

ПРИЛОЖЕНИЕ №2  
КЪМ ДОГОВОР ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ  
МЕЖДУ „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД и „СОФАРМА“ АД  
ОТ 19 юни 2014г.

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА  
„БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД**

за преобразуване чрез вливане на „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД в „СОФАРМА“ АД

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

ДАТА НА ИЗГОТВЯНЕ НА ОЦЕНКАТА: 12.06.2014г.

**ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА РАЗМЕННА СТОЙНОСТ:**

**1. РЕЗЮМЕ НА ДАШНИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА**

**ОЦЕНКА НА „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД**

„Българска Роза - Севтополис“ АД (Дружеството) предлага оценката за справедливата стойност на цената на една акция на Дружеството за целите на планираното преобразуване и изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи:

Таблица 1: Използвани методи за обосновка на справедливата цена на акциите на "Българска Роза - Севтополис" АД:

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	1.702	30%	0.511
Метод на пазарните анализи	1.910	15%	0.287
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	2.032	30%	0.609
Метод на нетната балансова стойност на активите	2.046	25%	0.512
<b>Крайна оценка</b>			<b>1.92</b>

Настоящата оценка приема закръгляне надолу до втория знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД.

Съгласно чл. 5 на Наредба 41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагане на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба 41) справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопретеглена стойност от цената на затваряне и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 2. на същия член. Съгласно § 1 от същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01 на сто от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца. Акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД се търгуват на сегмент акции "Standard" на „Българска Фондова Борса – София“ АД. За периода 11.03.2014 г. до 11.06.2014 г. са изтъргувани 116 241 броя акции на Дружеството при среднодневен обем от 1 905.59 (при 61 сесии на търговия). Предвид размера на акционерния капитал на Дружеството от 12 065 424 броя акции, този минимален изтъргуван обем се равнява на среднодневен обем на търговия от 1 207 броя акции. Това означава, че дневният оборот с акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД е над изискването на Наредба №41, затова изчислената цена се базира и на цената на затваряне.

Таблица 2: Изчислена справедлива цена на акциите на „Софарма“ АД

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	4.410	40%	1.764
Метод на пазарните анализи	4.330	15%	0.650
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	4.292	25%	1.073
Метод на нетната балансова стойност на активите	3.258	20%	0.652
<b>Крайна оценка</b>			<b>4.14</b>

Таблица 3: Изчислено съотношение на замяна:

Съотношение на замяна	Цена за една акция в лв.
Справедлива цена на акция на "Българска Роза - Севтополис" АД	1.92
Справедлива цена на акция на "Софарма" АД	4.14
Съотношение на замяна на една акция на "Българска Роза - Севтополис" АД срещу акции на "Софарма" АД	0.463768

**ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ**

Обосновката е извършена към 12 юни 2014 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

Съветът на директорите на „Българска Роза - Севтополис“ АД не счита, че съществува друга съществена информация за акциите, освен съдържащата се в обосновката.

**ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО**

Обосновката на справедливата цена на „Софарма“ АД в ролята му на приемащо дружество е към дата 12.06.2014 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

Таблица 4: Прогнозна оценка на Софарма АД в качеството му на приемащото дружество

Показател	Софарма	Българска Роза - Севтополис
Брой акции	132,000,000	12,065,424
Справедлива цена на акция (лв.)	4.14	1.92
Стойност на дружеството (лв.)	546,480,000	23,165,614
<b>Справедлива цена на приемащото дружество след вливането</b>		
Брой акции на приемащото дружество след вливането	134,798,527	
Справедлива стойност на Софарма АД след вливането (лв.)	558,065,902	
Справедлива цена на акция на Софарма АД след вливането (лв.)	4.14	

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.

**2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА****ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД**

Българска Роза - Севтополис АД е вписано в Търговския регистър на Окръжен съд гр. Стара Загора, рег. I на АД, том I, стр. 54, парт. 27, по ф.д. № 2803/95 г. Дружеството е вписано в Национален Данъчен Регистър под данъчен № 1240800132 и в Агенцията по Вписванията под код по БУЛСТАТ (ЕИК) 123007916.

„Българска Роза - Севтополис“ АД е публично акционерно дружество със седалище и адрес на управление: гр. Казанлък, бул. "23-ти Пехотен шипченски полк" № 110, тел.: +359 431 6 40 43, факс: +359 431 6 21 14, електронна поща (e-mail): [brsevt@kz.orbitel.bg](mailto:brsevt@kz.orbitel.bg), електронна страница в интернет (web-site) [www.bulgarian-rose-sevtopolis.com](http://www.bulgarian-rose-sevtopolis.com).

**ПРЕДМЕТ НА ДЕЙНОСТ:** Производство на етерични масла, парфюмерия и козметика, субстанции, лекарствени средства, спиртни напитки и търговия с тях, както и всяка друга дейност незабранена от закона.

„Българска Роза - Севтополис“ АД има едностепенна форма на управление със Съвет на директорите от трима членове. Към настоящата дата дружеството се представлява и управлява от инж. Бончо Шолев - Изпълнителен Директор.

**ДЪЩЕРНИ ДРУЖЕСТВА**

Към 31.03.2014 г. дъщерно дружество на „Българска Роза - Севтополис“ АД е:

- „Фито Палаузово“ АД – търговско дружество, вписано в Търговския Регистър към Агенцията по Вписванията на 21.09.2012 г. и със седалище и адрес на управление – област Стара Загора, община Казанлък, гр. Казанлък 6100, "23- Пехотен Шипченски полк" No 110, предмет на дейност: производство, събиране, изкупуване, добив и реализация на билки и лечебни растения;

Към датата на този документ Дружеството има сключен договор за изработка на лекарствата от продуктова листа под търговската марка на „Софарма“ АД. Договорът е сключен на пазарен принцип и е средството за обезпечаване на паричните приходи и постъпленията от дейността на дружеството.

Основните сфери на дейност на „Българска Роза - Севтополис“ АД са:

- фармацевтичното производство и по-специално производство на готови твърди лекарствени форми /ТЛФ/, които включват обвити и необвити таблетки и капсули.
- фитохимичното производство на активни фармацевтични субстанции /АФС/ на основата на растителни суровини.

„Българска Роза - Севтополис“ АД има издадено от ИАЛ разрешение за производството на твърди лекарствени форми – таблетки и капсули и изработва по възлагателен договор продуктите на „Софарма“ АД – Карсил драже, Темпалгин филмтаблетки, Аналгин таблетки и Цинаризин таблетки. Твърди лекарствени форми се произвеждат при спазване на принципите и изискванията за Добра производствена практика на лекарствени продукти в съответствие с Наредба №15 от 17.05.2009 г. Основните критични етапи за тези производства са обособени в сектори: тегловно, гранулиране, таблетирание, обвиване на таблетки, капсулиране и първично опаковане.

„Българска Роза - Севтополис“ АД има разрешение от ИАЛ за производството на Активни фитохимични субстанции на база следните екстракти: Сух екстракт *Glaucium flavum Crantz* (Жълт мак); Сух екстракт *Hypericum perforatum L* (жълт кантарион); Сух екстракт *Tribulus terrestris L* (бабини зъби); Сух екстракт *Silybum marianum L* (бял трън), с активна субстанция Силимарин /Silymarin/; *Leucocjum aestivum L* (блатно кокиче); *Cytisus laburnum* (жълта акация) с активна субстанция Цитизин; Phytine Phytinum- Фитин; St. John's Wort dry extract (standardised to flavonoids, definite as quercetin) *Hiperici herbae extractum siccum normatum* - Сух екстракт от Жълт кантарион; *Wild Thyme liquid extract* *Serpylli herbae extractum fluidum* - Течен екстракт от дива мащерка; *Marshmallow root liquid extract* *Althaeae radices extractum fluidum* - Течен екстракт от корени на лечебна ружа; *Belladonna root liquid extract* *Belladonnae radices extractum fluidum* - Течен екстракт от корени на лудо биле; *Belladonna root soft extract* *Belladonnae radices extractum spissum* - Гъст екстракт от корени на лудо биле.

#### СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ

Конкурентна позиция на „Българска Роза - Севтополис“ АД в сектора – SWOT анализ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Компания с дългогодишен опит във фармацията и по-специално в производство на готови твърди лекарствени форми и фитохимичното производство;</li> <li>• Модерна производствена база и лаборатория за качествен контрол;</li> <li>• Изградени трайни партньорски отношения със „Софарма“ АД, която, благодарение на дългогодишните си взаимоотношения с водещи дистрибуторски компании в сферата на фармацевтиката, както и на своята утвърдена търговска марка, осигурява стабилен пазар за готовата продукция на Дружеството;</li> <li>• Служители с богат и дългогодишен професионален опит и качества.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разширяване на продуктовата гама в наличните производства;</li> <li>• Предлагане на допълнителни услуги към наличния портфейл от продукти;</li> <li>• Развиване на нови стопански дейности в областта на фармацията;</li> <li>• Разширяване на клиентската база на вътрешния пазар и установените чуждестранни пазари;</li> <li>• Експанзия към нови чуждестранни пазари.</li> </ul>
ОБЩИ СЛАБИ	ЗАПЛАХИ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Липса на индустриална собственост;</li> <li>• Силна стопанска и икономическа зависимост от „Софарма“ АД;</li> <li>• Сравнително малка производствена база;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Предсрочно прекратяване на договора за изработка на лекарствата със „Софарма“ АД;</li> <li>• Неподновяване на договора за изработка на лекарствата със „Софарма“ АД след 2015 г., без наличието на адекватен клиент-заместител;</li> </ul>

- Дружеството все още притежава активи и пасиви в шатски долари, излагайки се на валутен риск, който може да доведе до загуби при негативно развитие на валутния курс;
- Дейност в сектор със силна конкуренция в България;
- Влошаване на финансовото и икономическо състояние на „Софарма“ АД;
- Поява на силно конкурентни продукти на вътрешните и външните пазари, които да застрашат бизнеса на Групата Софарма;
- Неблагоприятна промяна в законодателството в областта на фармацията;
- Влошаване на макроекономическата обстановка в България, в следствие на неблагоприятно развитие на дълговата криза в Европа.

#### ФИНАНСОВИ И ОПЕРАТИВНИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните две финансови години, както и актуална информация на базата на последния финансов отчет към 31.03.2014 г., изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти (на консолидирана база):

#### ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Предвид основния предмет на дейност на „Българска Роза - Севтополис“ АД, дълготрайните активи представляват предимно имоти, машини, съоръжения и оборудване. Относителното им намаление е в унисон с липсата на необходимост от значителни инвестиции, като към първото тримесечие на 2014 г. достигат 18 568 хил.лв.

Нарастването на текущите активи през 2013 г. и в началото на 2014 г. е в резултат от нарастване вземанията от свързани лица, като същите са нараснали с над 65% от началото на 2012 г.

Таблица 5: Активи на „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Актив	2011*	2012	2013	31.3.2014
<b>Нетекущи активи, в т.ч.</b>		<b>19,341</b>	<b>18,625</b>	<b>18,568</b>
Имоти, машини и оборудване		19,341	18,625	18,568
Нематериални активи		0	0	0
<b>Текущи активи, в т.ч.</b>		<b>7,708</b>	<b>8,990</b>	<b>9,368</b>
Материални запаси		2,079	2,582	1,908
Вземания от свързани предприятия		3,383	4,305	5,593
Търговски и други вземания		911	1,023	847
Парични средства и парични еквиваленти		1,335	1,080	1,020
<b>Сума на актива</b>		<b>27,049</b>	<b>27,615</b>	<b>27,936</b>

\* - Дружеството не е имало основанийта за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

От представената таблица за пасивите на „Българска Роза - Севтополис“ АД е видно намаляването на дългосрочните банкови заеми и нарастването на неразпределената печалба.

За разлика от краткосрочните активи в структурата на активите на Дружеството, които заемат обикновено около 30%, то краткосрочните задължения заемат незначителен дял от общите пасиви в размер на до 9%. Дългосрочните задължения от своя страна заемат дори по-малък процент през целия разглеждан период.

Таблица 6: Пасиви на „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Пасив	2011*	2012	2013	31.3.2014
<b>Капитал, отнасящ се към притежателите на собствения капитал на дружеството-майка</b>		22,988	24,099	24,679
Основен акционерен капитал		12,066	12,066	12,066
Резерви		3,462	3,682	3,682
Неразпределена печалба		7,460	8,351	8,931
Неконтролиращо участие		4	3	3
Общо собствения капитал		22,992	24,102	24,682
<b>Дългосрочни задължения</b>		1,598	1,035	995
Дългосрочни банкови заеми		519	40	0
Правителствени финансираня		850	730	730
Задължения към персонала при пенсиониране		128	144	144
Пасиви по отсрочени данъци		101	121	121
Краткосрочни задължения		2,459	2,478	2,259
Краткосрочна част на дългосрочни банкови заеми		479	479	399
Търговски и други задължения		1,372	1,383	1,184
Правителствени финансираня		120	120	120
Задължения към персонала и за соц. осигуряване		315	314	301
Задължения за данъци		173	182	255
<b>Сума на пасива</b>		27,049	27,615	27,936

\* - Дружеството не е имало оснований за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

#### РАЗМЕР НА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ

Нетните приходи от продажби на „Българска Роза - Севтополис“ АД за 2013 г. достигат близо 19 милиона лева, намаление от над 12% спрямо предходната 2012 г.

Таблица 7: Приходи на „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Консолидирани приходи	2011*	2012	2013	31.3.2014
<b>Приходи от продажби</b>				
Таблетни форми		18,438	14,917	4,127
Субстанции		3,063	3,970	1,937
Вторичен продукт от производството на фитосубстанции		13	2	0
Натурално - ароматични продукти и козметика		2	0	0
<b>Общо приходи от продажби</b>		21,516	18,889	6,064

\* - Дружеството не е имало оснований за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Оперативните разходи за разглеждания период намаляват в резултат на спада на продажбите, което най-вече се наблюдава в промените в запасите от готова продукция (положителна величина) и в другите разходи за дейността.

Абсолютната стойност на разходите за лихви за 2013 г. се намалява спрямо предходната година, в резултат на пониското ниво на поетия краткосрочен дълг.

Таблица 8: Разходи на „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Консолидирани разходи	2011*	2012	2013	31.3.2014
Промени в запасите на готова продукция и незавършено производство		(103)	658	(629)
Разходи за суровини и материали		(13,752)	(13,684)	(3,594)
Разходи за външни услуги		(780)	(634)	(291)
Разходи за персонала		(2,958)	(2,932)	(731)
Разходи за амортизации		(1,087)	(1,109)	(275)
Други разходи за дейността		(653)	(230)	(15)
Финансови разходи		(72)	(43)	(6)
<b>Общо разходи</b>		<b>(19,405)</b>	<b>(17,974)</b>	<b>(5,541)</b>
Разход за данък върху печалбата		(248)	(127)	0
<b>Нетна печалба за годината</b>		<b>2,187</b>	<b>1,111</b>	<b>580</b>

\* - Дружеството не е имало основащето за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

#### ВЗЕМАНИЯ

Таблица 9: Вземания на „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Търговски и други вземания	2011*	2012	2013	31.3.2014
Краткосрочни вземания				
Предоставена гаранция по съдебно дело		577	577	577
Данъци за възстановяване		282	281	165
Търговски вземания		4	4	4
Обезценка на несъбирасми търговски вземания		(2)	(2)	(2)
Търговски вземания, нетно		2	2	2
Предплатени разходи за бъдещи периоди		40	104	43
Предоставени заеми на трети лица			50	50
Други		9	9	10
<b>Общо вземания</b>		<b>911</b>	<b>1,023</b>	<b>847</b>

\* - Дружеството не е имало основащето за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

#### ЗАДЪЛЖЕНИЯ

От дългосрочните задължения на „Българска Роза - Севтополис“ АД, с най-голям дял са правителствените финансираня и задълженията към персонала при пенсиониране.

Таблица 10: Задължения на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Лихвени заеми и кредити	2011*	2012	2013	31.3.2014
Дългосрочни задължения		519	40	0
Задължения по банкови заеми		519	40	0
Краткосрочни задължения		479	479	399
Задължения по банкови заеми		479	479	399
<b>Общо лихвени заеми и кредити</b>		<b>998</b>	<b>519</b>	<b>399</b>

Търговски и други задължения	2011	2012	2013	31.3.2014
Задължения към доставчици		1,312	1,323	1,123
Други текущи задължения		60	60	61
Задължения към персонала		245	243	230
Задължения по социалното осигуряване		70	71	71
Задължения за данъци		173	182	255
<b>Общо търговски и други задължения</b>		<b>1,860</b>	<b>1,879</b>	<b>1,740</b>

\* - Дружеството не е имало основанийта за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

### ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица 11: Финансова информация за „Българска Роза - Севтополис“ АД на консолидирана база

Показател на консолидираната база	2011	2012	2013	31.3.2014
1 Приходи от продажби	-	21,516	18,889	6,064
2 Себестойност на продажбите	-	(16,334)	(15,432)	(4,790)
3 Брутна печалба/загуба	-	5,182	3,457	1,274
4 Други оперативни разходи	-	(2,675)	(2,177)	(689)
5 Печалба/загуба от оперативната дейност	-	2,507	1,280	585
6 Финансови приходи	-	0	1	1
7 Финансови разходи	-	(72)	(43)	(6)
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци	-	2,435	1,238	580
9 Разходи за данъци	-	(248)	(127)	0
10 <b>Нетна печалба/загуба</b>	-	<b>2,187</b>	<b>1,111</b>	<b>580</b>
11 Дивидент	-	-	-	-
12 Парични средства и парични еквиваленти	-	1,335	1,080	1,020
13 Материални запаси	-	2,079	2,582	1,908
14 Краткотрайни активи	-	7,708	8,990	9,368
15 Обща сума на активите	-	27,049	27,615	27,936
16 Краткосрочни задължения	-	2,459	2,478	2,259
17 Дълг	-	998	519	399
18 Пасивни (привлечени средства)	-	4,057	3,513	3,254
19 Собствен капитал	-	22,988	24,099	24,679
20 Оборотен капитал	-	5,249	6,512	7,109
21 Среднопретеглен брой акции (хиля)	12,065	12,065	12,065	12,065
<b>Коефициенти за рентабилност</b>				
22 Норма на брутна печалба (3/1)	-	0.24	0.18	0.21
23 Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	-	0.12	0.07	0.10
24 Норма на нетната печалба (10/1)	-	0.10	0.06	0.10
25 Възвращаемост на активите (10/15)	-	0.08	0.04	0.02
26 Възвращаемост на собствения капитал (10/19)	-	0.10	0.05	0.02
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>				
27 Обращаемост на активите (1/15)	-	0.80	0.68	0.22
28 Обращаемост на оборотния капитал (1/20)	-	4.10	2.90	0.85
29 Текуща ликвидност (14/16)	-	3.13	3.63	4.15
30 Бърза ликвидност ((14-13)/16)	-	2.29	2.59	3.30
31 Абсолютна (незабавна) ликвидност (12/16)	-	0.54	0.44	0.45
<b>Коефициенти за една акция</b>				
32 Коефициент на Продажби за една акция (1/21)	-	1.78	1.57	0.50
33 Коефициент на Печалба за една акция (10/21)	-	0.18	0.09	0.05
34 Коефициент на Балансова стойност за една акция (19/21)	-	1.91	2.00	2.05
<b>Коефициенти за дивидент</b>				
35 Коефициент на изплащане на дивидент (11/10)	-	-	-	-
36 Коефициент на задържане на печалбата	-	-	-	-



37	Дивидент на една акция (11/21)	-	-	-	-
<b>Коефициенти за развитие</b>					
38	Темп на прираст на продажбите	-	-	-12.21%	35.24%
39	Темп на прираст на brutната печалба	-	-	-33.29%	77.44%
40	Темп на прираст на активите	-	-	2.09%	1.16%
<b>Коефициенти за ликвидност</b>					
41	Коефициент Дълг / Общо активи (17/15)	-	0.04	0.02	0.01
42	Коефициент Дълг / Капитал (17/(17+19))	-	0.04	0.02	0.02
43	Коефициент Дълг / Собствен капитал (17/19)	-	0.04	0.02	0.02
44	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (15/19)	-	1.18	1.15	1.13
<b>Пазарни коефициенти</b>					
45	Коефициент Цена/Продажби (X/32)	-	0.79	1.07	3.42
46	Коефициент Цена/Печалба (X/33)	-	7.72	18.14	35.78
47	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/34)	-	0.73	0.84	0.84
48	Пазарна цена на акциите	1.340	1.400	1.670	1.720

\* - Дружеството не е имало основанията за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: БФБ-София и одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

На база последните отчети на „Софарма“ АД и „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014 г. е представена прогнозна финансова информация за „Софарма“ АД в ролята си на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели:

Таблица 13: Финансова информация за „Софарма“ АД на индивидуална база

Индивидуални показатели в хил. лв.	31.3.2014	31.3.2014
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	51,124	51,124
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	1,207	1,263
3 Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	4,768	4,139
4 Разходи за суровини и материали	(16,154)	(19,748)
5 Разходи за външни услуги	(18,311)	(12,537)
6 Разходи за персонала	(8,435)	(9,161)
7 Разходи за амортизации	(4,834)	(5,109)
8 Други разходи за дейността	(566)	(581)
9 Печалба/загуба от оперативната дейност	8,799	9,390
10 Финансови приходи	3,484	3,485
11 Финансови разходи	(1,058)	(1,064)
12 Печалба/загуба преди разходи за данъци	11,225	11,811
13 Разходи за данъци	(1,121)	(1,121)
14 Нетна печалба/загуба	10,104	10,690
15 Дивидент	0	0
16 Парични средства и парични еквиваленти	4,275	5,245
17 Материални запаси	54,361	56,269
18 Краткотрайни активи	196,328	200,121
19 Обща сума на активите	557,674	571,393
20 Краткосрочни задължения	119,752	122,009
21 Дълг	147,311	147,710
22 Пасиви (привлечени средства)	175,883	173,615
23 Собствен капитал	381,791	397,778
24 Оборотен капитал	76,576	78,112
25 Среднопретеглен брой акции (хил)	132,000	134,586
<b>Коефициенти за рентабилност</b>		
26 Норма на печалбата от оперативна дейност (9/1)	0.17	0.18
27 Норма на нетната печалба (14/1)	0.20	0.21
28 Възвращаемост на активите (14/19)	0.02	0.02
29 Възвращаемост на собствения капитал (14/23)	0.03	0.03

<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>			
30	Обращаемост на активите (1/19)	0.09	0.09
31	Обращаемост на оборотния капитал (1/24)	0.67	0.65
32	Текуща ликвидност (18/20)	1.64	1.64
33	Бърза ликвидност ((18-17)/20)	1.19	1.18
34	Абсолютна (незабавна) ликвидност (16/20)	0.04	0.04
<b>Коефициенти за една акция</b>			
35	Коефициент на Продажби за една акция (1/25)	0.39	0.38
36	Коефициент на Печалба за една акция (14/25)	0.08	0.08
37	Коефициент на Балансова стойност за една акция (23/25)	2.89	2.96
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
38	Коефициент на изплащане на дивидент (15/14)	0.000	0.000
39	Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
40	Дивидент на една акция (15/25)	0	0
<b>Коефициенти за развитие</b>			
41	Темп на прираст на продажбите	6.13%	6.13%
42	Темп на прираст на brutната печалба	N/A	N/A
43	Темп на прираст на активите	1.55%	2.46%
<b>Коефициенти за ликвидност</b>			
44	Коефициент Дълг / Общо активи (21/19)	0.26	0.26
45	Коефициент Дълг / Капитал (21/(21+23))	0.28	0.27
46	Коефициент Дълг / Собствен капитал (21/23)	0.39	0.37
47	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (19/23)	1.46	1.44
<b>Пазарни коефициенти</b>			
48	Коефициент Цена/Продажби (X/35)	N/A	N/A
49	Коефициент Цена/Печалба (X/36)	N/A	N/A
50	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/37)	N/A	N/A
51	Пазарна цена на акциите	4.550	4.550

Таблица 14: Финансова информация за „Софарма“ АД на консолидирана база

Консолидирани показатели в хил. лв.	31.3.2014	31.3.2014
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	214,292	214,292
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	3,133	3,133
3 Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	(311)	(311)
4 Разходи за материали	(23,733)	(23,733)
5 Разходи за външни услуги	(18,181)	(18,181)
6 Разходи за персонала	(19,326)	(19,326)
7 Разходи за амортизации	(7,612)	(7,612)
8 Балансова стойност на продадени стоки	(126,283)	(126,283)
9 Други разходи за дейността	(957)	(957)
10 Печалба/загуба от оперативната дейност	21,022	21,022
11 Финансови приходи	1,123	1,123
12 Финансови разходи	(7,060)	(7,060)
13 Печалба/загуба преди разходи за данъци	15,052	15,052
14 Разходи за данъци	(2,121)	(2,121)
15 Нетна печалба/загуба	12,931	12,931
16 Дивидент	0	0
17 Парични средства и парични еквиваленти	26,606	26,606
18 Материални запаси	140,484	140,484
19 Краткотрайни активи	415,085	415,085
20 Обща сума на активите	799,158	799,158
21 Краткосрочни задължения	297,596	297,596
22 Дълг	272,539	272,539
23 Пасиви (привлечени средства)	369,103	369,103
24 Собствен капитал	430,055	430,055
25 Оборотен капитал	117,489	117,489
26 Среднопрегледен брой акции (хил.)	132,000	134,586

<b>Коефициенти за рентабилност</b>			
27	Норма на печалбата от оперативна дейност (10/1)	0.10	0.10
28	Норма на нетната печалба (15/1)	0.06	0.06
29	Възвращаемост на активите (15/20)	0.02	0.02
30	Възвращаемост на собствения капитал (15/24)	0.03	0.03
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>			
31	Обращаемост на активите (1/20)	0.27	0.27
32	Обращаемост на оборотния капитал (1/25)	1.82	1.82
33	Текуща ликвидност (19/21)	1.39	1.39
34	Бърза ликвидност ((19-18)/21)	0.92	0.92
35	Абсолютна (незабавна) ликвидност (17/21)	0.09	0.09
<b>Коефициенти за една акция</b>			
36	Коефициент на Продажби за една акция (1/26)	1.62	1.59
37	Коефициент на Печалба за една акция (15/26)	0.10	0.10
38	Коефициент на Балансова стойност за една акция (24/26)	3.26	3.20
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
39	Коефициент на изплащане на дивидент (16/15)	0.000	0.000
40	Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
41	Дивидент на една акция (16/26)	0	0
<b>Коефициенти за развитие</b>			
42	Темп на прираст на продажбите	14.22%	14.22%
43	Темп на прираст на brutната печалба	NA	NA
44	Темп на прираст на активите	2.09%	2.09%
<b>Коефициенти за ливъридж</b>			
45	Коефициент Дълг / Общо активи (22/20)	0.34	0.34
46	Коефициент Дълг / Капитал (22/(22+24))	0.39	0.39
47	Коефициент Дълг / Собствен капитал (22/24)	0.63	0.63
48	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (20/24)	1.86	1.86
<b>Пазарни коефициенти</b>			
49	Коефициент Цена/Продажби (X/36)	NA	NA
50	Коефициент Цена/Печалба (X/37)	NA	NA
51	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/38)	NA	NA
52	Пазарна цена на акциите	4.55	4.55

Предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на Дружеството и резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.

#### ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН

„Българска Роза - Севтополис“ АД е дружество с предмет на дейност производство и продажби на лекарствени форми и субстанции, парфюмерия и козметика, натурално-ароматични продукти.

„Българска Роза - Севтополис“ АД е единственото лицензирано фармацевтично предприятие в България, което произвежда лекарствени субстанции на основата на растителни суровини.

Компанията е универсален правопреемник на държавното предприятие „Българска роза“ гр. София – Районно управление Българска роза гр. Казанлък, създадено на 06 април 1948 г. с цел стабилизиране и развитие на производството, търговията и износа на розови продукти. През 1973 г. на територията на сегашната фирма са построени и пуснати в действие два основни цеха: дестилационен и екстракционен, както административна сграда и лаборатория за анализи.

През същия период 1973 г. - 1977 г. започва производството на етерични масла от маслодайна роза, лавандула и други растения.

През 1981 г. - 1991 г. се внедряват в производство и фитоекстракт Силимарин и конкретните от роза, лавандула, гютоун и други. В същия период започва развитието и на ново производствено направление – козметиката.

Цех за екстракция на активни фармацевтични вещества (субстанции) от растителен произход е построен и пуснат в

редовна експлоатация на 27.10.1981 г. на 1,150 кв.м. разгъната застроена площ. В него работят 61 работници и специалисти. Производството на активни вещества в цеха се извършва чрез екстракция (извличане) на активните съставки от предварително смелени растителни суровини и последващото им концентриране и пречистване.

През 1988 г. е построен и пуснат в експлоатация нов цех за производство на медикаменти, като по този начин произвежданите фитоекстракти /Силимарин/ се влагат в производството на лекарствени средства.

С решение № 3912/1991 г. на Старозагорски окръжен съд е регистрирано еднолично дружество с ограничена отговорност „Българска Роза - Севтополис“ гр. Казанлък. С решение № 3808/23.11.1995 г. на Старозагорски окръжен съд е вписано преобразуване на „Българска Роза - Севтополис“ ЕООД в ЕАД. От м. май 1998 г. Българска Роза - Севтополис е акционерно дружество. С решение № 3010 от 31.X.2005 г. по ф.д. № 2803/95 Старозагорски окръжен съд вписа промяна в наименованието от „Българска Роза - Севтополис“ - ЕАД, на „Българска Роза - Севтополис“ АД, Казанлък. С решение № 981 от 07.03.2003 г. на Старозагорски окръжен съд се вписва в търговския регистър „Българска Роза - Севтополис“ АД като публично дружество. Дружеството е вписано в Търговския регистър на Окръжен съд гр. Стара Загора, рег.1 на АД, том 1, стр.54, парт.27, по ф.д. № 2803/95 г. вписано е в НДР под данъчен номер 1240800132 и с код по БУЛСТАТ 123007916. Дейността на Дружеството не е ограничена със срок или друго прекратително условие.

„Българска Роза - Севтополис“ АД има издадено от ИАЛ разрешение за производството на твърди лекарствени форми – таблетки и капсули и изработва по възлагателен договор продуктите на „Софарма“ АД – Карсил драже, Темпалгин филмтаблетки, Аналгин таблетки и Цинаризин таблетки. Твърди лекарствени форми се произвеждат при спазване на принципите и изискванията за добра производствена практика на лекарствени продукти в съответствие с Наредба №15 от 17.05.2009 г. Производството им се извършва целогодишно, като се редува вида на произвеждания лекарствен продукт в зависимост от пазарната необходимост. Смяната на един вид лекарствен продукт с друг става след основно почистване (след валидиране на процеса на почистването) и при наличие на одобрени процедури за контрол на почистването на помещенията и оборудването с валидирани методи.

## ОТНОСИМИ ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА

### ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА

Фармацевтичната индустрия в страната е разделена на 3 сектора: производители на лекарства, дистрибутори и търговци на дребно (аптеките). За да упражняват дейност, всички търговци и производители на лекарствени продукти, трябва да получат разрешение от Изпълнителната агенция по лекарствата (ИАЛ), част от Министерството на здравеопазването. С най-голямо влияние на фармацевтичния пазар са производителите и дистрибуторите.

По данни на IMS Health ([www.imshealth.com](http://www.imshealth.com)) през първото тримесечие на 2014 г. ръстът в стойност на фармацевтичния пазар е 6.9% в сравнение със същия период на 2013 г. През януари и февруари продажбите на лекарства в аптеките бележат увеличение, но през март се отчита спад. Причината за този ръст е грипната епидемия, поради която са нараснали покупките на антивирусни медикаменти, антибиотици, витамини и медикаменти за лечение на усложненията. Общо за първото тримесечие на 2014 г. увеличението на продажбите е 5% в сравнение с миналата година. В същото време покупките на лекарства от болниците са нараснали с 18%. Основната причина за този ръст са онкологичните лекарства. Всяка година в България се откриват средно 34 хил. новозабоделени и се лекуват около 250 хил. пациенти. Медикаментите срещу рак се заплащат от здравната каса от три години и са причина за непрекъснатия ръст на болничните медикаменти. Въпреки това покупките на лекарства от болниците запазват сравнително ниските си нива, а именно 370 млн. лв., като половината от тях са в посока закупуване на онкопрепарати. В същото време продажбите през аптеките са за около 2.2 млрд. лв. През 2013 г. пазарът на лекарства също е отбелязал ръст от 6.3% до 2.343 млрд. лв. спрямо отчетените 2.206 млрд. лв. през 2012 г. Така може да се счита, че пазарът на лекарствени средства преодолява отчетеното забавяне по време на световната финансова и икономическа криза, довело до най-ниския ръст при нейното времетраене от 5.2%, който беше отбелязан през 2012 г.

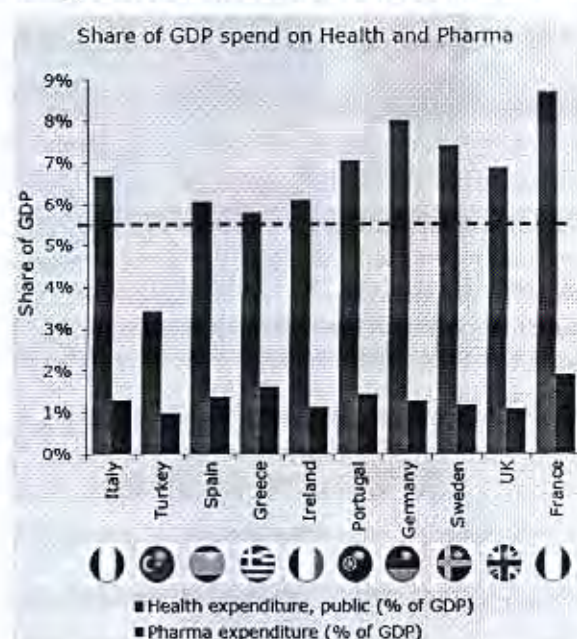
Конкуренцията във фармацевтичния пазар е много голяма и пазарът е силно фрагментиран. Пръв по пазарен дял в стойност през 2013 г. е швейцарският концерн Novartis, чиито резултати се обединяват и с тези на генеричната му дивизия Sandoz. На второ място по пазарен дял е американският концерн Actavis. На трето място е швейцарският концерн Roche. Голямата част от чуждите за България производители, които реализират продукция на местния пазар, имат по-скоро нисък пазарен дял по отношение на количество реализирани лекарства, а същевременно заемат осезаем пазарен дял в стойностно изражение, тъй като пласират оригинална продукция, която попада във високия ценови сегмент. В количествено изражение сред лидерите на българския пазар са Актавис и „Софарма“ АД, като и двете фирми произвеждат предимно генерични лекарства, които попадат в ниския ценови сегмент.

## ЛОКАЛНИ И ГЛОБАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ

Въпреки реформите в здравната система след промените от 90-те години, България все още е значително изостанала спрямо много европейски страни по отношение на здравните практики и стандарти. Една от основните тенденции в развитието на разходите за здравеопазване в световен мащаб е тяхното постоянно и стабилно нарастване, дължащо се на бързото развитие на технологиите, нарастването на обема и цените на здравните услуги и застаряването на населението.

Здравеопазването по света има един от най-високите дялове, както в размера на публичните разходи, така и като част от БВП за страните от ЕС. Разходите в сектор „Здравеопазване“ през 2013 г. са предвидени да бъдат в размер на 3.353 млрд. лева, или 4.1% от БВП. За сравнение делът на публичните разходи за здравеопазване при страните в Централна и Западна Европа се движи в по-високи граници, а именно:

Фигура 1: Дял на разходите за здравеопазване като процент от brutния вътрешен продукт (БВП)



Видно от графиката, България би се подредила под минималната граница от 5.5%, която страните от централна и западна Европа прехвърлят. Това се дължи, както на по-ниската степен на развитие на здравноосигурителната ни система, така и на по-ниското благосъстояние на икономиката ни, което налага по-голямо съучастие на пациента в споделянето на разходите.

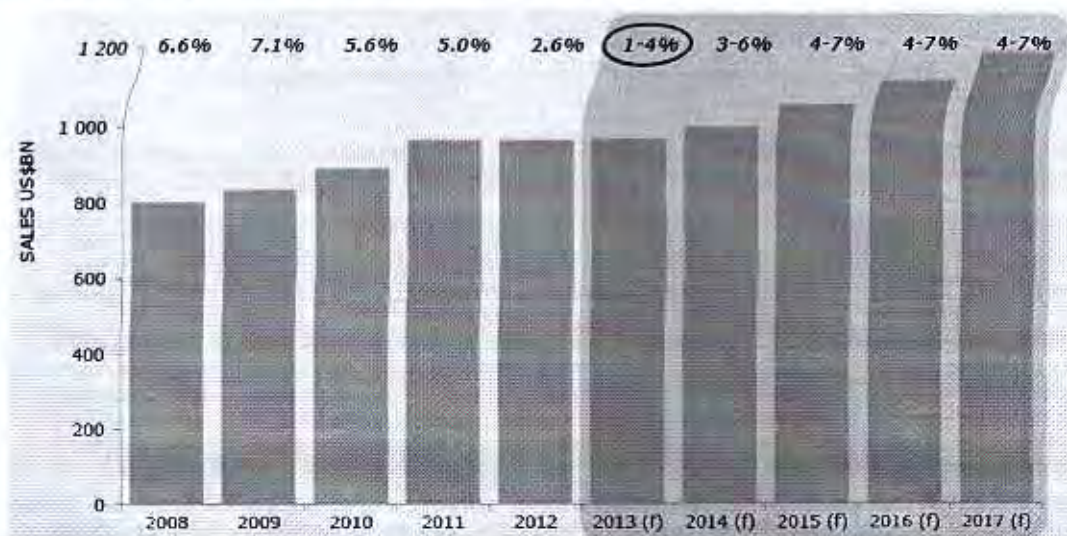
В международен план делът на САЩ от световното потребление ще спадне от 41% през 2006г. до 31% през 2016г. За същия период делът на Европа ще намалее до 13%. Същевременно няколко развиващи се пазари, сред които Индия, Китай, Русия, Мексико и Бразилия ще увеличат дела си от общото потребление до 30% през 2016г. от само 12% през 2005г.

Източник: IMS Health

Прогнозите на IMS Health за глобалното покачване на разходите за здравеопазване до 2017 г. сочат нива от 4%-7%. При

подобряване на икономическите условия в нашата държава се очаква както номинално повишаване на разходите за здравеопазване запазвайки своето отношение към БВП, така и допълнителното увеличение на това съотношение в унисон с европейските стандарти. Следващата графика показва очаквания ръст в продажбите на лекарства на глобално ниво.

Фигура 2: Глобални продажби (в милиарди долари) и ръст до 2017 г.



Източник: IMS Health

Фигура 3: Прогнозни продажби и дял на ниво източна Европа

Regional Performance			
	Sales bn 2017 (\$)	Share 2017	CAGR 2013-2017
Russia	27.3	43%	8-11%
Poland	8.2	13%	1-4%
Ukraine	5.1	8%	7-10%
Romania	4.4	7%	3-6%
Hungary	3.1	5%	1-4%
Czech Rep	2.9	5%	(-2) -1%
Slovak Rep	1.8	3%	2-5%
Bulgaria	1.3	2%	2-5%
Baltics	1.4	2%	3-6%
Serbia	1.0	2%	3-6%
Croatia	0.8	1%	(-2) -1%
Slovenia	0.6	1%	(-2) -1%
Rest CIS	4.5	7%	7-10%
Rest Balkans	0.6	1%	4-7%
Rest Adriatic's	0.5	1%	4-7%
<b>East Europe</b>	<b>63.5</b>	<b>100%</b>	<b>5-8%</b>

Най-сериозен ръст от източно европейските държави се очаква в Русия и Украйна, като първата традиционно заема значителен дял от общите продажби. България се нарежда на седмо място по дял с очакван размер на пазара от 1.3 милиарда долара.

**ГЕНЕРИЧНИ ЛЕКАРСТВА**

През следващите години консумацията на генерични лекарства ще увеличи дела си за сметка на патентованите марки. Тази тенденция следва от увеличаващото се потребление на генерични медикаменти от развиващите се пазари, както и изтичането на множество патенти през следващите няколко години, предимно в развитите страни.

Отново съгласно информацията изготвена от IMS Health, тенденциите при генеричните лекарства са към бавно намаляване на брендираните генериши поради натиск от купувачите за намаляване на цените, подобрени стандарти при производството и наличие на няколко доминантни играчи и бизнес модели в унисон със световната консолидация.

Източник: IMS Health

**ЗАКОНОДАТЕЛНА РАМКА**

Фармацевтичният пазар е един от най-силно регулираните сектори на всяка здравна система, като се имат предвид пазарните дефекти, от една страна, и съчетаването на интересите на пациентите, индустрията и финансиращите институции, от друга. Въпреки че регулацията на пазара на лекарствата се осъществява в зависимост от типа на здравната система в дадена страна, може да се обобщи, че във всички държави се прилага широк набор от мерки за съдържане на разходите за фармацевтични продукти както от страна на търсенето, така и от страна на предлагането. Използват се различни форми на пряко, в повечето случаи косвено икономическо регулиране на пазара на лекарства, както и някои административни мерки.

Фармацевтичният пазар в България след промените през 1989г. се развива динамично и се определя от няколко ясно изразени тенденции и фактора. В страната се развива система на задължително здравно осигуряване, когато през 1998г. се приема Закона за здравното осигуряване. Задължителното здравно осигуряване гарантира свободен достъп на осигурените лица до медицинска помощ чрез определен по вид, обхват и обем пакет от здравни дейности. Създава

се Националната здравноосигурителна каса (НЗОК), чиято основна задача е да осъществява и администрира задължителното здравно осигуряване в България, в частта му по управлението на събраните средства и заплащането на използваните здравни дейности и лекарства (в определен обхват и обем) в полза на здравноосигурените лица. Бюджетът на НЗОК е основен финансов план за набиране и разходване на паричните средства на задължителното здравно осигуряване и е отделен от държавния бюджет. Приходите на НЗОК се набират най-вече от осигурителни вноски. Започва да функционира и значителен реимбурсен пазар на лекарства, който се заплаща от НЗОК. Към момента НЗОК покрива напълно или частично близо 1700 продукта, което в стойностно изражение представлява около 500 млн.лв. или една четвърт от пазара. Голяма част от тези медикаменти са оригинални препарати (научна разработка с патент), за които могат да се договорят допълнителни по-ниски цени или количества заради гарантирания пазар. В края на 2012г. предстои оптимизиране на списъка с лекарства, които здравната каса заплаща, тъй като в момента има струпване на много медикаменти в една група със сходен терапевтичен ефект и следователно се получава неефективно използване на средствата.

### **ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ**

Съгласно Наредба №41 на КФН за изискванията към съдържанието 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 за действащо Дружество се базира на:

- Цената на затваряне за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня
- Среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:
  - Метод на пазарните множители на дружества-анализи;
  - Метод на дисконтираните парични потоци;
  - Метод на нетната стойност на активите.

Данните, използвани при определянето на справедливата стойност на акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД се базират на последния междинен неаудитиран консолидиран отчет на Дружеството към 31.03.2014 г. и прогнозните финансови резултати от дейността за периода 2014-2019 г. Справедливата цена на една акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД е получена, като съгласно чл.5, ал.3 от Наредба 41, посочените по-горе методи са претеглени с тегла, които да дадат най-реалистична оценка към датата на обосновката ѝ.

### **РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ**

#### **МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ**

##### **ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ**

Методът на пазарните множители на дружества-анализи е един от основните методи за оценка стойността на едно дружество и е широко използван както от инвеститори, така и от анализатори, за определяне на справедливата му стойност. Най-съществената стъпка при прилагането на този метод е изборът на дружества-анализи, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големината на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял. Друг важен фактор при избора на подходящо дружество-аналог е то да бъде търгувано на регулиран пазар и да осигурява прозрачност, и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

**„БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД (БОРСОВ КОД – 4ВJ)**



„Българска Роза - Севтополис“ АД е единственото лицензирано фармацевтично предприятие в България, което произвежда лекарствени субстанции на основата на растителни суровини. Дружеството има издадено разрешение от ИАЛ за производството на твърди лекарствени форми – таблетки и капсули и изработва по възлагателен договор продуктите на „Софарма“ АД – Карсил драже, Темпалгин филмтаблетки, Аналгин таблетки и Цинаризин таблетки.

За целта на оценката като дружества-аналози на „Българска Роза - Севтополис“ АД са използвани Alkaloid (Алкалоид), KRKA (КРКА), Grindex (Гриндекс) и Olainfarm (Олаинфарм). Избраните дружества са фармацевтични компании, базирани в страните от Източна Европа, които произвеждат както оригинални, така и генерични медикаменти. Всички селектирани дружества изнасят голяма част от продукцията си за чужди пазари. По-долу са представени основни характеристики и финансови показатели на оценяваната компания и избраните дружества-аналози.



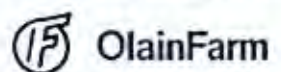
Алкалоид е македонска фармацевтична компания, която предлага лекарства за третиране на сърдечносъдови, дерматологични, гинекологични заболявания, както и заболявания на нервната система, гастроинтестиналния тракт, кръвта, инфекциозни заболявания и други. Дружеството също предлага различни соли, чайове, химикали, деминерализирана вода и др. Важни за бизнеса на Алкалоид са козметичната, ботаническа и химическа дивизии. Компанията има 13 дъщерни дружества, базирани в Сърбия, Черна гора, Косово,

Албания, България, Швейцария, Русия, Румъния, Украйна и др.



Компанията КРКА, основана през 1954г., разработва, произвежда и продава лекарствени продукти, както в Словения, така и в чужбина. Портфолиото на компанията включва лекарства за сърдечносъдови заболявания, заболявания, свързани с метаболизма, централната нервна система, инфекции, заболявания на кръвта и респираторната система, както и дерматологични продукти. КРКА предлага и продукти, за които не е необходима рецепта – за третиране на алергии, болка, настинка, главоболие, мускулни болки, за подсилване на паметта и имунната система, за нарушения в съня, депресия и други. Дружеството произвежда също хранителни добавки и витамини, както и ветеринарни продукти. КРКА инвестира в разработването на генерични лекарства, които продава под собствени марки.

**Grindex** Гриндекс е водещата фармацевтична компания в балтийските страни. Дружеството разработва, произвежда и продава както оригинални, така и генерични продукти и активни фармацевтични субстанции. Компанията е специализирана в производството на сърдечносъдови и противотуморни медикаменти, също така предлага и над 100 лекарства, които могат да се продават без рецепта. Гриндекс има 4 дъщерни дружества – в Латвия, Естония и Русия, както и представителни офиси в 11 държави. Над 90% от продукцията на компанията се изнася, като основни експортни пазари са балтийските страни, Русия, ОНД, Германия, Холандия, Япония, САЩ.



Олаинфарм е сред големите фармацевтични компании в балтийските страни, предлагайки 7 оригинални продукта, 26 генерични медикамента и над 25 фармацевтични съставки.

Продуктите на компанията са насочени към третиране на неврологични, сърдечносъдови заболявания, Алцхаймер, противогрипни медикаменти, както и антибактериални агенти. Едва 5-10% от продукцията на Олаинфарм се реализира на латвийския пазар, останалата част е предназначена за износ, като основни експортни пазари са Русия, Украйна, Казахстан, Беларус.



Таблица 15: Основни финансови показатели на „Българска Роза - Севтополис“ АД и избраните дружества-аналози на база последни публикувани отчети за тези дружества към 31.12.2013 г.

№	Показател - хил. лева	Sevto	Alkaloid	KRKA	Grindeks	Olainfarm
1	Приходи от продажби	18,889	224,678	2,348,613	231,690	147,033
2	Печалба преди данъци	1,238	36,046	393,789	31,862	32,649
3	Общо активи	27,615	301,083	3,442,034	295,340	139,312
4	Общо капитал и резерви	24,099	239,671	2,606,363	234,567	100,379
5	Краткотрайни активи	8,990	153,661	1,537,145	144,861	83,547
6	Краткосрочни пасиви	2,478	58,815	583,696	39,973	32,709
7	Брой акции в обращение (в хил.)	12,065	1,420	35,400	9,590	14,090
8	Пазарна капитализация (към 12.06.2014)	20,994	202,316	4766,944	132,410	200,473
9	Пазарна цена на една акция (към 12.06.2014 в лв.)	1,74	141.60	134.95	13.53	14.24
10	Нетна печалба	1,111	19,011	338,038	21,514	24,937
<b>Коефициенти</b>						
11	Марж на Печалба преди данъци (2/1)	0.07	0.16	0.17	0.14	0.22
12	Възвращаемост на Собствения капитал (2/4)	0.05	0.15	0.15	0.14	0.33
13	Възвращаемост на Общо активи (2/3)	0.04	0.12	0.11	0.11	0.23
14	Текуща ликвидност (5/6)	3.63	2.61	2.63	3.62	2.55
15	Обращаемост на Общо активи (1/3)	0.68	0.75	0.68	0.78	1.06
16	Приходи на една акция (1/7)	1.57	158.22	66.35	24.16	10.44
17	Печалба преди данъци на една акция (2/7)	0.10	25.38	11.12	3.32	2.32
18	Общо активи на една акция (3/7)	2.29	212.03	97.23	30.80	9.89

Източник: Bloomberg

За превалутирание на финансовите данни е използван фиксирания валутен курс EUR/BGN, а именно 1.95583.

Според разпоредбите на параграф 1, т.15 от допълнителните разпоредби на Наредба №41, пазарните коефициенти, използвани при метода на пазарните множители на дружества-аналози включват най-малко следните коефициенти: пазарна цена/нетна печалба (P/E), пазарна цена/счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B) и пазарна цена/продажби (P/S). Показателите на дружествата-аналози изложени в таблица №16 по-долу са с източник системата на Bloomberg и са взети на 12.06.2014 г. Показателят P/E е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на неговата нетна печалба към 31.12.2013 г. (8/10 от таблица №15). Показателят P/B е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на собствения му капитал към 31.12.2013 г. (8/4 от таблица №15). Показателят P/S е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на продажбите му към 31.12.2013 г. (8/1 от таблица №15). Поради закръглявания в изчисленията и в използваните валутни курсове, системата на Bloomberg дава известни отклонения в крайните стойности на показателите. За целта на оценката са използвани данните публикувани в системата на Bloomberg на 12.06.2014г. и не е използвано директно изчисление по данните от таблица №15 по-горе.

За намиране справедливата стойност на една акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД на база показателите P/E, P/B, P/S, са изчислени следните коефициенти:

- Нетна печалба на една акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД в размер на 0.129 лв. – изчислена като съотношение между печалбата за 1 година и броя акции в обращение. За база за изчисление на печалбата за 1 година може да се приложат няколко подхода: да се ползва печалбата на дружеството според последния годишен счетоводен отчет; да се изчисли печалбата за последните 12 месеца, като се отчете последно публикувания отчет на дружеството; да се ползват информационни източници и анализи относно прогнозната печалба на дружеството за следващите 12 месеца. С цел получаване на по-актуална и реалистична оценка на стойността на акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД, в която да са отразени данните от последно публикуваните отчети на дружеството, за изчисление на печалбата за 1 година са взети последните 12 месеца от дейността, като постигнатите консолидирани резултати след 31.03.2013г. са добавени към тези от последния междинен консолидиран отчет към 31.03.2014г.;

- Счетоводна стойност на една акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД в размер на 2.046 лв. – изчислена като съотношение между стойността на собствения капитал на дружеството според последния междинен консолидиран финансов отчет към 31.03.2014 г., и броя акции в обращение;
- Продажби на една акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД в размер на 1.697 лв. – изчислени като съотношение между продажбите за 1 година и броя акции в обращение. За изчисление на продажбите за 1 година, също може да се приложат няколко подхода: да се ползват годишните продажби на дружеството според последния годишен счетоводен отчет; да се изчислят продажбите за последните 12 месеца, като се отчете последно публикувания отчет на дружеството; да се ползват информационни източници и анализи относно прогнозните продажби на дружеството за следващите 12 месеца. За изчисление на годишните продажби, в настоящата оценка са взети последните 12 месеца от дейността, като постигнатите консолидирани резултати след 31.03.2013 г. са добавени към тези от последния консолидиран междинен отчет към 31.03.2014 г.

Таблица 16: Оценка на база пазарни множители на дружества-анализи

Компания	Страна	P/E	P/B	P/S
Alkaloid	Македония	10.54	0.84	0.90
KRKA	Словения	13.75	1.78	1.90
Grindeks	Латвия	5.06	0.61	0.60
Olainfarm	Латвия	7.90	1.74	1.30
Средно		9.31	1.24	1.18
"Българска Роза - Севтополис" АД		EPS	BVPS	SPS
Стойност за 1 акция		0.13	2.05	1.70
Цена за 1 акция		1.20	2.54	1.99
Цена за 1 акция (средно от приложените методи)		1.91		

Източник: Bloomberg

Оценката на една акция, на база пазарните множители на дружествата-анализи е в размер на 1.91 лв.

#### МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните парични потоци е оценъчен метод, който се основава на концепцията за стойността на парите във времето и е основен метод за определяне стойността на една компания чрез привеждане към настоящия момент на сумата от паричните потоци, които се очаква Дружеството да генерира в бъдеще. Дисконтовата норма от своя страна, отразява риска и изискваната норма на възвращаемост от инвестицията за прогнозния период.

Стойността на капитала на „Българска Роза - Севтополис“ АД чрез дисконтирането на прогнозните парични потоци е получена чрез прилагането на следната формула:

$$V_0 = \frac{FCFF_{2014}}{(1+WACC)^{n/365}} + \frac{FCFF_{2015}}{(1+WACC)^{1 n/365}} + \dots + \frac{FCFF_{2019}+P_{2019}}{(1+WACC)^{5 n/365}}$$

където:

- $V_0$  - е стойността на капитала
- $FCFF_{2014-2019}$  - са прогнозните парични потоци, генерирани от Дружеството за съответната година
- WACC - е среднопретеглената цена на капитала на Дружеството
- P - е терминалната стойност, изчислена по следния начин:

$$P_{2019} = \frac{FCFF_{2019}*(1+g)}{(WACC-g)}$$

- g - е постоянния темп на растеж на паричните потоци за периода след 2019 г.
- n – реален брой дни от съответния период. За реален брой дни във всяка година, са приети 365 дни

## ПРИХОДИ

Таблица 17: Приходи на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Приходи в хил. лв.	2011*	2012	2013	31.3.2014
Общо приходи от продажби		21,516	18,889	6,064
Други оперативни приходи		324	322	56
Финансови приходи		0	1	1
<b>Общо приходи</b>		<b>21,840</b>	<b>19,212</b>	<b>6,121</b>

\* - Дружеството не е имало основанийта за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Прогнозите за приходите на Дружеството за периода 2014-2019г. са представени в три сценария – реалистичен, оптимистичен и песимистичен. Различният темп на ръст за всеки от сценариите отразява очакванията за растеж на пазара като цяло, пазарния дял на Дружеството, както и възможностите за въвеждане в продажба на продукти с по-висока цена и марж на печалбата. Очакванията на Дружеството са базирани на следните допускания за развитие на дейността:

- Запазване на договорните отношения със „Софарма“ АД, която осигурява реализация на 100% от продукцията на Дружеството. Отчитане на очакванията на Дружеството за 2014 г. и вземане под внимание на подписания на 14.01.2014 г. договор със „Софарма“ АД за изработка на лекарствени продукти и активни вещества за реализиране на обща стойност на поръчките от възложителя „Софарма“ АД към изпълнителя „Българска Роза - Севтополис“ АД за до 30 млн. лв. годишно до 2019 г. Тъй като сделките между двете дружества подлежат на гласуване от ОСА в съответствие с разпоредбите на чл. 114, с гласувания праг от 30 млн. лв. годишно двете дружества се застраховат, че въпреки по-ниските очаквани обеми на търговия, при евентуално инцидентно или продължително тяхно увеличение няма да се наложи прекъсване на работата на „Българска Роза – Севтополис“ АД за периода за подготовка, насрочване и провеждане на ОСА. Евентуално спиране би довело до значителни загуби за дружеството и би затруднило нормалното му функциониране, изплащане на заплати, задължения и т.н. Поради тази причина не залагаме достигане на 30 млн. лв. продажби през целия прогнозен период. Песимистичният вариант предвижда увеличаване на продажбите без достигане на границата от 30 млн. лв. Оптимистичният вариант предвижда достигането ѝ в края на прогнозния период, а единствено оптимистичният сценарий предполага превишаване на тази стойност от 2016 г. до края на разглеждания период. ;
- Оптимистичният сценарий предполага подобряване на дейността на „Софарма“ АД, от където и продажбите на Дружеството, в Украйна и Русия. Песимистичният от своя страна предполага допълнително влошаване на тези източници на продажби;
- Дейността на Дружеството и по-точно производството му зависи от изготвяне на производствена програма, която включва производството на планирани за продажба продукти. Появата на спешни непредвидени поръчки от „Софарма“ АД вдига използвания капацитет и намалява себестойността на продукцията. Оптимистичният сценарий планира по-високо ниво на непредвидените поръчки, докато песимистичният съответно планира по-ниско такова;

Данните, използвани в настоящия документ са на база междинния консолидиран финансов резултат на Дружеството към 31.03.2014 г. Това позволява на мениджмънта да прогнозира до голяма степен крайния финансов резултат за 2014 г.

Таблица 18: Прогноза за приходите на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Песимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	24,034	25,235	26,119	26,772	27,307	27,580
Други приходи	314	330	342	350	357	361
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>24,348</b>	<b>25,565</b>	<b>26,460</b>	<b>27,122</b>	<b>27,664</b>	<b>27,941</b>
Годишен ръст	26.74%	5.00%	3.50%	2.50%	2.00%	1.00%

Реалистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	24,777	27,144	28,690	29,321	30,201	30,805
Други приходи	324	302	211	447	460	469
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>25,101</b>	<b>27,446</b>	<b>28,901</b>	<b>29,768</b>	<b>30,661</b>	<b>31,274</b>
Годишен ръст	30.66%	9.34%	5.30%	3.00%	3.00%	2.00%

Оптимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	25,520	28,455	30,589	32,119	33,725	34,736
Други приходи	334	372	400	420	441	454
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>25,854</b>	<b>28,827</b>	<b>30,989</b>	<b>32,539</b>	<b>34,166</b>	<b>35,191</b>
Годишен ръст	34.58%	11.50%	7.50%	5.00%	5.00%	3.00%

**РАЗХОДИ**

Таблица 19: Разходи на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Консолидирани разходи в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Промени в запасите на готова продукция и незавършено производство		(103)	658	(629)
Разходи за суровини и материали		(13,752)	(13,684)	(3,594)
Разходи за външни услуги		(780)	(634)	(291)
Разходи за персонала		(2,958)	(2,932)	(731)
Разходи за амортизации		(1,087)	(1,109)	(275)
Други разходи за дейността		(653)	(230)	(15)

\* - Дружеството не е имало основанийта за изготвяне на консолидирани отчети за 2011 г.

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Към края на 2013 г., разходите за дейността на „Българска Роза - Севтополис“ АД намаляват спрямо 2012 г., в резултат от влиянието на намалени продажби, от където и положителни промени в запасите на готова продукция и завършено производство. Допълнително намаляват разходите за суровини и материали, за външни услуги и другите разходи за дейността.

За периода 2014-2019г. разходите на Дружеството са прогнозирани на база исторически отчетените норми на печалба от дейността и по-конкретно маржа на оперативната печалба, т.е. маржа на печалбата преди лихви и данъци. Историческите данни за оперативната печалба са показани в следващата таблица:

Таблица 20: Норма на оперативна печалба на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Показател на консолидирана база	2011*	2012	2013	31.3.2014
1 Приходи от продажби	-	21,516	18,889	6,064
2 Себестойност на продажбите	-	(16,334)	(15,432)	(4,790)
3 Брутна печалба/загуба (1-2)	-	5,182	3,457	1,274
4 Други оперативни разходи	-	(2,675)	(2,177)	(689)
5 Печалба/загуба от оперативната дейност (3-4)	-	2,507	1,280	585
6 Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	-	11.7%	6.8%	9.6%

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

\* - Дружеството не е изготвяло консолидирани отчети за 2011г.

Видно от годишните резултати за норма на печалбата от оперативна дейност, същата варира от около 7% до близо 12%. Дружеството прогнозира запазване на историческите показатели и в тази връзка залага разходи в песимистичния вариант, водещи до норма до около 8% за 2014г. и 2015г. с плавно намаляване до края на прогнозния период. С оглед на реализираната норма за първото тримесечие на 2014г. от близо 10%, Дружеството прогнозира над 9% в реалистичния сценарий и плавно достигаща и превишаваща 11% норма в оптимистичния сценарий.

В допълнение, прогнозните разходи са калкулирани и на база следните допускания:

- Песимистичния сценарий допуска неблагоприятно развитие на международните пазари в Русия и Украйна. Оптимистичният сценарий прогнозира обратното;
- Песимистичния сценарий допуска по-високи разходи за почистване и пренастройване поради нередовни и непредвидени поръчки, докато оптимистичният сценарий прогнозира по-ниски такива поради по-малко непредвидени поръчки и съвпадение на спешните поръчки с наличните готови продукти;

Разходите са прогнозираны на база очакванията, че тези норми на печалба ще варират в близки граници в зависимост от прогнозните сценарии.

Таблица 21: Прогнозни разходи на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Песимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	(16,847)	(17,706)	(18,363)	(18,859)	(19,274)	(19,466)
Оперативни и др. разходи	(4,426)	(4,656)	(4,829)	(4,959)	(5,068)	(5,119)
Амортизация	(1,124)	(1,183)	(1,226)	(1,259)	(1,287)	(1,300)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>1,951</b>	<b>2,021</b>	<b>2,042</b>	<b>2,045</b>	<b>2,035</b>	<b>2,056</b>
Оперативен марж	8.01%	7.90%	7.72%	7.54%	7.36%	7.36%
Реалистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	(17,102)	(19,452)	(20,480)	(21,197)	(21,896)	(22,378)
Оперативни и др. разходи	(4,489)	(4,076)	(4,000)	(4,107)	(4,216)	(4,294)
Амортизация	(1,249)	(1,355)	(1,481)	(1,437)	(1,393)	(1,366)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2,261</b>	<b>2,563</b>	<b>2,940</b>	<b>3,027</b>	<b>3,155</b>	<b>3,237</b>
Оперативен марж	9.01%	9.34%	10.17%	10.17%	10.29%	10.35%
Оптимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	(17,166)	(19,123)	(20,462)	(21,087)	(22,120)	(22,783)
Оперативни и др. разходи	(4,514)	(5,029)	(5,381)	(5,645)	(5,926)	(6,103)
Амортизация	(1,319)	(1,473)	(1,584)	(1,661)	(1,744)	(1,796)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2,854</b>	<b>3,202</b>	<b>3,563</b>	<b>4,146</b>	<b>4,376</b>	<b>4,508</b>
Оперативен марж	11.04%	11.11%	11.50%	12.74%	12.81%	12.81%

**НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ**

Нетният оборотен капитал (НОК) е финансов показател, свързан с ликвидността на Дружеството. Заедно с дълготрайните активи, каквито са машините и оборудването, оборотния капитал се счита за част от оперативния капитал и се изчислява като от краткотрайните активи се приспаднат краткотрайните пасиви.

Изчислението на НОК на „Българска Роза - Севтополис“ АД е в съответствие с бъдещите разчети на приходите и разходите и отново е представен в три сценария – оптимистичен, реалистичен и песимистичен. За целите на настоящата оценка, НОК е изчислен като разлика между непаричните краткотрайни активи и нелихвените задължения. Основни показатели при изчислението на нетния оборотен капитал са: вземанията, задълженията и обръщаемостта на материалните запаси в дни. До колкото Дружеството има задължение за изготвяне на консолидирани отчети от 2012 г. наличната историческа информация не е достатъчна за изчислението на статистика за промяната на оборотния капитал за разглеждания период. Поради тази причина и поради това, че и към датата на тази оценка дъщерното дружество на „Българска Роза - Севтополис“ АД заема изключително нисък процент от консолидираните резултати, по-долу е представена статистика за промяната на НОК на индивидуална база.

Таблица 22: Промени в непаричния Нетен оборотен капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Показател	2011	2012	2013
Текущи активи (без парични средства)	4,139	6,368	7,905
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,417	1,979	1,998
Непаричен оборотен капитал	2,722	4,389	5,907
Промяна в непаричния оборотен капитал	1,216	1,667	1,518

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни индивидуални финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Съществената разлика между трите сценария е в различните допускания за обръщаемост на вземанията в дни. Обръщаемостта е прогнозирана на база историческите показатели на Дружеството, които са коригирани в зависимост от характера на прогнозирания сценарий. Историческите показатели за обръщаемост на вземанията са показани в следващата таблица:

Таблица 23: Обръщаемост на вземанията в дни за историческия период

Обръщаемост на вземанията (в дни)	2011*	2012	2013
1 Общо приходи от продажби		21,840	19,211
2 Сума на разходите (без разходи за персонал и амортизация)		15,185	14,548
3 Обща сума на вземанията		4,294	5,328
4 Материални запаси		2,079	2,582
5 Нелихвоносни задължения		1,980	1,999
6 Обръщаемост на вземанията в дни (365/(1/3))		72	101
7 Материални запаси (365/(1/4))		35	49
8 Задължения към доставчици (365/(2/5))		48	50

\* - Дружеството не е изготвяло консолидирани отчети за 2011 г..

Обръщаемостта на вземанията за съответната година е изчислена като приходите от продажби за съответната година се раздели сумата на вземанията. Полученият коефициент е коефициента на обръщаемост. 365 (броя на дни в една година) се разделя на коефициента на обръщаемост за да се получи обръщаемостта на вземанията в дни. Аналогични пресмятания се извършват за получаване на останалите данни за обръщаемост на материалните запаси. Обръщаемостта на задълженията към доставчици се изчислява чрез аналогични изчисления използвайки сумата на разходите (без амортизации и разходи за персонал доколкото същите не са задължения към доставчици) и сумата на нелихвоносните задължения.

Прогноза за показателите на обръщаемост на оборотния капитал в дни, за периода 2014-2019г., съобразена с историческите показатели и с характера на сценариите, е представена в следващата таблица:

Таблица 24: Прогнозна обръщаемост на вземанията в дни

Обръщаемост на вземанията (в дни)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Песимистичен сценарий</i>							
Обръщаемост на вземанията в дни	101	108	112	115	118	120	122
Материални запаси	49	58	55	56	58	58	58
Задължения към доставчици	50	48	47	46	45	45	45
<i>Реалистичен сценарий</i>							
Обръщаемост на вземанията в дни	101	102	102	103	103	105	105
Материални запаси	49	50	51	51	52	53	54
Задължения към доставчици	50	47	46	46	45	45	44
<i>Оптимистичен сценарий</i>							
Обръщаемост на вземанията в дни	101	102	103	103	104	105	105
Материални запаси	49	52	55	56	58	58	58
Задължения към доставчици	50	48	45	43	43	42	42

Прогнозираното изменение в непаричния оборотен капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД (в абсолютни и относителни стойности) при всеки от трите сценария е представено в следващите таблици:

Изменението на непаричния оборотен капитал е базирано на изчисление на всеки от показателите му. Изчислението на текущите активи (без парични средства) за съответната година е направено като сумата на продажбите за тази година и за съответния сценарий е умножена по коефициента на обръщаемост на вземанията за същия период и същия сценарий и произведението е разделено на 365 (броя на дни в една година). Към този резултат е прибавено и аналогични сметки за обръщаемостта на материалните запаси, като показателя за съответния период и сценарий е умножен с приходите от продажби и произведението е разделено на 365. Подобни изчисления са направени и за калкулиране на текущите пасиви (без лихвени задължения). Пример за всеки един от сценариите за 2014г. и 2015г. е даден в следващата таблица за онагледяване на изчисленията:

Таблица 25: Пример за начина на изчисление на промяната в непаричния оборотен капитал

Показател в хил. лв.	2014	2015
<i>Песимистичен сценарий</i>		
1 Приходи от продажби	24,348	25,565
2 Разходи (без амортизация и персонал)	17,353	18,076
3 Обръщаемост на вземанията в дни	108	112
4 Материални запаси	58	55
5 Задължения към доставчици	48	47
6 Текущи активи (без парични средства) $((1*3+1*4)/365)$	11,073	11,697
7 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((2*5)/365)$	2,282	2,328
8 Непаричен оборотен капитал (6-7)	8,791	9,369
9 Промяна в непаричния Оборотен капитал	2,884	578
<i>Реалистичен сценарий</i>		
10 Приходи от продажби	25,101	27,446
11 Разходи (без амортизация и персонал)	17,671	19,242
12 Обръщаемост на вземанията в дни	102	102
13 Материални запаси	50	51
14 Задължения към доставчици	47	46
15 Текущи активи (без парични средства) $((10*12+10*13)/365)$	10,453	11,505
16 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((11*14)/365)$	2,275	2,425
17 Непаричен оборотен капитал (15-16)	8,178	9,080

18	Промяна в непаричния Оборотен капитал <i>Оптимистичен сценарий</i>	2,271	902
19	Приходи от продажби	25,854	28,827
20	Разходи (без амортизации и персонал)	17,761	19,866
21	Обращаемост на вземанията в дни	102	103
22	Материални запаси	52	55
23	Задължения към доставчици	48	45
24	Текущи активи (без парични средства) $((19*21+19*22)/365)$	10,908	12,479
25	Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((20*23)/365)$	2,336	2,449
26	Непаричен оборотен капитал (24-25)	8,573	10,029
27	Промяна в непаричния Оборотен капитал	2,666	1,457

Източник: Таблици 19, 21 и 24

Таблица 26: Изменение на непаричния оборотен капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Показател в хил. лв.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Песимистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	7,910	11,073	11,697	12,396	13,078	13,491	13,779
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,999	2,282	2,328	2,354	2,363	2,411	2,429
Непаричен оборотен капитал	5,907	8,791	9,369	10,042	10,715	11,080	11,350
Промяна в непаричния Оборотен капитал	1,518	2,884	578	673	672	366	270
<i>Реалистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	7,910	10,453	11,505	12,194	12,641	13,272	13,623
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,999	2,275	2,425	2,516	2,547	2,629	2,626
Непаричен оборотен капитал	5,907	8,178	9,080	9,677	10,094	10,643	10,997
Промяна в непаричния Оборотен капитал	1,518	2,271	902	598	417	549	354
<i>Оптимистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	7,910	10,908	12,479	13,499	14,442	15,258	15,715
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,999	2,336	2,449	2,513	2,601	2,676	2,762
Непаричен оборотен капитал	5,907	8,573	10,029	10,987	11,840	12,581	12,953
Промяна в непаричния Оборотен капитал	1,518	2,666	1,457	957	854	741	372

#### НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Нормата на дисконтиране представлява процентът, с който се дисконтират бъдещите парични потоци към тяхната настояща стойност и е основна променлива на този процес. По своята същност, тя отразява възвращаемостта, която конкретния инвеститор изисква, за да предприеме дадена инвестиция при определено ниво на риск.

Друг подход при определяне на нормата на дисконтиране е нормата на възвращаемост когато капиталът, който конкретната инвестиция изисква, бъде вложен в друго начинание при сходно ниво на риск (т.е. алтернативната цена на капитала). Ако например необходимият капитал за даден проект, инвестиран другаде може да носи възвращаемост от 10%, може да бъде използван този процент като норма на дисконтиране при изчислението на Нетната настояща стойност, което ще позволи пряко сравнение между двата проекта.

Норма на дисконтиране, равняваща се на Среднопредетеглената цена на капитала (СПЦК), се използва, когато за изчисление на стойността на капитала се прилага модела на дисконтираните парични потоци на дружеството. При равни други условия, СПЦК на едно дружество се повишава, когато неговата бета и изискваната норма на възвращаемост на собствения капитал нарастват, като това повишение води до по-ниска оценка на дружеството и по-висока норма на риск.



Таблица 27: Капиталова структура на „Българска Роза - Севтополис“ АД в исторически план (хил.лв.)

Консолидирани показатели	2011	2012	2013
Собствен капитал		22,988	24,099
Дълг		998	519
Общо		23,986	24,618
% Собствен капитал		95.84%	97.89%
% Дълг		4.16%	2.11%

Индивидуални показатели	2011	2012	2013
Собствен капитал	20,800	22,997	24,130
Дълг	1,477	998	519
Общо	22,277	23,995	24,649
% Собствен капитал	93.37%	95.84%	97.89%
% Дълг	6.63%	4.16%	2.11%

Източник: Индивидуални и консолидирани финансови отчети на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Мениджмънтът на „Българска Роза - Севтополис“ АД не предвижда повишаване на текущите нива на дълг на дружеството, а по-скоро да се обслужват текущите задължения съгласно техните погасителни планове. Настоящите намерения за инвестиции как и необходимостта от оборотен капитал в 2014 и следващите години, позволяват финансиране със собствени средства. В тази връзка, разчетите за периода 2014-2019 са за изплащане на дълга и опериране чрез наличните свободни средства.

Методологията за определяне цената на капитала се базира на методите на проф. Дамодаран, автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването на компании. На своя уеб сайт: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, проф. Дамодаран публикува актуални данни за рисковата премия за т.нар. „развити“ и също така за „развиващи се“ пазари. Тези оценки са използвани от широк кръг от инвеститори и анализатори по света, сред които Световната банка и Международния валутен фонд.

Среднопретеглената цена на капитала е изчислена на база следната формула:

$$WACC = WE \cdot R + WD \cdot CD \cdot (1 - T)$$

Където:

WACC – среднопретеглена цена на капитала

WE – относително тегло на финансиране със собствен капитал

R – цена на собствения капитал

WD – относително тегло на финансиране с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

Среднопретеглената цена на капитала се определя като цената на финансиране със собствени средства и цената на финансиране с привлечен капитал се умножи по техните относителни тегла, които са изчислени за всяка отделна година при всеки от трите сценария.

От своя страна, цената на собствения капитал е изчислена на база следната формула:

$$R = R_f + \beta \cdot R_m + R_b$$

Където:

R<sub>f</sub> – безрисковата норма на възвращаемост

β – „бета“ на „Българска Роза - Севтополис“ АД

$R_m$  – рискова премия за „развит“ пазар на акции

$R_b$  – премия за странови риск

За целите на настоящите изчисления са използвани данни към 12 юни 2014 г. За безрисковата норма на възвращаемост ( $R_f$ ) е използвана доходността на 10-годишните германски ценни книжа (DE0001102358 с падеж – 15.05.2024г.) – 1.374405%.

„Българска Роза - Севтополис“ АД е регистрирано като публично дружество през януари 2002 г., т.е. в исторически план акциите на дружеството се търгуват повече от 11 години. Въпреки дългата историята на дружеството като публично, към датата на тази обосновка акциите на Дружеството не се търгуват активно съгласно изискванията на Наредба 41. Освен това, изчислената стойност за „бета“ чрез регресионен анализ на Bloomberg на ръста на цената на акциите спрямо ръста на SOFIX е -0.01 - стойност, която не би могла да послужи в изчислението по горната формула. В допълнение, показателят  $r$ -value използван за измерване на значимостта на изчислената „бета“, е 0.693 (изчислен от Bloomberg). Стойността на самия  $r$ -value показател следва да не бъде по-голяма от 0.05 за да може полученият резултат да се счита за релевантен и значим. Имайки предвид изчисленото от Bloomberg за стойност на  $r$ -value можем да заключим, че така изчислената „бета“ е статистически незначителна, т.е. не може да се твърди, че е различна от 0. Следователно, регресионният анализ не е подходящ метод за реално определяне на пазарна „бета“, която да дефинира пазарния риск на „Българска Роза - Севтополис“ АД вземайки предвид историческата търговия с акциите му. Вместо изчислението на Bloomberg или друго подобно изчисление, използваме средната „бета“ за отрасъла, в който „Българска Роза - Севтополис“ АД оперира, коригирана с нивото на финансов ливъридж на дружеството, чрез използване на съотношението дълг/собствен капитал. За целта, първо се изчислява т.нар. „бета без дълг“ (unlevered beta), която отчита пазарния риск на една компания с нулево ниво на дълг. За целта, средната за отрасъла бета се коригира със средните за отрасъла съотношение „дълг/собствен капитал“ и средна данъчна ставка, чрез следната формула:

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

където:

$\beta_u$  – бета без дълг

$\beta_a$  – средна бета за отрасъла

$t$  – средна данъчна ставка за индустрията

$a * D/E$  – средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал

Информация за „бета без дълг“ може да бъде получена от уеб сайта на проф. Дамодаран. Нейната стойност за фармацевтичния отрасъл е 0.97 към януари 2014 г. (За повече информация виж: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)).

Формулата за „бета с дълг“ отчита влиянието на дълга, който Дружеството е поело. По този начин, „бета без дълг“, която отчита единствено бизнес риска се актуализира със съотношението „дълг/собствен капитал“ на „Българска Роза - Севтополис“ АД, за да се получи бета на самата компания. Формулата за „бета с дълг“ е следната:

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

където:

$\beta_l$  – бета с дълг на „Българска Роза - Севтополис“ АД

$\beta_u$  – „бета без дълг“

$t$  – данъчна ставка за компанията

$t * D/E$  – съотношение „дълг/собствен капитал“ за компанията към 31.03.2014г.

За изчисляване „бета с дълг“ на „Българска Роза - Севтополис“ АД, са използвани следните данни:

- „бета без дълг“ – 0.97
- съотношение „дълг/собствен капитал“ – 1.62% (дефинирано като съотношение Общо дълг/Общо собствен капитал на база последен междинен финансов отчет на „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014г.)
- данъчна ставка в размер на 10%

На тази база, изчислената „бета с дълг“ на „Българска Роза - Севтополис“ АД възлиза на 0.98

За изчислението на общата рисковата премия за акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД, следва да започнем с рисковата премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея да прибавим рисковата премия за странови риск. Исторически, рисковата премия за развити пазари възлиза на 5%, съгласно публикуваните данни на уеб сайта на проф. Дамодаран. Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (каквото е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Според проф. Дамодаран, правителствените облигации с рейтинг Ваа2 се търгуват с премия от 285 б.т. над книжа с рейтинг ААА. За да се получи премиата за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се коригира с коефициента на волатилност на съответния пазар на акции. Съгласно проф. Дамодаран, този коефициент е със средни исторически стойности от 1.5. След корекцията, получаваме премия за странови риск в размер на 427.5 б.т. (4.275%).

За да финализираме изчислението на изискваната норма на възвращаемост от страна на акционерите, следва да обобщим наличната до момента информация:

Таблица 28: Данни за изискваната норма на възвращаемост на собствения капитал

Показател	Резултат
Текуща доходност на 10-год германски ДЦК	1.37%
Бета	0.98
Рискова премия за развит пазар на акции	5.000%
Премия за странови риск	4.275%
Изисквана норма на възвращаемост	10.570%

За целта на определянето на цената на финансиране с привлечен капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД се използва публикация на БНБ, според която средният лихвен процент по кредити в лева за сектора нефинансови предприятия към месец март 2014 г. е 7.85% (включени са всички заеми с различни матуритети с изключение на овърдрафт кредитите). Тази статистика отразява най-добре пазарната реалност в България и затова 7.85% може да се приеме като реалистична пазарна цена на финансиране с привлечен капитал.

Теглата на финансиране със собствен и привлечен капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД се определя на базата на последния публикуван консолидиран финансов отчет на Дружеството – към 31.03.2014 г.

Таблица 29: Съотношение собствен капитал към дълг

Показател в хил. лв.	31.3.2014	Дял от общия капитал
Собствен капитал	24,682	98.41%
Общо привлечен капитал	399	1.59%
Общо капитал	25,081	100.00%

Източник: Консолидиран междинен финансов отчети на „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД

Компанията има дългосрочни задължения по получени заеми към банки в размер на 0 лв. и текуща част от получени дългосрочни заеми към банки в размер на 399 хил. лв. Така общия размер на привлечения капитал на Дружеството е 399 хил. лв. Собствения капитал на Дружеството е в размер на 24 682 хил.лв. Претегляйки дела на всеки вид капитал

към общия капитал на Дружеството, съответно се получава, че относителното тегло на финансиране със собствен капитал е 98.41% и относителното тегло на финансиране с привлечен капитал – 1.59%.

По формулата за изчисление на среднопретеглената цена на капитала:

$$WACC = WE \cdot R + WD \cdot CD \cdot (1 - T)$$

замествайки пресметнатите по-горе стойности на отделните компоненти:

$$WACC = 98.41\% \times 10.570\% + 1.59\% \times 7.850\% \times (1 - 10\%) = 10.496\%$$

се стига до 10.496% като среднопретеглена цена на капитала на Българска Роза - Севтополис АД.

Растежът на Дружеството след терминалния период (през следпрогнозния период) е ключов показател, към който цената по на дисконтираните парични потоци е особено чувствителна. Той е определящ за следпрогнозния период, когато се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на търговската дейност и затова се прогнозира, че нетните парични потоци ще останат постоянни или ще нарастват с устойчив темп – g.

Като отправна точка за определяне на растежа на Дружеството в следпрогнозния период се взема дългосрочната прогноза за ръст на икономиката в страната, в която оперира компанията. Според икономическата теория никое дружество не може да расте до безкрайност с темп по-висок от този на икономиката на страната, в която се оперира. По тази причина посочената стойност на g трябва да е близка до стойностите, с които може да се очаква да расте българския БВП в дългосрочен план.

Предвид трите сценария сме заложили различни темпове на растеж, а именно:

**Реалистичен: 2%** – България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се присма, че икономиката на България, ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За нормални нива на растеж на икономиките от ЕС в дългосрочен план се приемат стойности около 2%, според различни изследвания и организации. Затова в периода след терминалната година се очаква приходите на „Българска Роза - Севтополис“ АД да растат със средно 2% на година.

**Оптимистичен: 3%** – За оптимистичния сценарий е предвиден ръст от 3%, или 1% повече от реалистичния сценарий. Този процент трябва да отрази не само по-доброто от очакваното развитие на българската икономика, но и по-специално развитието на фармацевтичната индустрия в дългосрочен план с по-високи високи темпове над средното ниво на икономиката.

**Песимистичен: 1%** – При песимистичния сценарий се прилага същата логика като при оптимистичния сценарий, само че се изхожда от позицията, че българската икономика ще се развие с по-бавен темп от предвиденото в реалистичния сценарий, както и че фармацевтичната индустрия ще изостане от темпото на останалите индустрии. Поради това в този сценарий се залага ръст от 1% или 1% по-малко от реалистичния сценарий.

## КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци на дружеството получаваме справедливата стойност на дейността на Дружеството към 12.06.2014 г. Периодът на дисконтиране също е определен в зависимост от тази дата и отчита дните между 12.06.2014 г. и 31.12.2019 г., като първият период е с крайна дата 31.12.2014 г. и броят на дните между датата на оценка и края на 2014 г. е разделен на 365. Справедливата стойност на компанията е получена чрез приспадането на нетните задължения (общо дълг минус парични средства и еквиваленти), отчетени на база последния междинен консолидиран отчет на „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014 г.

Следващите таблици представят детайлните прогнози и изчисления за всеки от трите сценария:

Таблица 30: Песимистичен сценарий

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	24,034	25,235	26,119	26,772	27,307	27,580
Други приходи	314	330	342	350	357	361
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>24,348</b>	<b>25,565</b>	<b>26,460</b>	<b>27,122</b>	<b>27,664</b>	<b>27,941</b>
<i>Годишен ръст</i>	26.74%	5.00%	3.50%	2.50%	2.00%	1.00%
Разходи за материали	(16,847)	(17,706)	(18,363)	(18,859)	(19,274)	(19,466)
Оперативни и др. разходи	(4,426)	(4,656)	(4,829)	(4,959)	(5,068)	(5,119)
Амортизация	(1,124)	(1,183)	(1,226)	(1,259)	(1,287)	(1,300)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>1,951</b>	<b>2,021</b>	<b>2,042</b>	<b>2,045</b>	<b>2,035</b>	<b>2,056</b>
<i>Оперативен марж</i>	8.01%	7.90%	7.72%	7.54%	7.36%	7.36%
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	1,756	1,819	1,838	1,840	1,832	1,850
Амортизация	1,124	1,183	1,226	1,259	1,287	1,300
Ивестиции	1,668	1,251	1,254	1,279	1,304	1,330
Промяна в оборотния капитал	2,884	578	673	672	366	270
<b>Нетен свободен паричен поток</b>	<b>-1672</b>	<b>1172</b>	<b>1138</b>	<b>1149</b>	<b>1449</b>	<b>1,550</b>
Норма на дисконтиране	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
Дисконтиращ фактор	0.95	0.86	0.77	0.70	0.63	0.57
<b>Настояща стойност на свободни парични потоци</b>	<b>-1582</b>	<b>1003</b>	<b>881</b>	<b>805</b>	<b>919</b>	<b>889</b>
Терминална стойност						
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	2,916					16,455
Настояща стойност на терминална стойност	9,442					
Справедлива стойност на Дружеството	12,357					
Нетен дълг към 31.03.2014	(621)					
Справедлива стойност на СК на Дружеството	12,978					
Брой акции	12,065,424					
<b>Стойност на една акция в лв.</b>	<b>1.076</b>					

Таблица 31: Реалистичен сценарий

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	24,777	27,144	28,690	29,321	30,201	30,805
Други приходи	324	302	211	447	460	469
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>25,101</b>	<b>27,446</b>	<b>28,901</b>	<b>29,768</b>	<b>30,661</b>	<b>31,274</b>
<i>Годишен ръст</i>	30.66%	9.34%	5.30%	3.00%	3.00%	2.00%
Разходи за материали	(17,102)	(19,452)	(20,480)	(21,197)	(21,896)	(22,378)
Оперативни и др. разходи	(4,489)	(4,076)	(4,000)	(4,107)	(4,216)	(4,294)
Амортизация	(1,249)	(1,355)	(1,481)	(1,437)	(1,393)	(1,366)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2,261</b>	<b>2,563</b>	<b>2,940</b>	<b>3,027</b>	<b>3,155</b>	<b>3,237</b>
<i>Оперативен марж</i>	9.01%	9.34%	10.17%	10.17%	10.29%	10.35%
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	2,035	2,307	2,646	2,724	2,840	2,913
Амортизация	1,249	1,355	1,481	1,437	1,393	1,366
Ивестиции	1,668	1,418	1,421	1,449	1,478	1,508
Промяна в оборотния капитал	2,271	902	598	417	549	354
<b>Нетен свободен паричен поток</b>	<b>(654)</b>	<b>1,342</b>	<b>2,109</b>	<b>2,295</b>	<b>2,206</b>	<b>2,417</b>
Норма на дисконтиране	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
Дисконтиращ фактор	0.95	0.86	0.77	0.70	0.63	0.57
<b>Настояща стойност на свободни парични потоци</b>	<b>(619)</b>	<b>1,149</b>	<b>1,633</b>	<b>1,608</b>	<b>1,399</b>	<b>1,387</b>
Терминална стойност						
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	6,557					28,959
Настояща стойност на терминална стойност	16,617					

Справедлива стойност на Дружеството	23,174
Нетен дълг към 31.03.2014	(621)
Справедлива стойност на СК на Дружеството	23,795
Брой акции	12,065,424
<b>Стойност на една акция в лв.</b>	<b>1.972</b>

Таблица 32: Оптимистичен сценарий

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Приходи от продажби	25,520	28,455	30,589	32,119	33,725	34,736
Други приходи	334	372	400	420	441	454
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>25,854</b>	<b>28,827</b>	<b>30,989</b>	<b>32,539</b>	<b>34,166</b>	<b>35,191</b>
Годишен ръст	34.58%	11.50%	7.50%	5.00%	5.00%	3.00%
Разходи за материали	(17,166)	(19,123)	(20,462)	(21,087)	(22,120)	(22,783)
Оперативни и др. разходи	(4,514)	(5,029)	(5,381)	(5,645)	(5,926)	(6,103)
Амортизация	(1,319)	(1,473)	(1,584)	(1,661)	(1,744)	(1,796)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2,854</b>	<b>3,202</b>	<b>3,563</b>	<b>4,146</b>	<b>4,376</b>	<b>4,508</b>
Оперативен марж	11.04%	11.11%	11.50%	12.74%	12.81%	12.81%
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	2,569	2,882	3,206	3,732	3,938	4,057
Амортизация	1,319	1,473	1,584	1,661	1,744	1,796
Инвестиции	1,668	1,671	1,675	1,708	1,742	1,777
Промяна в оборотния капитал	2,666	1,457	957	854	741	372
<b>Нетен свободен паричен поток</b>	<b>-446</b>	<b>1,227</b>	<b>2,158</b>	<b>2,831</b>	<b>3,199</b>	<b>3,704</b>
Норма на дисконтиране	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
Дисконтиращ фактор	0.95	0.86	0.77	0.70	0.63	0.57
<b>Настояща стойност на свободни парични потоци</b>	<b>-422</b>	<b>1050</b>	<b>1,671</b>	<b>1,984</b>	<b>2,029</b>	<b>2126</b>
Терминална стойност						50,777
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	8,438					
Настояща стойност на терминална стойност	29,136					
<b>Справедлива стойност на Дружеството</b>	<b>37,574</b>					
Нетен дълг към 31.03.2014	(621)					
Справедлива стойност на СК на Дружеството	38,195					
Брой акции	12,065,424					
<b>Стойност на една акция в лв.</b>	<b>3.166</b>					

Таблица 33: Справедлива цена на база метода на дисконтираните парични потоци

Сценарий	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Песимистичен сценарий	1.076	20%	0.215
Реалистичен сценарий	1.972	60%	1.183
Оптимистичен сценарий	3.166	20%	0.633
<b>Средна цена на база трите сценария</b>			<b>2.032</b>

#### МЕТОД НА НЕГНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Стойността на акциите по метода на Нетната стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение.

Стойността на активите и задълженията на дружеството е определена на база информацията от последния консолидиран счетоводен отчет на „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014 г. Дружеството няма емитирани ценни книжа, които да дават приоритет на инвеститори пред притежателите на обикновени акции.

Резултатът от изчисленията на база междинния консолидиран финансов отчет на „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014 г. е 2.046 лв. за една акция на Дружеството.

Таблица 34: *Справедлива цена на база метода на нетната стойност на активите*

Показатели - към 31.03.2014 г.	сума (в хил.лв.)
Стойност на активите	27,936
Общо краткосрочни задължения	2,259
Общо дългосрочни задължения	995
<b>Нетна стойност на активите (1-2-3)</b>	<b>24,682</b>
Брой акции (хил. броя)	12,065
<b>Нетна стойност на активите за 1 акция (лв.)</b>	<b>2.046</b>

#### **ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ**

Теглата, които са използвани при оценката на справедливата стойност на акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД са тези, които най-пълно съответстват на предмета на дейност на дружеството и неговия размер. Теглата на всеки от оценъчните методи представят много добре обоснована база за сравнение на инвестиционните и рисковите характеристики на „Българска Роза - Севтополис“ АД. Относителните тегла са както следва:

- На метода за цена на затваряне на „Българска Роза - Севтополис“ АД, съгласно чл.5, ал.1 от Наредба №41, е присвоено тегло от 30%. Теглото отразява факта, че цената на затваряне достатъчно пълно интегрира вижданията на инвеститорите за тяхната стойност и потенциал за растеж. Освен това теглото е подадено на база на факта, че търговията с акциите на Дружеството не е с постоянни обеми и в определни дни на борсова търговия липсват сделки с акции на Дружеството. Активното търгуване съгласно трактовката на Наредба №41 се дължи по скоро на няколко дни с повишени обеми на търговия.
- Методът на дисконтираните парични потоци е с тегло от 30% поради способността му да отчете най-справедливо прогнозите за бъдещото развитие на Дружеството, възможностите му за генериране на парични средства и привеждането на стойността им към настоящия момент чрез дисконтирането им с приетата норма на дисконтиране. В условията на локална финансова криза и глобално възстановяване от такава криза е трудно да бъде извършено достатъчно прецизно краткосрочно и средносрочно прогнозиране. Поради тази причина методът на дисконтираните парични потоци, който принципно би получил по-високо тегло в крайната оценка, в настоящата оценка получава сравнително ниско такова.
- Оценката по методът на нетната стойност на активите е включена с тегло от 25%. Този метод отразява текущите активи и пасиви на Дружеството и може да не оцени до пълна степен потенциала за развитие на Дружеството. В случай, че инвеститорите вярват, че Дружеството има значителни възможности за растеж в бъдеще, те ще бъдат готови да платят за неговите акции стойност, която надвишава определената по този метод. Въпреки това, методът на нетната стойност на активите в условията на трудно прогнозиране успява в по-пълна светлина да отрази стойността на Дружеството, от където и получава в настоящата оценка сравнително високо тегло от теоретично присъжданото му такова.
- 15% тегло е определено и на метода на пазарните множители на дружествата-анализи. Използването на този метод би било най-удачно за оценка в случай, че е налице съществено припокриване в показатели като: вид на дейността на дружествата, големина, пазари, на които оперират, продукти, притежавани търговски марки др., както и ако са търгуеми на регулиран пазар. Недостатък на този метод е, че неговото прилагане често е свързано с корекции от страна оценителя, тъй като в повечето случаи избраните дружествата-анализи са по-скоро сходни, отколкото идентични на оценяваната компания.

#### **СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД НА БАЗА МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА**

Както бе посочено, „Българска Роза - Севтополис“ АД отговаря на изискванията на параграф 1, т. 1 от

допълнителните разпоредби на Наредба №41 и акциите на Дружеството могат да бъдат дефинирани като активно търгуеми. Общият обем на търгуваните акции за последните три месеца – от 11.03.2014 г. до 11.06.2014 г. е 116 241 бр. акции, а среднодневния обем е 1 905.59 (при 61 сесии на търговия). Акционерния капитал на „Българска Роза - Севтополис“ АД е разпределен в 12 065 424 броя акции, и при дневно ограничение в Наредба №41 от 0.01% това прави изискване за търговия на поне 1 207 броя акции дневно. Това означава, че дневният оборот с акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД е над изискването на Наредба №41, затова изчислената цена се базира и на цената на затваряне.

Постоящата оценка приема закръгляне надолу до втория знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „Българска Роза - Севтополис“ АД.

Таблица I: Справедлива цена на акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД по различните методи за оценка

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	1.702	30%	0.511
Метод на пазарните аналози	1.910	15%	0.287
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	2.032	30%	0.609
Метод на нетната балансова стойност на активите	2.046	25%	0.512
Крайна оценка			1.92

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС“ АД, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЦЕНАТА ЗА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 1.92 ЛВ. ЗА ЕДНА АКЦИЯ.

За „БЪЛГАРСКА РОЗА-СЕВТОПОЛИС“ АД:

БОНЧО ШОЛЕВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР

ЗА ИЗВЪРШИЛИЯ ОЦЕНКАТА ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК „ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД:

РАДОСЛАВА МАСЛАРСКА  
ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД



МОМЧИЛ ТИКОВ  
ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР



На **10.10.2014 г.**, **Аксения Монова**, нотариус в район **Софийски районен съд**, рег. № **015** на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:

**Бончо Иванов Шолев**, ЕГН **6611097683**, лична карта № **640272658**, издадена на **17.06.2010г.** от **МВР-Ст.Загора**, представляващ **"БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС" АД**, ЕИК **123007916**, със седалище и адрес на управление: гр. **Казанлък**, ул. **23-ти пехотен Шипченски полк № 110**

Рег. № **2237**, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

