

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД
ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА	4
1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ	4
1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ	4
1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ	4
1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ.....	4
1.5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ	4
1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО	5
1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ.....	5
1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА 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	6
1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ	6
1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА СЪЩЕСТВЕНА	6
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА	6
2.1. Основна информация за “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД.....	6
2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО	6
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ	8
2.2.2. ВЗЕМАНИЯ	9
2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ	10
2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ	10
2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ	12
2.2.6. ХАРАКТЕРИСТИКА НА СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ (SWOT АНАЛИЗ)	13
2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО	13
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ	16
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ	17
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	17
4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ	17
4.1.2. ПРИХОДИ.....	18
4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ.....	19
4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ.....	20
4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	21
4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ	22
4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G).....	28

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД
ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ.....	29
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	30
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ	31
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ.....	31
5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА	34
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	35
7. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА.....	36
8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	36
9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	37

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД
ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ

Цената, предложена от търговия предложител е в размер на 1,03 лв.

1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Изчислената справедлива цена на акциите е в размер на 0,958 лв.

1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ

Таблица 1: Използвани методи за оценка на акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	0.954 лв	60%
Нетна стойност на активите	0.965 лв	40%
Справедлива цена	0.958 лв	100%

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи.

1.5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

Акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, се търгуват на Алтернативен пазар (BaSe Market) организиран от „Българска фондова борса” АД (БФБ). За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на търговото предложение (от 24 декември 2018 г. до 24 юни 2019 г.) са изтъргувани 26 961 акции на дружеството на обща стойност 15 078 лева. Доколкото датата на обосновката съвпада с последната дата преди регистрацията на Търговото предложение в КФН, то средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на обосновката съвпада със средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на регистрацията на Търговото предложение в КФН.

При изчислението на средната претеглена цена на акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД за предходния 6-месечен период, са отчетени всички сделки с акциите на Дружеството.

Таблица 2: Данни за търговията с акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

Последна цена на затваряне на акциите – лв.	0.500
Брой изтъргувани акции	26,961
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на Обосновката – лв.	0.5593
Най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител и от свързаните с него лица през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.	0.560

Източник: БФБ

1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО

Средната претеглена цена на затваряне 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 3 098 360 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 310 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД за разглеждания период е 26 961 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 228 броя (изчислен на база 118 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 118 търговски сесии, акции на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 3 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 среднопретеглената цена на затваряне не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” 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-горе в Таблица 1.

1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ

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

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД
ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА 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

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

1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката е извършена към 24 юни 2019 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на търговото предложение.

1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА СЪЩЕСТВЕНА

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

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. Основна информация за "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД

"АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД е акционерно дружество със 100% частен капитал, и от учредяването си чрез отделяне от друго публично дружество („Арома“ АД) е публична компания, чиито акции се търгуват на БФБ. Към настоящия момент капиталът възлиза на 3 098 360 лева, разпределен в 3 098 360 броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции с номинал от 1 лев.

Предмет на дейност на "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД е: стопанисване и управление на недвижими имоти, покупко-продажба на недвижими имоти и ограничени вещни права върху недвижими имоти, развитие на собствени недвижими имоти чрез извършване на строежи и подобрения, отдаване под наем, лизинг, аренда или за управление на собствени недвижими имоти, посредничество при сделки с недвижими имоти, консултантска, рекламна дейност, търговско представителство и посредничество, както и всякакви други дейности, незабранени от закона.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО

АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ АД, гр. София е учредено на 07.11.2011 г. с решение на Общото събрание на акционерите на "Арома" АД, в резултат на преобразуване на "Арома" АД, реализирано като отделяне чрез учредяване на две нови търговски дружества "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД и "Арома Козметикс" АД. Дейността на дружеството обхваща стопанисване и управление на недвижими имоти, покупко-продажба на недвижими имоти, развитие на собствени недвижими имоти чрез извършване на строежи и подобрения, отдаване под наем, лизинг, аренда или за управление на собствени недвижими имоти.

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Дружеството притежава следните недвижими имоти, преминали при отделянето от "Арома" АД върху новоучреденото дружество "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД:

Земя (поземлен имот с идентификатор 68134.1369.2059), с площ 32 810 кв.м. по документи за собственост, а по графични данни – 33 046 кв.м., попадащ в УПИ I - ЗА КОМБИНАТ АРОМА, квартал 9 (девети) по плана на гр. София, местност "НПЗ Илиянци - запад".

Сгради, построени в гореописания поземлен имот:

- 1) Административно-лабораторна сграда на седем етажа, с разгърната застроена площ 4140.52 кв.м. (четири хиляди сто и четиридесет цяло и петдесет и две стотни квадратни метра) и обслужващи части с разгърната застроена площ 671.86 кв.м. (шестстотин седемдесет и едно цяло и осемдесет и шест стотни квадратни метра);
- 2) Производствено-фабрична сграда на 2 етажа, със застроена площ от 4180 кв.м. (четири хиляди сто и осемдесет квадратни метра) и с разгърната застроена площ 8360 кв.м. (осем хиляди триста и шестдесет квадратни метра);
- 3) Склад на 5 етажа, със застроена площ от 1740 кв.м. (хиляда седемстотин и четиридесет квадратни метра) и с разгърната застроена площ 8700 кв.м. (осем хиляди и седемстотин квадратни метра);
- 4) АБС-столова на 2 етажа, със застроена площ от 767 кв.м. (седемстотин шестдесет и седем квадратни метра) или разгърната застроена площ 1534 кв.м. (хиляда петстотин тридесет и четири квадратни метра) и обслужващи части с разгърната застроена площ 671.86 кв.м. (шестстотин седемдесет и едно цяло и осемдесет и шест стотни квадратни метра);
- 5) Склад за фреон, със застроена площ от 324 кв.м. (триста двадесет и четири квадратни метра);
- 6) Пласмент- портал, със застроена площ от 42 кв.м. (четиридесет и два квадратни метра);
- 7) Аерозолен цех, на два етажа, със застроена площ от 1748 кв.м. (хиляда седемстотин четиридесет и осем квадратни метра) и с разгърната застроена площ 3 496 кв.м. (три хиляди четиристотин деветдесет и шест квадратни метра);
- 8) Временен гараж, със застроена площ от 47 кв.м. (четиридесет и седем квадратни метра);
- 9) Снабдяване и търговия, със застроена площ от 60 кв.м. (шестдесет квадратни метра);
- 10) Сметище, с площ от 96 кв.м. (деветдесет и шест квадратни метра);
- 11) Помпена станция пр.сгр. (помпена станция производствена сграда), със застроена площ от 144 кв.м. (сто четиридесет и четири квадратни метра);
- 12) Зарядно за мотокари, със застроена площ от 50 кв.м. (петдесет квадратни метра);
- 13) Разширение и реконструкция на цех за аерозоли, на два етажа със застроена площ от 1530 кв.м. (хиляда петстотин и тридесет квадратни метра) и с разгърната застроена площ 2 502 кв.м. (две хиляди петстотин и два квадратни метра);
- 14) Портал №1, със застроена площ от 34 кв.м. (тридесет и четири квадратни метра);

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Финансовата информация за “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, представена по-долу, включва данни за последните три финансови години, както и актуална финансова информация на базата на последния публикуван финансов отчет и е извлечена от годишните и междинните финансови отчети, изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти:

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Предвид основния предмет на дейност на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, дълготрайните активи представляват предимно инвестиционни имоти. Намалението им за разглеждания период се дължи на начислените амортизации и обезценки на нетекущи активи.

Таблица 3: Активи на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

АКТИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	3 932	3 774	3 734	3 616	3 584
Инвестиционни имоти	3 931	3 773	3 733	3 616	3 584
Земи и сгради	3 661	3 535	3 503	3 409	3 377
Съоръжения и оборудване	270	238	230	207	207
Транспортни средства	1	1	1	-	-
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	229	29	72	39	113
Търговски и други краткосрочни вземания	149	27	60	31	79
Парични средства и парични еквиваленти	80	2	12	8	34
ОБЩО АКТИВИ	4 161	3 803	3 806	3 655	3 697

Инвестиционните имоти се представят в отчета за финансовото състояние по цена на придобиване, намалена с натрупаната амортизацията и загуби от обезценка. Прилага се линеен метод на амортизация. Инвестиционните имоти представляват производствени, складови помещения и сгради с локация и характеристики, които имат ограничен брой аналози, което обстоятелство е индикатор, че не съществува активен пазар за такъв тип активи, поради което ръководството не би могло да разполага с достатъчно надеждни източници за установяване с достатъчна степен на сигурност на тяхната актуална справедлива стойност към края на всеки отчетен период, поради което е приело инвестиционните имоти да се представят в отчета за финансовото състояние по амортизируема стойност.

По отношение на текущите активи, не се наблюдава сериозно движение в рамките на отчетния период, като движенията в рамките на статиите „Вземания“ и „Парични средства“ са в рамките на обичайната производствена дейност на Дружеството.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 4: Собствен капитал и пасиви на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	3 030	2 878	2 873	2 963	2 986
Основен капитал	3 098	3 098	3 098	3 098	3 098
Собствени акции	-6	-6	-6	-6	-6
Резерви	1 305	1 305	1 305	1 305	1 305
Неразпределена печалба	5 216	5 216	5 216	5 216	5 301
Непокрита загуба	-6 477	-6 583	-6 735	-6 735	-6 735
Текуща печалба/загуба	-106	-152	-5	85	23
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	846	616	559	386	328
Задължения по получени заеми от банки	833	598	540	363	305
Пасиви по отсрочени данъци	13	18	19	23	23
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	285	309	374	306	383
Задължения по получени заеми към банки	235	235	235	235	235
Текущи задължения	50	74	139	71	148
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	4 161	3 803	3 806	3 655	3 697

За разглеждания период регистрираният акционерен капитал на АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ АД възлиза на 3 098 360 лв., разпределен в 3 098 360 бр. обикновени поименни безналични акции с право на глас с номинална стойност на акция 1 лв. Обратно изкупените собствени акции към датата на Търговото предложение са 2 943 броя за 6 хил. лв.

Резервите и неразпределената печалба са възникнали при учредяването на Дружеството чрез отделяне от „Арома“ АД. Реализираната през 2018 г. печалба в размер на 85 хил. лв. е прибавена към неразпределената печалба в междинния отчет към 31 март 2019 г. За предходните периоди Дружеството отчита загуба, като размерът на непокрытата загуба към края на март 2019 г. е в размер на 6 735 хил. лв.

АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ АД финансира основно дейността си от собствени средства. През месец август 2015 г на дружеството бе одобрен инвестиционен банков кредит за 600 000 евро, като към 31.03.2019г. неизплатената му част е в размер на 540 хил. лв.

Освен банковите кредити, нетекущите задължения включват и отсрочени данъчни пасиви.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията от свързани лица обуславят голяма част от краткосрочните вземания на Дружеството. Същите представляват вземания по договори за наемни отношения във връзка с предоставени за ползване недвижими имоти.

Таблица 5: Вземания на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

ВЗЕМАНИЯ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
Търговски и други краткосрочни вземания	149	27	60	31	79
Вземания от свързани предприятия	135	17	1	19	22
Търговски вземания	11	8	11	10	11
Разходи за бъдещи периоди	2	2	46	2	46
Други	1	-	2	-	-
ОБЩО ВЗЕМАНИЯ	298	54	120	62	158

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Към 31.12.2018 г., във връзка със сключен договор за банков заем е учреден особен залог върху вземания на дружеството от двата основни клиента свързани предприятия (“Арома” АД и „Арома Козметикс“ АД), които формират 99 % от всички вземания от свързани предприятия.

2.2.3. Задължения

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

Таблица 6: Задължения на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

ПАСИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	846	616	559	386	328
Задължения по получени заеми от банки	833	598	540	363	305
Пасиви по отсрочени данъци	13	18	19	23	23
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	285	309	374	306	383
Задължения по получени заеми към банки	235	235	235	235	235
Текущи задължения	50	74	139	71	148
<u>в т. ч. задължения към свързани предприятия</u>	-	25	24	-	-
<u>в т. ч. задължения към доставчици и клиенти</u>	19	16	21	7	19
<u>в т. ч. получени аванси</u>	3	-	3	10	10
<u>в т. ч. задължения към персонала и за осигуровки</u>	20	18	13	16	23
<u>в т. ч. данъчни задължения</u>	7	8	59	11	69
<u>в т. ч. други</u>	1	7	19	27	27
ОБЩО ПАСИВИ	1 131	925	933	692	711

По отношение на текущите търговски задължения на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД 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 при условия на оперативен лизинг.

Таблица 7: Приходи от продажби на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

ПРИХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
ПРИХОДИ НАЕМИ	445	411	124	608	177
годишно изменение	-	-7.64%	-	47.93%	42.74%
ДРУГИ ПРИХОДИ	2	2	0	5	0
годишно изменение	-	0.00%	-	150.00%	-
ОБЩО ПРИХОДИ	447	413	124	613	177
годишно изменение	-	-7.61%	-	48.43%	42.74%

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Приходите от наем се признават на линеен принцип за периода, за който ефективно се отнасят получените и/или подлежащите за получаване суми на наема. Префактурираните разходи към наемателите, за които дружеството не носи риск, се отчитат само като паричен оборот, но са изключени от позициите на приходите и разходите. Предплатените наеми се признават първоначално като получен аванс в отчета за финансовото състояние и се включват в текущите приходи в периода, за който са предплатени.

Сключените договори за отдаване на имоти към 31.12.2018 г. са при условия на оперативен лизинг със срок от 1 до 10 години.

Голяма част от договорите за оперативен лизинг съдържат условие, което позволява промени в наема на годишна база съгласно текущите пазарни условия.

Таблица 8: Оперативни разходи на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q
Разходи за материали	25	22	7	23	9
Разходи за външни услуги и други разходи	164	179	48	192	47
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	187	179	28	134	54
Разходи за амортизация	147	158	40	157	39
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	523	538	123	506	149

През разглеждания период разходите на Дружеството включват основно разходи за външни услуги и други разходи, разходи за персонал и разходи за амортизации. Те са сравнително постоянни през разглеждания период, като разходите за персонал намаляват за сметка на тези за външни услуги, което е свързано с прехвърлянето на част от дейностите, извършвани от служители, на външни компании.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани неконсолидирани финансови отчети за 2016, 2017 и 2018 г. и междинните неодитирани неконсолидирани финансови отчети към 31 март 2018 и 31 март 2019 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. 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 9: Систематизирана финансова информация за „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

Финансови данни и коефициенти	2016	2017	2018	2018-1Q	2019-1Q
1. Данни от отчета за доходите:					
1.1. нетни приходи от продажби;	447	413	613	124	177
1.2. оперативни разходи;	376	380	349	83	110
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА) (=1.1. - 1.2.)	71	33	264	41	67
1.4. разходи за амортизация	147	158	158	40	39
1.5 печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.- 1.4.)	-76	-125	106	1	28
1.6. финансови приходи;	0	0	0	0	0
1.7. финансови разходи;	26	22	16	5	4
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.-1.7.)	-102	-147	90	-4	24
1.9. данъци;	4	5	5	1	1
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	-106	-152	85	-5	23
2. Данни от счетоводния баланс:					
2.1. парични средства;	80	2	8	12	34
2.2. краткосрочни финансови активи;	0	0	0	0	0
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	149	27	31	60	79
2.4. материални запаси;	0	0	0	0	0
2.5. краткосрочни задължения	50	74	71	139	148
2.6. краткосрочен дълг	235	235	235	235	235
2.7. дългосрочен дълг	833	598	363	540	305
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	99	-47	-40	-79	-69
2.9. обща стойност на активите;	4 161	3 803	3 655	3 806	3 697
2.10. обща стойност на пасивите;	1 131	925	692	933	711
2.11. обща стойност на собствения капитал;	3 030	2 878	2 963	2 873	2 986
2.12. брой акции	3 098 360	3 098 360	3 098 360	3 098 360	3 098 360
3. Финансови коефициенти					
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	-3.50%	-5.28%	2.87%	-0.17%	0.77%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5.*(1-10%)/2.9.)	-1.64%	-2.96%	2.61%	0.02%	0.68%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	-22.82%	-35.59%	14.68%	-3.23%	13.56%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	-23.71%	-36.80%	13.87%	-4.03%	12.99%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	6.28%	3.57%	38.15%	4.39%	9.42%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.80	0.09	0.13	0.19	0.30
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.80	0.09	0.13	0.19	0.30
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.11	0.11	0.17	0.03	0.05
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	3.00	15.30	19.77	2.07	2.24
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	0.978 лв	0.929 лв	0.956 лв	0.927 лв	0.964 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	-0.034 лв	-0.049 лв	0.027 лв	-0.002 лв	0.007 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	0.144 лв	0.133 лв	0.198 лв	0.040 лв	0.057 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;		-8.60%	-3.89%	4.13%	-2.86%
3.18. Темп на растеж на продажбите;		-7.61%	48.43%	-79.77%	42.74%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;		44.12%	-155.10%	-107.41%	-450.00%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	1.37	1.32	1.23	1.32	1.24
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; (= 2.7. / 2.11.)	0.27	0.21	0.12	0.19	0.10
3.22. заеман/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.35	0.29	0.20	0.27	0.18
3.23. цена на затваряне*	0.960 лв	0.960 лв	0.002 лв	0.002 лв	-
към дата	29.3.2016	10.8.2017	8.3.2018	8.3.2018	-
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	-28.24	-19.59	0.07	-1.00	-
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0.98	1.03	0.00	0.00	-
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	6.67	7.22	0.01	0.05	-

2.2.6. ХАРАКТЕРИСТИКА НА СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ (SWOT АНАЛИЗ)

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Дългогодишни договори за наем	Увеличаване на портфейла от имоти
Липса на задлъжнялост	Използване на ефекта на финансовия лост
	Подобряваща се пазарна конюнктура
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Високо ниво на амортизация	Навлизане на нови конкуренти с големи парични възможности
Не особена разпознаваемост на дружеството	Слабо икономическо възстановяване в страната и намаляващи чуждестранни инвестиции
Липса на капитали за нови инвестиции и увеличаване на портфейла от бизнес недвижими имоти	Недоверие на инвеститорите

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

Според експресните оценки на НСИ, БВП на България нараства с 3.1% на годишна база през четвърто тримесечие на 2018 г. (според сезонно изгладените данни). Растежът е движан от повишение на крайното потребление с 5.3% и на инвестициите в основен капитал – с 4%. Износът нарасна с 0.8%, като е надминат от вноса, чийто ръст достигна 2.5%.

Растежът на БВП ще се повиши до 3.7% през 2019 г. поради по-силните публични инвестиции и публично потребление, сочат прогнозите на Министерство на финансите. Очаква се ръстът на общите инвестиции в основен капитал да достигне 9.5%. Частното потребление ще запази своя сравнително висок темп на растеж, но в сравнение с предходната година, темпът леко ще се забави поради по-ограничено нарастване на заетостта. Износът ще се повиши до 2.8%. Ускорението на крайното търсене спрямо 2018 г. ще предизвика и ускорение на вноса на стоки и услуги, и ще увеличи отрицателния принос на нетния износ към реалния растеж на БВП до 2.4 %.

Икономическият растеж се очаква да достигне 3.5% в периода 2020 г. – 2021 г. Вътрешното търсене ще остане водещо за растежа на БВП по линия както на потреблението, така и на инвестициите. Докато по-ниските правителствени разходи за потребление и инвестиции ще доведат до по-слабо повишение на вътрешното търсене през 2020 г., растежът на публичните разходи ще се ускори в края на прогнозния период и ще се отрази в по-висок растеж на инвестициите и съответно на вътрешното търсене. Растежът на частното потребление ще бъде ограничен през следващите години в съответствие с развитието при пазара на труда, които са свързани с почти изчерпване на възможностите за нарастване на заетостта. Очаква се негативният ефект върху БВП по линия на нетния износ да се забави до около 1.1 % средно за периода 2020 г. – 2021 г.

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж в посока надолу са основно по линия на външното търсене. Растежът на европейската икономика може да се забави повече от очакваното в резултат на фактори като несигурността, свързана с предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, по-неблагоприятни условията за финансиране в глобален

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

мащаб, засилването на протекционистичните политики в някои страни, най-вече в САЩ, нарастването на геополитическото напрежение и по-силното от очакваното забавяне на китайската икономика. По-слабата икономическа активност на основните ни търговски партньори от ЕС би имало негативно влияние не само върху износа на България, но и върху вътрешното търсене, както чрез ограничаване на ръста на потреблението, така и чрез по-слаба инвестиционна активност.

Коефициентът на безработица се понижи до 4.7% през четвъртото тримесечие на 2018 г., което бе под исторически най-ниските нива на показателя, реализирани в края на 2008 г. Тази тенденция е съпроводена с понижаване на коефициента на икономическата активност на населението в трудоспособна възраст (15 г. - 64 г.), но неговата стойност от 71.1% остава на едно от исторически най-високите си равнища. Нивото на участие на населението в работната сила, според възрастовия профил показва понижаване при по-младите възрастови групи (15 г. - 24 г. и 25 г.- 34 г.), както и при групата 35 г. - 44 г., и повишаване при възрастните работници над 55 г. Тези процеси са обективно отражение на демографските тенденции – намалението на входящите потоци в работната сила при младите възрастови групи и повишаването при по-високите възрасти, поради застаряване на населението и провежданите политики за по-дълго оставане на пазара на труда. Подкрепен от увеличението на заетостта сред хората в по-зряла възраст (45 г. - 54 г.) и възрастните работници (над 55 г.), общият коефициент на заетост (15 г. - 64 г.) продължава да нараства и достига 67.7% - исторически най-високата стойност на показателя към края на годината.

През 2019 г. растежът на заетите ще отслабне до 0.3%, като по-бавен темп на нарастване се очаква както в индустрията, така и в услугите. При селското стопанство е заложено продължаващо намаление на заетостта, поради високия дял на самонаетите в сектора и реструктурирането на земеделските стопанства от такива, в които преобладават самонаетите, към стопанства, които наемат работна сила. За все по-ограниченото предлагане на труд в икономиката влияние ще оказва както намалението на населението в трудоспособна възраст, така и бързото изчерпване на потенциалния свободен трудов ресурс от безработни и лица извън работната сила (най-вече обезкуражени). Коефициентът на безработица се очаква да е 4.8% за 2019 г., а нивото на участие в работната сила ще запази темпа си на повишаване от предходната година, тъй като спадът на работната сила няма да надхвърли този на населението. Последното се очаква да се запази като тенденция до края на прогнозния хоризонт.

Наблюдаваната от началото на 2018 г. тенденция при доходите от труд се запазва и през четвъртото тримесечие. Растежът на средната работна заплата общо в икономиката се забавя до 6.9% в номинално изражение, спрямо 7.7% през предходното тримесечие и 11.4% година назад. Текущото развитие отразява по-ниското нарастване на показателя в частния сектор – 6.8%. Нарастването на доходите в обществения сектор също се забавя до 7.4% спрямо 9.2% през третото тримесечие. Последното се дължи на сектор образование (5.1%), при който ефектът от нарастване на показателя поради въведени мерки за повишаване на доходите в сектора в края на 2017 г. се изчерпва.

Забавянето на растежа на доходите от труд през периода отразява и по-високото търсене на труд сред лицата със средна и ниска квалификация в услугите. Номиналното нарастване на

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

показателя в търговията се забавя до 0.9% на годишна база, а при недвижимите имоти е отбелязан спад от 6.9%. За разлика от тях, част от дейностите в икономиката се характеризират със съществено нарастване на средната заплата в т.ч. създаване и разпространение на информация (13.9%), добивна промишленост (10.4%), преработваща промишленост (9.1%), хотели и ресторанти (9%). Продължаващото нарастване на годишна база на цените допринася за забавянето на реалния растеж на средната работна заплата - до 3.8% на годишна база.

В условията на ускорен растеж на производителността на труда и нарастване на цените в страната, компенсацията на един нает ще се повиши до 8.4% през 2019 г. Заедно със заложените увеличения на заплатите в сектор образование, както и нарастването на минималната работна заплата, положителен принос се очаква и по линия на планираните допълнителни разходи за труд в бюджетната сфера. След 2019 г. динамиката на компенсацията на един нает ще се забави и ще достигне до ниво от около 6.4% през 2021 г. Както и в предходната прогноза, с очакванията за по-бавно нарастване на наетите лица темпът на нарастването на доходите от труд ще се забави. Освен това, ефектът от повишението на социално-осигурителните вноски върху нарастването на компенсацията на един нает също се очаква да отслабва. По-нисък принос се планира и по линия на публичния сектор.

В рамките на прогнозния период оценките за реалния растеж на производителността на труда възлизат на 3.3% средногодишно и са близки до прогнозираните. Очакванията за изпреварваща динамика на доходите от труд спрямо този на производителността също се запазват. Заложеното по-съществено нарастване на разходите за труд за единица продукция в периода до 2019 г. ще се компенсира от по-ниския им темп на нарастване в края на прогнозния период. По този начин, средногодишният растеж на разглеждания показател ще достигне 3.6% през 2018 г. – 2021 г.

От гледна точка на факторите за растеж, основният риск в прогнозата за пазара на труда произтича от демографското развитие. Поради отчетеното през последните години бързо намаление на безработните и обезкуражените, които представляват потенциален източник на заетост, в условията на спад на трудоспособното население, прогнозата се основава на очакване за постепенно преустановяване на растежа на работната сила и намаление в края на прогнозния хоризонт. Демографското влияние обаче би могло да окаже по-силно от очакваното отражение върху работната сила и тя да се понижи. Това ще ограничи растежа на заетостта и оттук темпа на нарастване на икономиката. При по-ниска динамика на заетостта, един по-слаб темп на нарастване на производителността спрямо очакванията също ще забави растежа в средносрочен и дългосрочен план. Подобна тенденция, съчетана с възходящо развитие на доходите, би могла да окаже допълнителен натиск за нарастване на разходите за труд на единица продукция и да ограничи конкурентоспособността на икономиката.

Отчетената инфлацията в края на 2018 г. е 2.3%. През ноември и декември инфлацията на годишна база се сви значително, което се дължи в най-голяма степен на цените на течните горива, повлияни от спада в международните цени на суровия петрол. Средногодишната инфлация за 2018 г. бе 2.6%, като стойността бе близка до прогнозата на МФ от 2.7%.

Очакването е инфлацията за 2019 г да е около 2.6%. Базисната инфлация ще има основен принос за нарастването на общия индекс поради очакванията за стабилно нарастване на вътрешното търсене, докато влиянието на международните цени ще бъде минимално поради слабото им очаквано изменение през следващата година.

Средногодишното нарастване на цените се очаква да се забави до 2.5% и 2.3%, съответно през 2020 г. и 2021 г., като приносът на базисната инфлация ще продължи да бъде водещ. Потребителските цени на горивата се очаква да останат относително стабилни до края на прогнозния период, предвид очакваната динамика на международните цени на суровия петрол.

Таблица 10: Основни макроикономически показатели за България за периода 2016 г. – 2021 г.

Индикатор	2016	2017	2018е	2019f	2020f	2021f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.2	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	1.9	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7
Валутен курс USD/EUR	1.11	1.13	1.19	1.16	1.16	1.16
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	44.0	54.4	71.5	70.8	67.7	65.0
БВП, млн. лв.	94,130	101,043	108,141	116,412	124,627	132,884
БВП, реален ръст (%)	3.9	3.8	3.6	3.7	3.5	3.5
Заетост, ръст в %	0.5	1.8	0.6	0.3	0.2	0.0
Безработица (% от работната сила)	7.6	6.2	5.4	4.8	4.3	4.0
Компенсации на един нает, ръст %	5.8	10.5	6.6	8.4	6.7	6.4
Дефлатор на БВП, %	2.2	3.4	3.3	3.8	3.4	3.0
Инфлация, средногодишна (%)	-1.3	1.2	2.7	3.0	2.5	2.3
Текуща сметка (% от БВП)	2.5	6.4	2.9	0.9	0.4	-0.3
Търговски баланс (% от БВП)	-2.0	-1.5	-4.1	-6.1	-6.2	-6.9
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5
Паричен показател МЗ, ръст в %	7.6	7.7	8.1	8.2	8.3	8.3
Кредити за фирми, ръст в %	1.6	3.8	6,3	6,9	7.4	7.8
Кредити за домакинства, ръст в %	2.0	6.1	9.6	5.4	6.1	6.4

Забележка: Данните за периода 2019 г. – 2021г. са прогнозни, а тези за 2018 г. – предварителни.

Източник: Министерство на финансите (МФ)

3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ 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 пропорционална част от стойността на дружеството, определена въз основа на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД са приложени следните критерии:

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

- 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД:

1. Метод на дисконтираните парични потоци, при използване на е модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2019 г. – 2024 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 неконсолидиран финансов отчет на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД към 31.03.2019 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 НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

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

Оценката на Дружеството по този метод, се основава на допускането, че 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 капитала на притежателите на обикновени акции е определена непряко, като стойността на дружеството като цяло е намалена с всички дългове и други законни претенции

на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и е увеличена със стойността на паричните средства и краткосрочните финансови активи на Дружеството.

Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обръщение.

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 се изчисляват чрез формулата:

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

където:

FCFF_i - нетни парични потоци,

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:

V₀ – 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.

4.1.2. Приходи

Историческа и прогнозна информация за приходите от продажби на “ АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ ” АД е представена в таблицата по-долу:

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 11: Продажби на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД за периода 2016 г. –2024 г.

ПРИХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ПРИХОДИ НАЕМИ	445	411	124	608	177	651	683	717	750	783	815
годишно изменение	-	-7.64%	-	47.93%	42.74%	7.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.00%
ДРУГИ ПРИХОДИ	2	2	0	5	0	0	0	0	0	0	0
годишно изменение	-	0.00%	-	150.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОБЩО ПРИХОДИ	447	413	124	613	177	651	683	717	750	783	815
годишно изменение	-	-7.61%	-	48.43%	42.74%	6.13%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.00%

За разглеждания исторически период, „Арома Риъл Естейт“ АД има приходи почти изцяло само от наеми на инвестиционни имоти. Другите приходи имат непостоянен и незначителен характер и съответно такива не са заложени в прогнозния период.

Заложените темпове на растеж са прогнозираны на база отчетените такива за периода 2016 г. – 2018 г., както и очакванията на Дружеството. Средногодишния ръст на продажбите за прогнозния период е 4.6%, а конкретните разчети са представени в Таблица 11.

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ

Информация за оперативните разходи на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД е представена в таблицата по-долу:

Таблица 12: Оперативни разходи на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД за периода 2015 г. –2024 г.

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Приходи	447	413	124	613	177	651	683	717	750	783	815
годишно изменение	-	-7.64%	-	47.93%	42.74%	7.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.50%	4.00%
Разходи за материали	25	22	7	23	9	26	27	29	30	31	33
годишно изменение	-	-12.00%	-	4.55%	28.57%	13.04%	3.85%	7.41%	3.45%	3.33%	6.45%
дял от продажбите	5.59%	5.33%	5.65%	3.75%	5.08%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Разходи за външни услуги и други разходи	164	179	48	192	47	202	212	222	232	243	253
годишно изменение	-	9.15%	-	7.26%	-2.08%	5.21%	4.95%	4.72%	4.50%	4.74%	4.12%
дял от продажбите	36.69%	43.34%	38.71%	31.32%	11.50%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	187	179	28	134	54	146	161	172	187	196	204
годишно изменение	-	-4.28%	-	-25.14%	92.86%	8.96%	10.27%	6.83%	8.72%	4.81%	4.08%
дял от продажбите	41.83%	43.34%	22.58%	21.86%	52.00%	22.50%	23.50%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Разходи за амортизация	147	158	40	158	39	161	163	165	167	170	175
годишно изменение	-	7.48%	-	0.00%	-2.50%	1.90%	1.24%	1.23%	1.21%	1.80%	2.94%
дял от продажбите	32.89%	38.26%	32.26%	25.77%	22.03%	24.75%	23.86%	23.00%	22.28%	21.70%	21.48%
дял от активите	3.74%	4.19%	-	4.37%	-	4.58%	4.77%	4.97%	5.17%	5.42%	5.58%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	523	538	123	507	149	535	563	588	616	640	665
годишно изменение	-	2.87%	-	-5.76%	21.14%	5.52%	5.23%	4.44%	4.76%	3.90%	3.91%
дял от продажбите	117.00%	130.27%	99.19%	82.71%	84.18%	82.24%	82.42%	81.98%	82.19%	81.71%	81.64%

Темповете на промяна на основните групи разходи, включени в себестойността (за материали, за външни услуги и за персонал) са прогнозираны като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2018 г. – 2018 г., както и на база очакванията на Търговия предложител.

ЧАСТ II – ОБСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Сред разходите за материали най-сериозен дял имат разходите за горива и енергия. Предвижда се разходите за материали да са между 4% и 4,5% от нетните приходи от продажби за целия прогнозен период. Първоначалната стойност на този процент се базира на данните за средната стойност на разходите за материали, като процент от приходите за последните три години. Впоследствие, в прогнозния период е заложена известна оптимизация, свързана с очакваното намаляване на разходите за горива, вследствие на по-ниските им цени и мерките за енергийна ефективност.

По отношение на разходите за външни услуги и другите разходи е заложено, че техния дял като процент от продажбите ще остане сравнително неизменен на нивата, постигнати през 2018г.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки, са прогнозирани на база отчетените такива към 31.03.2019 г. и очакванията за развитие на Дружеството. Заложеният среден ръст на възнагражденията ще се движи сравнително успоредно с ръста на приходите, но реалния ръст на нетните разходи за един зает се очаква да е по-висок, вследствие на очаквания по-висок среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Ефектът от повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да се движи в съответствие с ръста на продажбите.

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

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ

Историческите данни за дълготрайните нефинансови активи (ДА) и тяхната амортизация за периода 2015 г. – 2018 г. са представени в Таблица 13:

Таблица 13: Дълготрайни нефинансови активи и амортизация за периода 2016 г. –2024 г. (в хил. лв.)

Амортизация на нови активи (хил. лв.)	2016	2017	2018	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Отчетна стойност на съществуващите активи	5 335	5 295	5 261	5 268	5 268	5 268	5 268	5 268	5 268	5 268
Инвестиции за периода	25	0	0	7	60	65	70	75	80	175
Отчетна стойност на новите активи (с натрупване)					60	125	195	270	350	525
Общо отчетна стойност на активите	5 335	5 295	5 261	5 268	5 328	5 393	5 463	5 538	5 618	5 793
<i>годишно изменение</i>		-0.70%	-0.60%	-	1.30%	1.20%	1.30%	1.40%	1.40%	3.10%
Норма съществуващи активи	2.76%	2.98%	3.02%	0.74%						
Норма нови активи					3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Норма амортизация активи	2.76%	2.98%	3.02%	0.74%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.03%	3.02%
Амортизация съществуващи активи	147	158	159	159	159	159	159	159	159	159
Амортизация нови активи					2	4	6	8	11	16
Общо амортизация	147	158	159	159	161	163	165	167	170	175
<i>годишно изменение</i>		7.50%	0.60%	-	1.30%	1.20%	1.20%	1.20%	1.80%	2.90%
Балансова стойност съществуващи активи	3 932	3 774	3 615	3 583	3 456	3 297	3 138	2 979	2 820	2 661
Балансова стойност нови активи					58	119	183	250	319	478
Балансова стойност на активите	3 932	3 774	3 615	3 583	3 514	3 416	3 321	3 229	3 139	3 139
<i>годишно изменение</i>		-4.00%	-4.20%	-	-2.80%	-2.80%	-2.80%	-2.80%	-2.80%	0.00%
Инвестиции/Амортизация	0.17	0.00	0.00	0.04	0.37	0.40	0.42	0.45	0.47	1.00
Нетни инвестиции	-122	-158	-159	-152	-101	-98	-95	-92	-90	0

Инвестициите в нови дълготрайни материални и нематериални активи при “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД са на сравнително малка стойност и са основно в текущи капиталови ремонти. В целия посочен исторически период стойността на инвестициите (нововъведените активи) е по-ниска от стойността на амортизацията.

През прогнозния период (2019 г. – 2024 г.) размерът на планираните инвестиции ще продължи да е по-нисък от амортизацията, доколкото не се предвиждат инвестиции в ново строителство, а само в ремонт на съществуващите сгради.

В края на прогнозния период и след това, в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41, е направено допускането, че размерът на инвестициите ще е равен на размера на амортизацията, т.е. компанията ще поддържа постоянен размер на дълготрайните активи.

Предвиждането на Търговия предводител е финансирането на инвестиционните разходи да бъде за сметка на собствени средства на Дружеството (печалба плюс амортизация). Не се планира използването на допълнителен ресурс осигурен чрез дългово финансиране или набирането на допълнителен акционерен капитал.

Разходите за амортизация са изчислени на база амортизационния план за съществуващите към 31.12.2018 г. активи и прогнозен план за увеличението на стойността им вследствие на капиталови ремонти.

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% годишно.

4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

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

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

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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 която 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 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 14: Нетен оборотен капитал за периода 2015 г. – 2024 г. (в хил. лв.)

Нетен оборотен капитал (НОК)	2016	2017	2018-1Q	2018	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Материални запаси	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% от продажбите	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
годишно изменение	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Вземания	149	27	60	31	79	33	38	43	49	55	59
% от продажбите	33.33%	6.54%	48.39%	5.06%	44.63%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.20%
годишно изменение	-	-80.39%	-	-22.65%	782.58%	-88.80%	10.00%	9.09%	8.33%	7.69%	2.86%
Задължения	50	74	139	71	148	72	75	79	82	86	90
% от продажбите	11.19%	17.92%	112.10%	11.58%	83.62%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
годишно изменение	-	60.18%	-	-35.36%	621.92%	-86.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Нетен оборотен капитал (НОК)	99	-47	-79	-40	-69	-39	-37	-36	-33	-31	-31
% от продажбите	22.15%	-11.38%	-63.71%	-6.53%	-38.98%	-5.99%	-5.42%	-5.02%	-4.40%	-3.96%	-3.81%
годишно изменение	-	-151.38%	-	-42.66%	497.42%	-84.62%	-9.65%	-7.34%	-12.28%	-10.11%	-3.85%
Промяна НОК	-	-146	-	7	10	1	2	1	3	2	0

По отношение на вземанията и задълженията е заложено тяхното запазване като дял от продажбите. Тази прогноза отчита, че размерът на вземанията към 31.12.2018 г., спрямо продажбите, е нормален за обичайната търговска дейност на Дружеството. Не се очаква нарастване нито на вземанията, нито на задълженията с темп, по-висок от този на растежа на продажбите.

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.

4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор /коефициент/ 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 средно претеглената цена на капитала на дружеството /WACC/ - цената на финансиране с

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Формулата за средно претеглената 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 счетоводния баланс на Дружеството показва, че то финансира дейността си както посредством елементите на собствения капитал /акционерен капитал и реализирана печалба/, както и с помощта на заеми /привлечен капитал/.

Като привлечен капитал се разглеждат всички задължения по получени заемни средства от банки и други финансови институции, като не се включват безлихвените задължения, както и тези към доставчиците 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 и приходи за бъдещи периоди, както и отсрочени задължения, свързани с данъци.

Таблица 15: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2016г. –2024 г.

Капиталова структура (в хил. лв.)	2016	2017	2018	2018-1Q	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Средно
Собствен капитал	3 030	2 878	2 963	2 873	2 986	3 098	3 210	3 326	3 446	3 575	3 710	3 394
Привлечен капитал	1 068	833	598	775	540	367	162	0	0	0	0	88
Дял на собствения капитал	73.94%	77.55%	83.21%	78.76%	84.69%	89.41%	95.20%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	97.47%
Дял на привлечения капитал	26.06%	22.45%	16.79%	21.24%	15.31%	10.59%	4.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.53%

Както е видно от Таблица 15, за Дружеството (както в исторически план, така и на база прогнози) е характерно използването предимно на собствен капитал в капиталовата му структура.

Представени са стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозен период, като за база на прогнозата е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансова стойност на дълготрайните активи (материални и нематериални), оборотния капитал и финансовите активи и парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на дълготрайните активи за съответния период са равни на тези в Таблица 13, а стойностите на оборотния капитал – на тези в Таблица 14.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Прогнозата за собствения капитал за 2019 г. се базира на стойността му към края на 2018 г. и прогнозирания размер на нетната печалба (НП) за 2019 г. Аналогично собствения капитал за всеки следващ прогнозен период се получава като сума от собствения капитал за предходния период и НП за текущия такъв.

За целия прогнозен период е заложено 100% реинвестиране на НП, което е свързано и с плановете на Търговия предводител да не разпределят дивиденди.

Нетната печалба за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) се извадят разходите за лихви и разходите за данъци. Разходите за лихви от своя страна се получават като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга – 2.50% за целия прогнозен период. Разходите за данъци са определени на база ефективна данъчна ставка от 10%.

Дружеството има в баланса си и различни други нетни пасиви – задължения към персонала при пенсиониране и отсрочени данъчни пасиви на обща нетна стойност 144 хил. лв. По отношение на тях не се предвижда промяна в рамките на прогнозния период.

Прогнозата за лихвоносния дълг за всяка година от разглеждания период е получена на база погасителния план за дължимите от Дружеството лихвоносни заеми. През 2020 г. е заложено пълно погасяване на лихвоносните задължения, а считано от 2021 г. - финансиране изцяло със собствен капитал.

По отношение на паричните средства, техният размер е заложен като разлика между стойностите на инвестирания капитал (дълготрайните материални и нематериални активи и оборотен капитал) и тези на източниците за неговото финансиране (собствен капитал и лихвоносен дълг), както и другите нетни пасиви.

При определянето на относителните дялове на собствения и привлечения капитал са използвани техните балансови стойности.

Таблица 16: Инвестиран капитал и източници на финансирането му за периода 2016 г. - 2024 г.

Инвестиран капитал (хил. лв.)	2016	2017	2018	2018-1Q	2019-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Нетна стойност на ДМА	3 932	3 774	3 616	3 734	3 584	3 514	3 416	3 321	3 229	3 139	3 139
Нетен оборотен капитал	99	-47	-40	-79	-69	-39	-37	-36	-33	-31	-31
Финансови активи и парични средства	80	2	8	12	34	13	16	64	273	490	626
годишно изменение,%	-	-97.5%	300.0%	-	183.3%	8.3%	23.1%	300.0%	326.6%	79.5%	27.8%
Общо инвестиран капитал (ИК)	4 111	3 729	3 584	3 667	3 549	3 488	3 395	3 349	3 469	3 598	3 733
Собствен капитал (СК)	3 030	2 878	2 963	2 873	2 986	3 098	3 210	3 326	3 446	3 575	3 710
Коефициент на реинвестиране	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Лихвоносен дълг	1 068	833	598	775	540	367	162	0	0	0	0
Разходи за лихви	26	22	16	5	4	9	4	0	0	0	0
Ефективен лихвен процент, %	2.43%	2.64%	2.68%			2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Други активи минус други пасиви	-13	-18	-23	-19	-23	-23	-23	-23	-23	-23	-23
годишно изменение	-	38.5%	27.8%	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо финансиране	4 111	3 729	3 584	3 667	3 549	3 488	3 395	3 349	3 469	3 598	3 733

Изчисленото съотношение на собствения и привлечения капитал дава капиталовата структура, използвана за определяне на средно претеглената цена на капитала (СПЦК).

Методологията за определянето на нормата на дисконтиране се базира на методите на „гуруто“ на теорията на оценяването проф. Асуат Дамодаран от Университета в Ню Йорк - 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:

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

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвращаемост;

β – „бета“;

R_g – 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 кредитния 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 – реинвестиционния риск е значителен поради ограничения обем на емисиите.

Рисковата премия за развит пазар е равна на публикуваните на месечна база данни на уеб сайта на проф. Дамодаран към юни 2019 г.

(<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 (ТТМ), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години. Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на

дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж. 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 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 горепосоченото, използваната стойност на премията за юни е 5.38%.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (каквто е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към януари 2018 г. сочат, че този спред е в размер на 215 б.т. (2.15%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет държавни ценни книжа с рейтинг Ваа2. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 264 б.т. (2.64%).

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 даден отрасъл.

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 Америка.

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (*unlevered*) „бета“ за отрасъла „недвижими имоти“ (*Real Estate (General/Diversified)*) относно дружества от развиващите се пазари (*emerging markets*), който към датата на изготвяне на оценката е равен на 1.09.

За българския пазар, който е по-нисколиквиден, 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 бездълговият (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираният за дълг (relevered) „бета“ е калкулиран в съответствие с капиталовата структура на Дружеството съгласно последния публикуван отчет, а именно този за първото тримесечие на 2019 г.

Калкулацията на коригиран за дълг (relevered) „бета“ е извършена по следния начин:

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

където:

β_l – коригиран за дълг (relevered) „бета“ на Дружеството;

β_u – избран пазарен бездългова (unlevered) „бета“;

D/E – общо лихвоносни заеми / общо акционерен капитал на Дружеството;

t – корпоративна данъчна ставка за България.

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

Таблица 17: Цена на собствения капитал на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

Показател	Стойност
Безрискова доходност	-0.30%
Рискова премия за развит пазар	5.38%
Премия за странови риск	2.64%
Сектор	REAL ESTATE
Бета (за развиващи се пазари)	1.09
Секторно съотношение дълг/собствен капитал	75.09%
Ефективна данъчна ставка за сектора	13.78%
Бета без дълг	0.66
Данъчна ставка за компанията	10%
Съотношение дълг/собствен капитал за Дружеството	18.08%
Бета с дълг	0.77
Цена на собствения капитал	6.48%

За целите на оценката на цената на привлечения капитал, са използвани данни за изискваните от търговските банки лихви по отпускани кредити на компании, сравними по големина и финансово състояние със „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД.

За целта беше направено проучване за средния размер на лихвите, отпускани от търговските банки на дружества от типа на разглежданото. Проучването показва, че размерът на лихвените нива варира между 2% и 3%, в зависимост от кредитополучателя, срока и обезпечението.

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

За прогнозния период, поради намаляващия лихвен марж по кредитите и сравнително по-рисковия сектор, в който оперира Дружеството, е заложена цена на привлечения капитал от 2.50%. Тази стойност кореспондира и със актуалния ефективен лихвен процент по кредитите на Дружеството.

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

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

Таблица 18: Средно претеглена цена на капитала на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

Среднопретеглена цена на капитала	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Източници на финансиране - съотношение						
Собствен капитал	89.41%	95.20%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Привлечен капитал	10.59%	4.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Стойност на финансирането						
Собствен капитал	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%
Привлечен капитал	2.500%	2.500%	2.500%	2.500%	2.500%	2.500%
Ефективна данъчна ставка	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Стойност на финансирането след данъци						
Собствен капитал	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%
Привлечен капитал	2.2500%	2.2500%	2.2500%	2.2500%	2.2500%	2.2500%
Среднопретеглена цена на капитала						
Собствен капитал	5.790%	6.170%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%
Привлечен капитал	0.240%	0.110%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
СПЦК	6.030%	6.280%	6.480%	6.480%	6.480%	6.480%
СПЦК - усреднено			6.370%			

Като краен резултат е получена осреднена стойност на среднопретеглена цена на капитала в размер на 6.370%. Тази стойност е използвана като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на Дружеството.

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)

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

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД
ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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 най-авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОЕСД) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСД до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж за периода 2023 г. - 2060 г. е 1,8% 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 33% 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 във връзка с това очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии

Така получената стойност от 2,4% е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период при разглеждания сценарий.

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез прилагането на стандартната процедура за дисконтиране на бъдещи приходи се получава стойността на търговската дейност на Дружеството към датата на обосновката. За изчисление на нетния дълг към датата на оценката, от получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения към 31.03.2019 г. и е прибавена сумата на паричните средства към 31.03.2019 г.

Подробни разчети са представени в таблицата по-долу.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 19: Крайна оценка на стойността на акциите на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД

Крайна оценка по метода на дисконтираните парични потоци (хил. лв.)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ЕВИТ	116	120	129	134	143	150
Данъци	12	12	13	13	14	15
NOPLAT (ЕВИТ след данъци)	104	108	116	121	129	135
Амортизация	161	163	165	167	170	175
Инвестиции	-60	-65	-70	-75	-80	-175
Нетен оборотен капитал (НОК)	-1	-2	-1	-3	-2	0
Нетни парични потоци	204	204	210	210	217	135
Дисконтов фактор	0.967710	0.909723	0.855255	0.804043	0.755896	0.710621
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	197	186	180	168	164	96
Настояща стойност на ДНПП	991					
Терминална стойност	2 467					
ДНПП към датата на оценката	3 458					
Стойност на дългосрочния и краткосрочен лихвоносен дълг към датата на оценката	540					
Стойност на паричните средства към датата на оценката	34					
Стойност на нетния дълг към датата на оценката	506					
Стойност за акционерите (лв.)	2 952 000					
Брой акции в обращение	3 095 417					
Стойност на една акция (лв.)	0.954 лв					

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА 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 балансова стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на Дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обръщение към датата на счетоводния баланс.

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

За определянето на цената на една акция на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД по този метод са използвани данни от последния публикуван счетоводен отчет за първото тримесечие на 2019 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции към тази дата са 3 098 360 броя. След като от тях, на основание разпоредбата на §1, т. 3 от Допълнителните разпоредби на Наредба 41, се приспадне броя на обратно изкупените акции (2 943 броя), то броя на акциите в обращение е 3 095 417 броя.

По отношение на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 20: Оценка на акциите на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД по метода на нетна стойност на активите

Оценка по метода на нетната стойност на активите (хил. лв.)	Стойност
Сума на активите	3 697
Сума на дългосрочните задължения	328
Сума на краткосрочните задължения	383
Нетна стойност на активите	2 986
Брой акции в обръщение	3 095 417
Нетна стойност на активите на една акция	0.965 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.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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 „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД на БФБ могат 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 тях имат в портфейла си предимно офис, търговски и ваканционни имоти, а не индустриални такива (каквито са имотите на Дружеството). Сравнението между различни типове имоти води до значителни изкривявания, доколкото наемите на офис и ваканционните площи се различават в пъти, стойността на самите имоти също е доста различна, оттам рентабилността и ефективността също са различни. Следва да се има предвид, че в портфейла на АДСИЦ влизат новоизградени имоти, които са от висок клас, отговарят на съвременните изисквания към имотите и съответно стойността им е значително по-висока от тази на имотите на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД.

Като подкрепа на казаното по-горе, в таблица 21 е направен сравнителен анализ на основните финансови показатели на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД и някои от най-ликвидните АДСИЦ за недвижими имоти - „Софарма имоти“ АДСИЦ, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ „Актив Пропъртис“ АДСИЦ и „Булленд Инвестмънтс“ АДСИЦ. Информацията в нея е базирана на междинните неаудитирани финансови отчети на посочените дружества към 31.03.2019 г., като стойностите на показателите „Нетни приходи от продажби“ и „Нетна печалба“ са дадени на база последните четири тримесечия (ТТМ). Информацията за „Арома Риъл Естейт“ АД, „Софарма Имоти“ АДСИЦ, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ и „Булленд Инвестмънт“ АДСИЦ е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 31.03.2019 г., а тази за „Актив Пропъртис“ АДСИЦ – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 31.03.2019 г.

Таблица 21: Основни финансови показатели на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД и избрани АДСИЦ

Показател (хил. лв.)	„Арома Риъл Естейт“ АД (31.03.2019, ТТМ)	„Софарма Имоти“ АДСИЦ (31.03.2019, ТТМ)	„ФНИ България“ АДСИЦ (31.03.2019, ТТМ)	„Актив Пропъртис“ АДСИЦ (31.03.2019, ТТМ)	„Булленд Инвестмънт“ АДСИЦ (31.03.2019, ТТМ)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	661	11 123	9 550	2 127	3 396
Нетна печалба/загуба (ТТМ)	143	6 587	6 537	-28	-586
Общо активи	3 697	84 803	118 901	31 925	19 150
Собствен капитал	2 986	59 311	105 892	21 620	16 590
Лихвоносен дълг	540	16 077	8 724	3 764	1 586
Брой акции	3 092 474	20 953 944	34 641 925	2 192 011	15 008 125
Последна борсова цена (лв.)	0.56	6.55 лв.	2.00 лв.	7.10 лв.	1.12 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	1 741 063 лв.	137 248 333 лв.	69 283 850 лв.	15 563 278 лв.	16 809 100 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	4.79%	11.11%	6.17%	-0.13%	-3.53%
Рентабилност на активите, %	3.87%	7.77%	5.50%	-0.09%	-3.06%
коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	0.583	2.314	0.654	0.720	1.013

Както е видно от таблицата, разглежданите компании са в пъти по-големи от Дружеството и като стойност на активите, и като приходи, и като акционерен капитал. Това, както и горепосочените аргументи за разликата между офис и индустриалните имоти, според нас

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

прави тези компании неподходящи за аналог на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД. Сред останалите АДСИЦ, търгувани на Официален пазар (Ексклузив Пропърти АДСИЦ-София, Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ, ФеърПлей Пропъртис АДСИЦ, Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ, Браво Пропърти Фонд АДСИЦ, Експат Бета АДСИЦ и Рой Пропърти Фънд 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 “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД е представена в таблицата по-долу. Информацията в нея е базирана на междинните неаудитирани финансови отчети на посочените дружества към 31.03.2019 г., като стойностите на показателите „Нетни приходи от продажби“ и „Нетна печалба“ са дадени на база последните четири тримесечия (ТТМ). Информацията за „Инвестиционна компания Галата“ АД, „Регала Инвест“ АД е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 31.03.2019 г., а тази за „Велграф Асет Мениджмънт“ АД и „Химснаб България“ АД – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 31.03.2019 г.

Таблица 22: Основни финансови показатели на „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД и избрани дружества от сектора „Недвижими имоти, търгувани на Официалния пазар на БФБ

Показател (хил. лв.)	“Арома Риъл Естейт” АД (31.03.2019, ТТМ)	Велграф Асет Мениджмънт АД (31.03.2019, ТТМ)	Химснаб България АД (31.03.2019, ТТМ)	Инвестиционна Компания Галата АД (31.03.2019, ТТМ)	Регала Инвест АД (31.03.2019, ТТМ)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	661	11 750	20 621	5 390	415
Нетна печалба/ загуба (ТТМ)	143	3 581	5 238	-156	28
Общо активи	3 697	162 912	202 133	78 131	27 457
Собствен капитал	2 986	115 885	125 532	76 969	23 837
Лихвоносен дълг	540	25 573	37 181	0	3 169
Брой акции	3 092 474	68 979 758	2 494 631	68 571 234	18 428 734
Последна борсова цена (лв.)	0.56	3.90 лв.	42.80 лв.	1.86 лв.	2.82 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	1 741 063 лв.	269 021 056 лв.	106 770 207 лв.	127 542 495 лв.	51 969 030 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	4.79%	3.09%	4.17%	-0.20%	0.12%
Рентабилност на активите, %	3.87%	2.20%	2.59%	-0.20%	0.10%
коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	0.583	2.321	0.851	1.657	2.180

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 “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД.

На Неофициалния пазар на БФБ (BaSe Market), където са листвани акциите на „Арома Риъл Естейт“ АД, има компании с подобен предмет на дейност. Съгласно информацията, публикувана на сайта на Неофициалния пазар на БФБ (www.basemarket.bg) на пазарния сегмент „Акции“ се търгуват акциите на 15 компании, чиято основна дейност съгласно КИД 2008 е „Даване под наем и експлоатация на собствени недвижими имоти - Севко АД-Севлиево, Сирма АД-Бургас, Слънчев бряг АД-к.к. Слънчев бряг, Шумен-Табак АД-Шумен, Светлина АД-Сливен, Родина-91 АД-Добрич, Тракийско пиво АД-Пазарджик, Еуротерра България АД-София, Гоце Делчев Табак АД-Гоце Делчев, Кабиле-ЛБ АД-Ямбол, Крепезни изделия АД-Пловдив, Тракийски памук АД-Стара Загора, Варна-плод АД-Варна, Мебелсистем АД-Пазарджик и Интерлоджик-лизинг АД-София. 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 „Арома Риъл Естейт“ 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 „Арома Риъл Естейт“ АД, чийто акции да могат да се използват за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-аналози.

Сравнението между „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ 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 затваряне 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ 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 3 098 360 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 310 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД за разглеждания период е 26 961 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 228 броя (изчислен на база 118 борсови сесии за периода). Следователно не е налице средно дневен обем на търговия в размер по-голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 118 търговски сесии, акции на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД са се търгували на алтернативен пазар на „БФБ – София” АД в 3 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 средно претеглената цена на затваряне не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” 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 22.

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 “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД. Търговията 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД.

Основанията за това са следните:

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

- 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 дисконтния 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 на 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 СТОЙНОСТ 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 РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, предмет на настоящото Предложение е определена на 0,956 лв.

В Таблицата по-долу синтезирано е представена съответната информация.

Таблица 23: Справедлива цена на акциите на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	0.954 лв	60%
Нетна стойност на активите	0.965 лв	40%
Справедлива цена	0.958 лв	100%

8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за „АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ“ АД е представена в Таблица 9 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41,

Данните към 31 декември 2016 г., 2017 г. и 2018 г. са от одитираните неконсолидирани годишни финансови отчети на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД, а тези към 31 март 2018 г. и 31 март

2019г. – от междинните неконсолидирани отчети към първото тримесечие на 2018 г., съответно 2019 г.

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 обосновката на цената на акциите използвана информация от следните източници:

Българска народна банка - www.bnb.bg

Министерство на финансите – www.minfin.bg

Българска фондова борса - www.bse-sofia.bg

Национален статистически институт - www.nsi.bg

Международен валутен фонд - www.imf.org

Евростат – www.ec.europa.eu/eurostat

Данни от публикувани финансови отчети на “АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ” АД

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

Информационна агенция Bloomberg - www.bloomberg.com

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

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "АРОМА РИЪЛ ЕСТЕЙТ" АД
Част II – Обосновка на предлаганата цена

Търговият предложител и ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД декларират, че търговото предложение съответства на изискванията на закона.

За Търговия предложител:

1. 

Димитър Луканов Луканов,
Директор на Harisson
Management Limited, Малта



За „Елана Трейдинг“ АД:

1. 

Камеи Колчев



2. 

Момчил Тиков