>	<i>10.00%</i>	

4.1.3. РАЗХОДИ

Темповете на промяна на основните групи разходи (за материали, за външни услуги и за персонал) са прогнозирани като годишен ръст спрямо предходния период, определени на база историческите данни за периода 2019 г. – 30.06.2023 г., както и на база очакванията на Търговия предложител.

Разходите за материали на МЕБЕЛСИСТЕМ АД се формират изцяло от разходи за електроенергия. Съответно изменението на тези разходи зависи изцяло от цените на електроенергията на борсата, съответно при избрания търговец. По отношение на 2023 г. е направено допускане, че тези разходи ще намалят с 15% спрямо 2022г., което се дължи на нормализираните цени на електроенергията след рекордното им равнище през 2022г. Този спад се потвърждава и от отчетните данни за полугодieto на 2023 г. За останалата част от прогнозния период (2024-2028 г.) е направено допускането, че тези разходи ще се увеличават с 5% на годишна база.

Разходите за външни услуги и другите разходи включват разходите за комунални услуги (телефони, интернет и др.), разходите за местни данъци и такса „смет“ по отношение на притежаваните имоти, разходи за частен съдебен изпълнител и др. По отношение на тези разходи е заложено, че те ще се увеличават с 5% на годишна база в рамките на целия прогнозен период (2023-2028 г.)

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки), са прогнозирани на база отчетените такива към 30.06.2023 г. и очакванията за развитие на Дружеството. В рамките на прогнозния период (2023-2028 г.) е направено допускането, че тези разходи ще се увеличават с 5% на годишна база. Заложеният среден ръст на възнагражденията е по-нисък от този на наемите, като ще се разчита и на известна оптимизация, изразяваща се в по-нисък ръст на възнагражденията на административния и управленски персонал. Конкретните разчети са показани в Таблица 8 по-долу:

Доколкото, както е посочено в т. 4.1.2 по-горе, след 2023 г. не се залагат приходи от продажба на инвестиционни имоти, то съответно не е заложен и кореспондиращия разход под формата на „балансова стойност на продадените активи“, освен отчетената такава за 2023 г.

Разходите за амортизация са изчислени на база амортизационния план за съществуващите към 31.12.2022г. активи. В рамките на прогнозния период 2023-2028 г. не се предвижда придобиването на нови активи, съответно увеличаване на стойността на съществуващите такива вследствие на капиталови

ремонти. Затова и заложените разходи за амортизация са без изменение в рамките на прогнозния период 2023-2028 г.

Разходите за лихви в рамките на историческия период 2019-06.2023 представляват начислени лихви по договори за заем, описани по-горе. Доколкото преобладаващата част от тези заеми са изплатени през първото полугодие на 2023 г., в рамките на прогнозния период 2023-2028 г. разходи за лихви са заложи само за 2023 г., като тяхната стойност е равна на отчетената такава за полугодие на 2023г.

Доколкото съгласно прогнозата, Дружеството ще отчете отрицателен финансов резултат преди данъци за периода 2024-2025 г., то в рамките на следващите години от предходния период, тази натрупана данъчна загуба ще бъде приспадната за сметка на реализираните печалби. На база на това приспадане, Дружеството няма да дължи данък печалба за 2026 и 2027 г., а дължимият такъв за 2028 г. ще бъде върху облагаема стойност от само 53 хил. лв. Конкретните разчети са представени в таблица 8 по-долу:

Таблица 8: Разходи на „Мебелсистем“ АД за периода 2023 г. –2028 г.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ОБЩО ПРИХОДИ	927	334	375	420	473	514
<i>изменение на 12-месечна база</i>	175.88%	-63.93%	12.04%	12.22%	12.40%	8.79%
Разходи за суровини и материали	140	147	154	162	170	179
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-15.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<i>дял от продажбите</i>	15.10%	43.96%	41.11%	38.54%	35.98%	34.82%
Разходи за външни услуги и други разходи	48	50	53	56	59	62
<i>изменение на 12-месечна база</i>	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<i>дял от продажбите</i>	5.18%	14.95%	14.15%	13.32%	12.49%	12.06%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	128	134	141	148	155	163
<i>изменение на 12-месечна база</i>	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<i>дял от продажбите</i>	13.81%	40.08%	37.64%	35.21%	32.80%	31.71%
Балансова стойност на продадените активи	158	-	-	-	-	-
<i>изменение на 12-месечна база</i>	5.00%	-100.00%				
<i>дял от продажбите</i>	17.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Разходи за амортизация	46	46	46	46	46	46
<i>изменение на 12-месечна база</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<i>дял от продажбите</i>	4.96%	13.76%	12.28%	10.94%	9.73%	8.95%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	520	377	394	412	430	450
<i>изменение на 12-месечна база</i>	2.77%	-27.50%	4.51%	4.57%	4.37%	4.65%
<i>дял от продажбите</i>	-56.10%	-112.75%	-105.18%	-98.00%	-91.00%	-87.54%
Резултат от оперативна дейност (ЕВИТ)	407	-43	-19	8	43	64
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-1046.40%	-110.48%	-54.52%	-	406.73%	50.60%
<i>ЕВИТ марж, %</i>	43.90%	-12.75%	-5.18%	2.00%	9.00%	12.46%
Финансови разходи, нетно	3	-	-	-	-	-
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-62.50%	-100.00%				
Печалба преди данъци (ЕВТ)	404	-43	-19	8	43	64
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-892.06%	-110.56%	-54.52%	-	406.73%	50.60%
<i>ЕВТ марж %</i>	43.58%	-12.75%	-5.18%	2.00%	9.00%	12.46%
Данъци	-	-	-	-	-	5
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-100.00%					
<i>ефективна данъчна ставка</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.81%
НЕТНА ПЕЧАЛБА	404	-43	-19	8	43	59
<i>изменение на 12-месечна база</i>	-959.47%	-110.56%	-54.52%	-	406.73%	38.84%
<i>Марж на нетната печалба, %</i>	43.58%	-12.75%	-5.18%	2.00%	9.00%	11.49%

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ

През прогнозния период (2023 г. – 2028 г.) не се предвиждат инвестиции в нови дълготрайни материални активи (ДМА) или в капиталови ремонти/подобрения, които да увеличат стойността на съществуващите такива активи. Както е видно от отчета на Дружеството, такива инвестиции не са отчетени и в рамките на разглеждания исторически период.

В стойността на инвестициите за 2023 г. с обратен знак е отчетена продажбата на ДМА, реализирана през юни 2023 г. Доколкото в стойността на нетната печалба се включва не цялата продажна цена, а само разликата между продажната и балансовата стойност на отчетените активи и доколкото отчетената като разход корективна статия „балансирана стойност на продадените активи“ е с непаричен характер, то тази балансова стойност е прибавена обратно в паричните потоци и по-специално в тези от инвестиции – с положителен знак. Конкретните изчисления са представени в Таблица 13 по-долу.

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 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.

Прогнозата 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.

Анализът на нетния оборотен капитал (НОК) на МЕБЕЛСИСТЕМ АД в рамките на историческия период 2019-06.2023 показва, че през целия период стойността на НОК е отрицателна, като през този период Дружеството се финансира предимно за сметка на търговски задължения от свързани лица.

След продажбата на активи и съответното погасяване на задължения, размерът на НОК нараства значително, като за първото полугодие на 2023 г. промяната на НОК е 584 хил. лв. Въпреки това като цяло НОК остава отрицателен, доколкото задълженията са по-големи от вземанията. Не се очаква това да се промени в рамките на разглеждания прогнозен период (2023-2028 г.), макар че неговата стойност се подобрява значително.

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. По отношение на вземанията и задълженията през 2023 г. е заложено те да са равни на отчетените към полугодията на 2023 г. Основанието за това допускане е, че през второто полугодие не се очаква сериозна промяна по отношение на стойността на вземанията и задълженията, отчетени към 30.06.2023 г. Не се очаква допълнително погасяване през 2023 г. по отношение на задълженията към свързани лица (които са с най-голяма стойност сред задълженията) и тяхната стойност ще се запази равна на тази към юни 2023 г. По отношение на вземанията/задълженията от/към доставчици и контрагенти също не се очакват движения до края на 2023 г. спрямо полугодията, като такива е възможно да има само по отношение на префактурирането на консумативи. Доколкото обаче при префактурирането възникват почти едновременно и вземания, и задължения, може да се направи допускането, че дори да има такива движения, тяхното отражение върху размера на нетния оборотен капитал ще е неутрално. По отношение на данъчните и осигурителните задължения, плановете са те да бъдат погасени от Дружеството в началото на следващата календарна година.

За прогнозния период 2024-2028 г. е заложено постепенно нарастване на стойността на вземанията и намаляване на тази на задълженията, независимо че делът и на двете категории спрямо продажбите ще намалява. Данните са представени в таблицата по-долу:

Таблица 9: Нетен оборотен капитал

Нетен оборотен капитал (НОК)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Материални запаси	-	-	-	-	-	-
% от продажбите	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
изменение на 12-месечна база	-	-	-	-	-	-
Вземания	71	74	75	76	79	82
% от продажбите	7.66%	22.00%	20.00%	18.00%	17.00%	17.00%
изменение на 12-месечна база	2.90%	4.23%	1.35%	1.33%	3.95%	3.80%
Задължения	113	107	101	97	95	98
% от продажбите	12.19%	32.00%	27.00%	23.00%	20.00%	19.00%
изменение на 12-месечна база	-83.16%	-5.31%	-5.61%	-3.96%	-2.06%	3.16%
Нетен оборотен капитал (НОК)	-42	-33	-26	-21	-16	-16
% от продажбите	-4.53%	-9.87%	-6.94%	-5.00%	-3.39%	-3.11%
изменение на 12-месечна база	0.00%	-21.43%	-21.21%	-19.23%	-23.81%	0.00%
Промяна НОК	560	9	7	5	5	0

В края на прогнозния и следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41 е направено допускането, че Дружеството ще поддържа приблизително постоянен размер на НОК, което на практика означава, че изменението в размера на оборотния капитал ще има стойности максимално близки до нула.

4.1.8. ЛИХВОНОСЕН ДЪЛГ

За целите на настоящата Обосновка в дефиницията „лихвоносен дълг“ се включват краткосрочните и дългосрочни задължения към банки, задълженията по лизинг и дългосрочната и текущата части от нетекущите задължения към свързани лица.

Не са включени текущите задължения към свързани лица, независимо че те са лихвоносни, доколкото те са по-скоро с търговски характер и както показва досегашната практика на Дружеството, изплащането както на главницата, така и на лихвите, може да се отсрочва и разсрочва, без за това да се изисква постигането на определени условия. От друга страна, макар че съгласно договора, заемите следва да бъдат обезпечени със залог на вземания и ипотека върху недвижимите имоти, до настоящия момент такива обезпечения не са учредени и не се предвижда и учредяването им в близко бъдеще.

Доколкото към настоящия момент Дружеството не използва лихвоносен дълг за финансирането си, както и доколкото плановете на Предложителя и мениджмънта на Дружеството не предвиждат поемането на такъв дълг в рамките на прогнозния период, то нетните парични потоци от финансова дейност са нулеви за целия прогнозен период.

4.1.8. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

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

При използването на прекия метод FCFE, за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на цената на собствения капитал.

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“. На своята Интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> професорът публикува 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 са Световната банка и Международният 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:

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

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвръщаемост;

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 възвръщаемост 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 възвръщаемост 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. „Aaa“ 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 септември 2023 г. (www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (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 линеен 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.

На база на горното, използваната за целите на оценката стойност на премията за развит пазар е 4.40% към септември 2023 г. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Премията за странови риск е изчислена на база на коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Baa1, какъвто е рейтингът на България според Moody’s, и безрисковата норма на възвръщаемост. Текущите данни на проф. Дамодаран към месец септември 2023 г. сочат, че правителствените облигации на България се търгуват с рискова премия от 171 пункта (1.71%) над тези с рейтинг AAA.

Така получената надбавка може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента

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

За горното изчисление са използвани данните на проф. Дамодаран ([www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly21.xlsx_sheet „Equity vs Govt Bond vol“](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly21.xlsx_sheet_„Equity vs Govt Bond vol“)) за стандартното отклонение, съответно коефициента на волатилност за България. На база на тези изчисления, крайната стойност на премията за странови риск, използвана в настоящата оценка, възлиза на 6.31%. Конкретните изчисления са представени в таблицата по-долу:

Таблица 10: Рискова премия за пазар на акции, България

№	Показател	Стойност
1	Държава	България
2	Кредитен рейтинг по Мудис	Вaa1
3	Рискова премия за дълг, базирана на кредитния рейтинг	1.71%
4	Стандартно отклонение на пазара на акции, България (на седмична база)	19.80%
5	Стандартно отклонение на пазара на облигации България	5.37%
6	Коефициент на волатилност ($\sigma_{Equity} / \sigma_{Bond}$, =4/5)	3.6872
7	Рискова премия за пазар на акции, България (=3*6)	6.31%

По отношение на коефициента „бета“, според общоприетите методи за оценка, когато липсата на 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 „недвижими имоти/ real estate“ относно дружества от развиващи се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.53. За българския пазар, който е нисколиквиден и неефективен, по-подходящо е използването на „бета“ именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни се намират на следния адрес: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls/>.

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

Таблица 11: Определяне на цената на собствения капитал

Показател	Стойност
Безрискова доходност	2.611%
Рискова премия за развит пазар	4.40%
Премия за странови риск	6.31%
Сектор	Недвижими имоти
Бета без дълг	0.53
Цена на собствения капитал	11.25%

4.1.9. 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:

$$\frac{FCFE_n * (1 + g_{n+1})}{R_{n+1} - g_{n+1}}$$

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, които ще са 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>), очакваният растеж на световната икономика за периода 2027-2060 г. е 1.9% средногодишно.

Към този процент е добавена и надбавка от 0.6% заради очаквания по-висок ръст на българската икономика в процеса на конвергенция, като така прогнозите са, че тя ще расте със 25% по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2023-2050 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст 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.

На база на този спред е заложено, че българската икономика ще расте с около ½ по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2027 – 2060 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст 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.

4.1.10. 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 (цена на собствения капитал);

i – степенен фактор.

Степенният фактор се определя като частно на броя дни между датата на Обосновката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366). Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая. Конкретните изчисления са показани в таблицата по-долу:

Таблица 12: Определяне на релативния дисконтов фактор

Показател	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
Цена на собствения капитал (CoE)	11.27%	11.27%	11.27%	11.27%	11.27%	11.27%
Дисконтов фактор (=1/(1+CoE))	0.898715	0.898715	0.898715	0.898715	0.898715	0.898715
Брой дни	115	481	846	1 211	1 576	1 942
Степенен фактор	0.315068	1.317808	2.317808	3.308743	4.317808	5.320548
Релативен дисконтов фактор	0.966914	0.868726	0.780737	0.702339	0.630592	0.566557

Към получената стойност на нетните парични потоци към датата на оценката е прибавена стойността на паричните средства на Дружеството към 30 юни 2023г., като по този начин е получена стойността на Дружеството за акционерите му. Подробни разчети са представени в следващата таблица:

Таблица 13: Оценка на акциите на Дружеството по метода на дисконтираните парични потоци, хил. лв.

	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	Терминална стойност
Нетна печалба	404	-43	-19	8	43	59	
Амортизация	46	46	46	46	46	46	
Инвестиции	158	0	0	0	0	0	
Нетен оборотен капитал (НОК)	-560	-9	-7	-5	-5	0	
НПП от финансова дейност	0	0	0	0	0	0	
Нетни парични потоци	48	-6	20	49	84	105	1 215
Дисконтов фактор	0.966968	0.868931	0.781061	0.702756	0.631080	0.567097	0.567097
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	46	-5	15	35	53	60	689
Настояща стойност на ДНПП	204						
Настояща стойност на терминалната стойност	689						
ДНПП към датата на оценката	893						
Парични средства към 30.06.2023	13						
Стойност за акционерите (лв.)	906 000						
Брой акции в обращение	57 561						
Стойност на една акция (лв.)	15.740 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 и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение 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 МЕБЕЛСИСТЕМ АД по този метод са използвани данни от последния публикуван финансов отчет за първото шестмесечие на 2023 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции в обращение към тази дата са 57 561 броя. В броя на акциите в обращение не са включени посочените в т. 4.1. 250 акции, които не са регистрирани в „Централен Депозитар“ и техния собственик не е установен, доколкото те не са и никога не са били в обращение. Няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции, както и обратно изкупени акции на МЕБЕЛСИСТЕМ АД.

Таблица 14: Оценка на акциите на „Мebelcистем“ АД на база нетната стойност на активите към 30.06.2023 г.

Оценка по метода на нетната стойност на активите (хил. лв.)	Стойност
Сума на активите	1 110
Сума на дългосрочните задължения	0
Сума на краткосрочните задължения	113
Нетна стойност на активите	997
Нетна стойност на активите на една акция	17.321 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.

Търсенето на подходящи дружества-аналози, започва на първо място с преглед на компаниите от същия отрасъл („недвижими имоти“), търгувани на официалния пазар на БФБ. В тази посока дружества-аналози на МЕБЕЛСИСТЕМ АД на БФБ следва да се търсят сред дружествата със специална инвестиционна цел, които инвестират в недвижими имоти. При по-детайлен анализ обаче се вижда, че преобладаващата част от активно търгуваните АДСИЦ имат приходи, активи и капитал на стойност значително по-висока от тази на МЕБЕЛСИСТЕМ АД.

Като подкрепа на казаното по-горе, в таблица 15 е направен сравнителен анализ на основните финансови показатели на „Мебелсистем“ АД и някои от най-ликвидните АДСИЦ за недвижими имоти, включени в индекса BGREITs - „Болкан енд Сий Пропъртис“ АДСИЦ, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ, „Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ и „Рой Пропърти Фънд“ АДСИЦ. Информацията в нея е базирана на междинните неаудитирани финансови отчети на посочените дружества към 30.06.2023 г. Информацията за „Мебелсистем“ АД, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ и „Рой Пропърти Фънд“ АДСИЦ е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 30.06.2023 г., а тази за „Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ и „Болкан енд Сий Пропъртис Фонд“ – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 30.06.2023 г.

Таблица 15: Основни финансови показатели на „Мебелсистем“ АД и избрани АДСИЦ

Показател (хил. лв.)	„Мебелсистем“ АД (30.06.2023)	„Болкан енд Сий Пропъртис“ АДСИЦ (30.06.2023)	„ФНИ България“ АДСИЦ (30.06.2023)	„Супер Боровец Пропърти Фонд“ АДСИЦ (30.06.2023)	„Рой Пропърти Фънд“ АДСИЦ (30.06.2023)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	906	1 095	15 499	5 412	4 198
Нетна печалба/ загуба (ТТМ)	397	179	9 666	319	1 862
Общо активи	1 110	107 041	156 783	79 863	50 727
Собствен капитал	997	55 075	117 708	47 516	25 784
Лихвоносен дълг	0	51 193	32 992	30 036	22 456
Брой акции	57 561	6 925 156	34 641 925	23 379 995	6 162 500
Последна борсова цена (лв.)	1.69 лв.	22.60 лв.	2.26 лв.	2.90 лв.	8.20 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	97 278 лв.	156 508 526 лв.	78 290 751 лв.	67 801 986 лв.	50 532 500 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	39.82%	0.33%	8.21%	0.67%	7.22%
Рентабилност на активите, %	35.77%	0.17%	6.17%	0.40%	3.67%
Коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	0.098	2.842	0.665	1.427	1.960

Сред останалите АДСИЦ, търгувани на Официален пазар (Ексклузив Пропърти АДСИЦ-София, Алтерон АДСИЦ, ФеърПлей Пропъртис АДСИЦ, ФеърПлей Пропъртис АДСИЦ, Браво Пропърти Фонд АДСИЦ, Буллэнд Инвестмънт АДСИЦ, Премиер Фонд АДСИЦ, Актив Пропъртис АДСИЦ и Софарма Имоти АДСИЦ) също няма сравними по отношение на мащабите и основните оперативни и финансови показатели дружества, а освен това акциите им не се търгуват активно, което ги прави неприложими като аналози за целите на метода.

Освен дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в имоти, на Официалния пазар на БФБ се търгуват и обикновени акции на няколко „класически“ акционерни дружества, инвестиращи в имоти. Информация за тях и сравнителен анализ на основните им финансови показатели спрямо тези на „Мебелсистем“ АД е представена в таблицата по-долу. Информацията в нея е базирана на междинните неаудирани финансови отчети на посочените дружества към 30.06.2023 г. Информацията за „Инвестиционна компания Галата“ АД е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 30.06.2023 г., а тази за „Велграф Асет Мениджмънт“ АД и „Химснаб България“ АД – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 30.06.2023 г.

Таблица 16: Основни финансови показатели на „Мебелсистем“ АД и избрани дружества от сектора „Недвижими имоти, търгувани на Официалния пазар на БФБ

Показател (хил. лв.)	„Мебелсистем“ АД (30.06.2023)	Велграф Асет Мениджмънт АД (30.06.2023)	Химснаб България АД (30.06.2023)	Инвестиционна Компания Галата АД (30.06.2023)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	906	10 384	51 770	329
Нетна печалба/ загуба (ТТМ)	397	-1 638	7 241	20
Общо активи	1 110	247 544	215 217	78 365
Собствен капитал	997	116 571	128 760	78 314
Лихвоносен дълг	0	120 068	6 018	0
Брой акции	57 561	68 979 758	2 494 631	68 571 434
Последна борсова цена (лв.)	1.69 лв.	4.60 лв.	58.50 лв.	2.48 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	97 278 лв.	317 306 887 лв.	145 935 914 лв.	170 057 156 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	39.82%	-1.41%	5.62%	0.03%
Рентабилност на активите, %	35.77%	-0.66%	3.36%	0.03%
Коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	0.098	2.722	1.133	2.171

Както е видно от таблицата, разглежданите компании са в пъти по-големи от Дружеството и като стойност на активите, и като мащаб, и като основни оперативни и финансови показатели. Това, както и фактът, че акциите на тези дружества не се търгуват активно според нас прави тези компании неподходящи за аналог на „Мебелсистем“ АД.

На Неофициалния пазар на БФБ (BaSe Market), където са листвани акциите на „Мебелсистем“ АД, има и други АДСИЦ и компании за инвестиции в недвижими имоти. Съгласно информацията, публикувана на сайта на Неофициалния пазар на БФБ (www.basemarket.bg) на пазарния сегмент „Акции“ се търгуват акциите на около 50 АДСИЦ и други компании за инвестиции в имоти. Акциите на нито едно от горепосочените дружества обаче не се търгуват активно по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно техните борсови цени не могат да бъдат използвани за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-аналози.

На база на горепосочения преглед на потенциални дружества-аналози на МЕБЕЛСИСТЕМ АД, нашият извод е, че на БФБ няма подходящо дружество-аналог, което да покрива изискванията за подобен предмет на дейност, сравним мащаб и сравними оперативни и финансови показатели с МЕБЕЛСИСТЕМ АД, чийто акции да могат да се използват за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-аналози.

Сравнението между МЕБЕЛСИСТЕМ 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 условия 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 МЕБЕЛСИСТЕМ 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. Капиталът на Дружеството е в размер на 57 561 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 6 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.

За описания по-горе шестмесечен период няма сделки с акциите на МЕБЕЛСИСТЕМ АД, следователно не е налице средно дневен обем на търговия в размер по-голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. Поради липсата на каквито и да е сделки с акциите му, Дружеството не покрива и останалите критерии. 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 МЕБЕЛСИСТЕМ 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 17.

6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложили тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно „Мебелсистем“ 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 – 50%;
- Метод на нетната балансова стойност на активите –50%.

Предимствата и недостатъците на метода на дисконтираните нетни парични потоци са следните:

- Методът 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 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 се базира на прогнози, които по своята същност са несигурни и няма гаранция, че бъдещите резултати ще са равни на прогнозираните;

Методът на нетната стойност на активите има следните предимства и недостатъци:

- Доколкото към момента основната дейност на Дружеството е отдаване под наем на имоти, то стойността на тези имоти е от решаващо значение за неговата оценка;
- Макар и базиран на изцяло на отчетни данни, методът остойността 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.

В конкретния случай с МЕБЕЛСИСТЕМ АД смятаме, че предимствата и недостатъците на всеки от двата метода се уравновесяват взаимно и най-подходящо би било те да са с равно тегло, без да се дава предимство на никой от тях.

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 МЕБЕЛСИСТЕМ АД е посочена в таблицата по-долу:

Таблица 17: Справедлива цена на акциите на „Мебелсистем“ АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFE	15.740 лв	50%
Нетна стойност на активите	17.321 лв	50%
Справедлива цена	16.531 лв	100%

С цел улеснение за миноритарните акционери при пресмятането, предлаганата от Търговия предложител цена от 16.54 лв. е равна на справедливата цена за една акция, посочена по-горе, закръглена нагоре до втория знак.

8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

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

Данните към 31 декември 2020 г., 2021 г. и 2022 г. са от одитираните годишни финансови отчети на „МЕБЕЛСИСТЕМ“ АД, а тези към 30 юни 2022 г. и 2023 г. – от междинните отчети към първото полугодие 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 „Мебелсистем“ АД

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

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

Рейтингова агенция Moody's – <https://www.moodys.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.

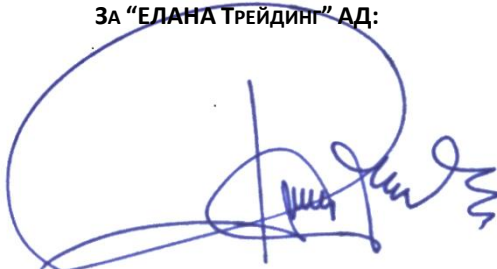
ТЪРГОВИЯТ ПРЕДЛОЖИТЕЛ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА.

ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ:



БИСЕР УНТОВ

ЗА "ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ" АД:



РАДОСЛАВА МАСЛАРСКА
(ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД)



Момчил Тиков
(ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР)