

ЧАСТ II - ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

„ТОМОВ ДЕВЕЛОПМЕНТ“ ЕООД,

като акционер притежаващ пряко

1 446 603 броя акции

или 94,55 на сто от гласовете в общото събрание

на „ВЕЛИНА” АД

отправя

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

за закупуване акциите на останалите акционери на “ВЕЛИНА” АД

ISIN номер

BG11VEVEBT12

Вид на акциите:

**обикновени, безналични, поименни, свободно
прехвърляеми**

Номинална стойност:

1.00 лв. (един лев)

Предлагана цена на акция:

8.40 лв. (осем лева и четиридесет стотинки)

**Брой акции, обект на търговото
предложение:**

83 397

**КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА
СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДАННИ**

Търговото предложение е регистрирано в Комисия за финансов надзор на 14.10.2019 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

I. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА.....	4
1.1. ЦЕНА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ.....	4
1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ	4
1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ.....	4
1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ	4
1.5. СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ ОТ СРЕДНАТА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ ШЕСТ МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ	4
1.6. ИНФОРМАЦИЯ И ДАННИ, НЕОБХОДИМИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО:	5
1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ	5
1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА НЕ Е ОДОБРИЛА, НИТО Е ОТКАЗАЛА ОДОБРЕНИЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ И НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА И ПЪЛНОТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ОБОСНОВКАТА ДАННИ.....	5
1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ	5
1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА СЪЩЕСТВЕНА	6
II. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА.....	6
2.1. Основна информация за “ВЕЛИНА” АД.....	6
2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН	6
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ.....	6
2.2.2. ВЗЕМАНИЯ	8
2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ.....	8
2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ	9
2.2.5. ИСТОРИЧЕСКИ ФИНАНСОВИ ДАННИ.....	11
2.3. РИСКОВИ ФАКТОРИ	12
2.4. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО	12
III. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ	15
IV. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ.....	16
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНЕ НА НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ.....	16
4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ.....	16
4.1.2. ПРИХОДИ	17
4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	18
4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ.....	20
4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	22
4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ.....	23

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)	28
4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ	29
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	30
V. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ	31
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ	31
5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА	32
VI. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	33
VII. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА	34
VIII. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	34
IX. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	34

I. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

1.1. ЦЕНА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ

Цената, предложена от търговия предложител е в размер на 8.40 лв. и е равна на най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител през последните 6 месеца, преди регистрацията на предложението.

Предложената цена съществено надвишава справедливата цена по т. 1.2.

1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Предвид обстоятелството, че акциите на „ВЕЛИНА“ АД не са търгувани активно през последните шест месеца, преди датата на обосновката, предвид разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41), изчислената справедлива цена на акциите към 11.10.2019 г. е определена като средна претеглена величина от стойностите на акциите по метода на дисконтираните парични потоци и метода на нетната стойност на активите и е в размер на 2.701 лв.

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

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	2.743 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.639 лв	40%
Справедлива цена	2.701 лв	100%

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи.

1.5. СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ ОТ СРЕДНАТА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ ШЕСТ МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

Акциите на “ВЕЛИНА” АД, се търгуват на „БФБ“ АД, Алтернативен пазар „BaSe Market. За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на Търговото предложение (от 10.04.2019 г. до 10.10.2019 г.) на регулиран пазар са изтъргувани 1 451 807 бр. акции на Дружеството на обща стойност 12 118 538,93 лв. При изчислението на средната претеглена цена на акциите на “ВЕЛИНА” АД за предходния 6-месечен период, са отчетени всички сделки с акциите на Дружеството, сключени на регулиран пазар.

Данни за търговията с акциите на “ВЕЛИНА” АД

Брой изтъргувани акции	1 451 807
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на Обосновката – лв.	8,347

Източник: „БФБ“ АД

Най-високата цена за една акция, заплатена от търговия преджител, през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.

8,40

1.6. ИНФОРМАЦИЯ И ДАННИ, НЕОБХОДИМИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО:

Средната претеглена стойност от средната претегленана цена на всички сделки с акциите на „ВЕЛИНА“ АД, през последните шест месеца, преди датата на обосновката (11.10.2019 г.) не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41 за „акции, търгувани активно“, определено с кумулативните изисквания на §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно:

А. За предходните шест месеца, преди датата на обосновката:

А.1. е налице минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Издадените от Дружеството акции са общо 1 530 000 бр., а среднодневния обем за предходните шест месеца е бил 11 803 бр. акции или 0.77%.

А.2. Изтъргуваните преди датата на обосновката, на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции от капитала на „ВЕЛИНА“ АД, формират повече от 1 % от общия оборот на всички акции за периода или 9,10 %

Б. За предходните шест месеца, преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

Б.1. Сделки с акции на „ВЕЛИНА“ АД са сключвани през по-малко от половината от всички търговски сесии (6 от 123) и през последните три месеца, преди датата на обосновката, няма сделки в поне тридесет търговски сесии. Сделки са сключвани само в 4 търговски сесии.

Б.2. Броят на сделките в рамките на една търговска сесия, в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период е по-малко от пет.

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

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

1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА НЕ Е ОДОБРИЛА, НИТО Е ОТКАЗАЛА ОДОБРЕНИЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ И НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА И ПЪЛНОТАТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ОБОСНОВКАТА ДАННИ

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

1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката на предлаганата цена е извършена към 11.10.2019 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Търговото предложение.

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

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

II. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. Основна информация за “ВЕЛИНА” АД

“ВЕЛИНА” АД е търговско дружество, регистрирано в България със седалище гр. Велинград и адрес на управление гр. Велинград, ул. „Д-р Дошкинов” № 14.

Основната дейност на дружеството е хотелиерство, ресторантьорство, туроператорска дейност и туристическо агенство, организиране и провеждане на музикално-артистична дейност, организиране на екскурзии в страната и чужбина, вътрешно и външнотърговска дейност, маркетинг, консултантска, информационна и всякаква друга дейност незабранена със закон.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН

Финансовата информация за “ВЕЛИНА” АД, представена по-долу, включва консолидирани данни за последните три финансови години и информация на базата на последния публикуван междинен неаудитиран, консолидиран финансов отчет (консолидиран отчет за второто тримесечие на 2019 г.).

Съответните данни са извадки, с източник публикуваните годишни и междинни финансови отчети, изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти:

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Предвид характера на предмета на дейност на “ВЕЛИНА” АД, дълготрайните активи представляват предимно земи, сгради, съоръжения и инсталации. Постепенното намаление на балансовата им стойност през годините се дължи основно на начислената счетоводната амортизация и липсата на значими нови инвестиции (различни от текущите капиталови ремонти на съществуващите активи). Тази тенденция се наблюдава през периода 2015 г. – 2018 г. (използвани ретроспективни данни)

По отношение на текущите активи, не се наблюдава сериозно изменение през периода, като движенията в рамките на статиите „Материални запаси“ „Вземания“ и „Парични средства“ са в рамките на обичайната производствена дейност на Дружеството. По-съществена е динамиката на търговските вземанията. Съответна информация, е представена по-долу в изложението.

Таблица 1: Активи, собствен капитал и пасиви на „ВЕЛИНА“ АД

АКТИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	6.2018	6.2019
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	4 587	4 475	4 388	4 438	4 321
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	4 587	4 475	4 348	4 438	4 281
Земи (терени)	1 235	1 235	1 235	1 235	1 235
Сгради, инсталации и външни съоръжения	2 989	2 856	2 747	2 790	2 693
Машини, оборудване и стопански инвентар	335	361	343	349	330
Транспортни средства	8	3	-	1	-
Разходи за придобиване и ликвидация на дълготрайни материални активи	20	20	23	63	23
Нематериални активи	-	-	40	-	40
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	321	349	693	251	660
Материални запаси	39	72	83	84	95
Материали	19	51	63	65	77
Стоки	20	21	20	19	18
Търговски и други краткосрочни вземания	79	145	516	90	451
Вземания от клиенти и доставчици	56	83	36	70	17
Вземания от свързани предприятия	-	41	-	-	-
Предоставени аванси	2	2	-	-	-
Предоставени търговски заеми	-	-	460	-	414
Данъци за възстановяване	2	-	-	-	-
Други	19	19	20	20	20
Финансови активи	-	-	-	-	-
Парични средства и парични еквиваленти	203	132	94	77	114
Парични средства в безсрочни депозити	175	92	80	73	64
Парични средства в брой	28	40	14	4	50
ОБЩО АКТИВИ	4 908	4 824	5 081	4 689	4 981
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	6.2018	6.2019
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	4 137	4 161	4 125	4 079	4 038
Основен капитал	1 530	1 530	1 530	1 530	1 530
Резерви	910	910	1 651	1 651	1 651
Законови резерви	52	52	52	52	52
Премии резерв	153	153	741	741	741
Други резерви	705	705	858	858	858
Неразпределена печалба	1 697	1 721	944	898	857
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	430	313	616	254	557
Задължения по получени заеми от банки	317	169	417	110	358
Задължения към персонала при пенсиониране	43	74	79	74	79
Пасиви по отсрочени данъци	70	70	120	70	120
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	341	350	340	356	386
Задължения по получени заеми към банки	148	148	152	204	216
Текущи задължения, в т.ч.:	193	202	188	152	170
<u>задължения към доставчици и клиенти</u>	46	26	25	26	20
<u>получени аванси</u>	6	2	6	6	11
<u>задължения към персонала</u>	72	84	81	69	80
<u>задължения към осигурителни предприятия</u>	28	23	25	22	23
<u>данъчни задължения</u>	28	27	27	16	36
<u>други</u>	13	40	24	13	
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	4 908	4 824	5 081	4 689	4 981

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2016 г., 2017г. и 2018 г и неаудитирани финансови отчети за 2-ро тримесечие на 2018 г и 2019 г. на консолидирана база

По отношение на собствения капитал и пасивите, за периода 2015 г. – 2018 г. не се наблюдава съществена динамика. Собственият капитал бележи незначително ежегодно увеличение, в следствие на неразпределянето през годините на реализираната печалба.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Търговските вземания представляват преобладаващата част от краткосрочните вземания на Дружеството през разглеждания период, като същите бележат постепенно нарастване до 2017 г.

„ВЕЛИНА“ АД няма отчетени дългосрочни вземания през периода.

През 2018 г. размерът на търговските вземания нараства значително, основно за сметка на предоставени търговски заеми на обща стойност 448 хил. лв., от които 400 хил. лв. на дъщерното дружество „Велина“ ООД

2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ

Пасивите на „Велина“ АД включват основно задължения по получени заеми от банки, както и текущи задължения (към доставчици и клиенти, персонал, социалното осигуряване, данъчни и други задължения).

Към 30.06.2019 г. Дружеството ползва два кредита, предоставени от „Юробанк България“ АД (Пощенска банка) и овърдрафт за оборотни средства, както следва:

Кредит 1. - за реконструкция и модернизация на хотелски комплекс „Велина“, при следните условия:

- договорена сума в евро с левова равностойност, възлизаща на 730 хил. лв.;
- срок за издължаване /падеж/ – 26.04.2020 г.;
- лихвен процент – 3-месечен СОФИБОР + надбавка от 4,6%;
- обезпечение – първа по ред ипотека върху хотелски комплекс „Велина“.

Към 30.06.2019 г. непогасената сума по кредита е 110 хил.лв.

Кредит 2 - за финансиране увеличението на капитала на дъщерно дружество „Велина“ ЕООД, при следните условия:

- договорена сума – 400 хил. лв.;
- срок за издължаване /падеж/ – Ноември 2022 г.;
- лихвен процент – ПРАЙМ + надбавка от 1,9 %, но не по-малко от 2,9 %;
- обезпечение – първа по ред ипотека върху урегулиран поземлен имот.

Към 30.06.2019 г. непогасената сума по кредита е 400 хил. лв., в т. ч. краткосрочна част в размер на 42 х.лв.

Овърдрафт за оборотни средства, при следните условия:

- максимален разрешен размер – 100 х.лв.;
- падеж – м. юли 2019 г.;
- лихвен процент – ПРАЙМ + 3,6% надбавка;
- обезпечения – ипотека върху хотелски комплекс Велина;

- салдо към 30.06.2019 г. – 64 хил.лв.

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

2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Преобладаващата част от продажбите на Дружеството са пряко свързани с предлаганите хотелски услуги, включително СПА и свързани с балнеолечение такива и реализираните в резултат на това приходи от нощувки, процедури, изхранване и др. на български и чуждестранни граждани.

Продажбите на „Велина“ АД се реализират основно сред български граждани (90 %), като Дружеството осъществява преобладаващо директни продажби - 60 на сто. Продажбите чрез туроператори и туристически агенции съставляват 40 на сто от общите продажби. Не се предлагат продажби на туристически услуги на разсрочено плащане.

Структурата на приходите за периода 2016 г. – 06.2019 г. е постоянна, като най-голям е дялът на приходите от продажба на услуги (около 70%), включващи приходи от хотелско настаняване, процедури и СПА услуги. Дялът на приходите от продажба на стоки (около 30%) отразява продажбите от ресторантската част на комплекс „Велина“.

Другите приходи са незначителни и са формирани предимно от отчетени излишъци на материали.

Таблица 2: Приходи от продажби на „ВЕЛИНА“ АД

ПРОДАЖБИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-2Q	2018	2019-2Q
ПРОДАЖБИ УСЛУГИ	1 463	1 497	680	1 551	632
годишно изменение	1.11%	2.32%	-	3.61%	-7.06%
ПРОДАЖБИ СТОКИ	598	624	281	624	248
годишно изменение	1.53%	4.35%	-	0.00%	-11.74%
ОБЩО ДРУГИ ПРИХОДИ	20	27	5	9	2
годишно изменение	25.00%	35.00%	-	-66.67%	-60.00%
ОБЩО ПРИХОДИ	2 081	2 148	966	2 184	882
годишно изменение	1.41%	3.22%	-	1.68%	-8.70%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2016 г., 2017 г. и 2018 г. и неодитирани финансови отчети за 2-ро тримесечие на 2018 г. и 2019 г. на консолидирана база

Поради естеството на дейност, основната част от разходите на „ВЕЛИНА“ АД (малко над 50 %) съставляват разходите за персонал. Нарастването им в абсолютна стойност (без съществено увеличение на броя заети) е в резултат на увеличаване на възнагражденията на персонала.

Отчетеното известно намаление на разходите за материали (основна част от които е електроенергията) е свързано с подобрената енергийна ефективност на хотелския комплекс.

Разходите за външни основно са свързани с плащанията към контрагенти, във връзка с продажбите, направени чрез специализирани сайтове за настаняване и туристически агенции.

Увеличението на балансовата стойност на продадените стоки е в пряка връзка с нарасналия обем на продажбите.

Динамиката на другите разходи няма постоянен характер и не отразява тенденции.

Таблица 3: Оперативни разходи на „ВЕЛИНА“ АД

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-2Q	2018	2019-2Q
Приходи	2 081	2 148	966	2 184	882
<i>годишно изменение</i>	1.11%	2.32%	-	3.61%	-7.06%
Разходи за материали	278	256	132	301	125
<i>годишно изменение</i>	-5.76%	-7.91%	-	17.58%	-5.30%
<i>дял от продажбите</i>	13.36%	11.92%	13.66%	13.78%	14.17%
Разходи за външни услуги и други разходи	213	243	105	264	75
<i>годишно изменение</i>	-10.13%	14.08%	-	8.64%	-28.57%
<i>дял от продажбите</i>	10.24%	11.31%	10.87%	12.09%	8.50%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	1 079	1 129	583	1 155	565
<i>годишно изменение</i>	8.55%	4.63%	-	2.30%	-3.09%
<i>дял от продажбите</i>	51.85%	52.56%	60.35%	52.88%	64.06%
Отчетна стойност на продадените стоки	248	269	130	282	124
<i>годишно изменение</i>	3.77%	8.47%	-	4.83%	-4.62%
<i>дял от продажбите</i>	11.92%	12.52%	13.46%	12.91%	14.06%
Разходи за амортизация	170	171	84	142	69
<i>годишно изменение</i>	-2.86%	0.59%	-	-16.96%	-17.86%
<i>дял от продажбите</i>	8.17%	7.96%	8.70%	6.50%	7.82%
<i>дял от активите</i>	3.71%	3.82%	1.91%	3.26%	1.62%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	1 988	2 068	1 034	2 144	958
<i>годишно изменение</i>	2.47%	4.02%	-	-	-51.81%
<i>дял от продажбите</i>	95.53%	96.28%	107.04%	98.17%	108.62%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2016 г., 2017 г. и 2018 г. и неаудитирани финансови отчети за 2-ро тримесечие на 2018 г. и 2019 г. на консолидирана база

2.2.5. ИСТОРИЧЕСКИ ФИНАНСОВИ ДАННИ

Таблица 4: Финансови данни и коефициенти на „ВЕЛИНА“ АД

Финансови данни и коефициенти (консолидирана база)	2016	2017	2018	6.2018	6.2019
1. Данни от отчета за доходите:					
1.1. нетни приходи от продажби;	2 081	2 148	2 184	966	882
1.2. оперативни разходи;	1 818	1 897	2 002	950	889
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (EBITDA) (=1.1. - 1.2.)	263	251	182	16	-7
1.4. разходи за амортизация	170	171	142	84	69
1.5. печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.- 1.4.)	93	80	40	-68	-76
1.6. финансови приходи;	0	0	10	0	7
1.7. финансови разходи;	43	36	35	14	18
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.-1.7.)	50	44	15	-82	-87
1.9. данъци;	0	1	2	0	0
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	50	43	13	-82	-87
2. Данни от счетоводния баланс:					
2.1. парични средства;	203	132	94	77	114
2.2. краткосрочни финансови активи;	0	0	0	0	0
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	79	145	516	90	451
2.4. материални запаси;	39	72	83	84	95
2.5. краткосрочни задължения	193	202	164	152	170
2.6. краткосрочен дълг	148	148	152	204	216
2.7. дългосрочен дълг	317	169	417	110	358
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	-75	15	435	22	376
2.9. обща стойност на активите;	4 908	4 824	5 081	4 689	4 981
2.10. обща стойност на пасивите;	771	663	956	610	943
2.11. обща стойност на собствения капитал;	4 137	4 161	4 125	4 079	4 038
2.12. брой акции	1 530 000	1 530 000	1 530 000	1 530 000	1 530 000
3. Финансови коефициенти					
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	1.21%	1.03%	0.32%	-2.01%	-2.15%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5.*(1-10%)/2.9.)	1.71%	1.49%	0.71%	-1.31%	-1.37%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	2.40%	2.05%	0.69%	-8.49%	-9.86%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	2.40%	2.00%	0.60%	-8.49%	-9.86%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	34.11%	37.86%	19.04%	2.62%	-0.74%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.83	0.79	1.93	0.47	1.46
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.94	1.00	2.19	0.71	1.71
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.42	0.45	0.43	0.21	0.18
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	26.34	14.81	4.23	10.73	1.96
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	2.704 лв	2.720 лв	2.696 лв	2.666 лв	2.639 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	0.033 лв	0.028 лв	0.008 лв	-0.054 лв	-0.057 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	1.360 лв	1.404 лв	1.427 лв	0.631 лв	0.576 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;	-	-1.71%	5.33%	-	6.23%
3.18. Темп на растеж на продажбите;	-	3.22%	1.68%	-	-8.70%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;	-	-15.15%	-71.43%	-	5.56%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	1.19	1.16	1.23	1.15	1.23
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0.08	0.04	0.10	0.03	0.09
3.22. заемаен/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.11	0.08	0.14	0.08	0.14

3.23. цена на затваряне*	0.981 лв	п.а.	п.а.	п.а.	2.780 лв
към дата	10.10.2016	-	-	-	18.06.2019
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	29.73	-	-	-	-
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0.36	-	-	-	1.05
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	0.72	-	-	-	4.83

Източник: “ВЕЛИНА” АД, „БФБ“ АД

2.3. РИСКОВИ ФАКТОРИ

Рисковите фактори, влияещи върху дейността на “ВЕЛИНА” АД са следните:

- Пазарът на хотелиерски и СПА услуги, както на национално, така и на регионално ниво, е висококонкурентен и Дружеството не е сред лидерите на него, което води до по-високи разходи и по-ниски оперативни маржове;
- Дейността на Дружеството е в пряка зависимост от общата макроикономическата среда в страната и чужбина. Възможно е спад в покупателната способност на клиентите да се отрази върху приходите от реализираните услуги;
- Дейността на Дружеството е зависима от наличието на опитен и квалифициран персонал и е възможно напускането на ключови служители да има неблагоприятно влияние върху неговата дейност, както и върху продажбите и рентабилността му.

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

Според оценката на НСИ, БВП на България нараства с 3.1% през 2018 г. Растежът е движан от повишение на крайното потребление с 5.3% и на инвестициите в основен капитал – с 4%. Износът нараства с 0.8%, а вносът, съответно 2.5%.

През второто тримесечие на 2019 г. БВП продължава да нараства, подкрепен от нетния износ. Растежът достига 3.7% на годишна база (*сезонно неизгладени данни*). Инвестициите в основен капитал се увеличават с 1.3% при 0.6% през първо тримесечие. Ускорението отразява по-високите разходи за публични инвестиции, като в същото време растежът на частното и публичното потребление е относително слаб.

Според пролетната прогноза на МФ, БВП на България ще се повиши с 3.4% през 2019 г. Планираното увеличение на публичните инвестиции и нарастването на износа ще имат основен принос за по-високия растеж в сравнение с 2018 г. Частното потребление ще продължи да отчита устойчиво развитие, но темпът ще се забави в сравнение с предходната година.

За периода 2019 г. – 2022 г. се очаква БВП да расте с около 3.3 – 3.4 %. Вътрешното търсене ще остане водещо за повишението по линия както на потреблението, така и на инвестициите. Докато инвестиционната активност се очаква умерено да нарасне, динамиката на частното потребление ще бъде ограничена от развитието на пазара на труда, свързани с изчерпване на възможностите за нарастване на заетостта. Растежът на вноса ще продължи да изпреварва нарастването на износа, отразявайки се в отрицателен принос на външния сектор към растежа на БВП до края на прогнозния период.

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж в посока надолу са основно по линия на външното търсене. Растежът на европейската икономика може да се забави повече от

очакваното в резултат на фактори като несигурността, свързана с предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, по-неблагоприятни условията за финансиране в глобален мащаб, засилването на протекционистичните политики в някои страни, най-вече в САЩ, нарастването на геополитическото напрежение и по-силното от очакваното забавяне на китайската икономика. По-слабата икономическа активност на основните ни търговски партньори от ЕС би имало негативно влияние не само върху износа на България, но и върху вътрешното търсене, както чрез ограничаване на ръста на потреблението, така и чрез по-слаба инвестиционна активност.

През 2018 г. коефициентът на безработица се понижи до 5,2 %, което бе под исторически най-ниските нива на показателя, реализирани в края на 2008 г. Тази тенденция е съпроводена с понижение на коефициента на икономическата активност на населението в трудоспособна възраст (15 г. - 64 г.), но неговата стойност от 71.1% остава на едно от исторически най-високите си равнища. Нивото на участие на населението в работната сила, според възрастовия профил показва понижение при по-младите възрастови групи (15 г. -24 г. и 25 г.- 34 г.), както и при групата 35 г. - 44 г., и повишение при възрастните работници над 55 г. Тези процеси са обективно отражение на демографските тенденции – намалението на входящите потоци в работната сила при младите възрастови групи и повишението при по-високите възрасти, поради застаряване на населението и провежданите политики за по-дълго оставане на пазара на труда. Подкрепен от увеличението на заетостта сред хората в по-зряла възраст (45 г. - 54 г.) и възрастните работници (над 55 г.), общият коефициент на заетост (15 г. - 64 г.) продължава да нараства и достига 67.7% -исторически най-високата стойност на показателя към края на годината.

През 2019 г. растежът на заетостта се очаква да е около 0.4%, като ускорението спрямо 2018 г. ще отразява очакването за значително по-слабо намаление на заетите в селското стопанство в сравнение с отбелязания спад от 6.1% през изминалата годината. Броят на заетите в индустрията и услугите се очаква да се повиши през 2019 г., но с по-нисък темп спрямо 2018 г. Коефициентът на безработица се очаква да е 4.6 % за 2019 г., а нивото на участие в работната сила да запази темпа си на повишение от предходната година, тъй като спадът на работната сила няма да надхвърли този на населението. Коефициентът на безработица ще запази тенденцията на намаление, но при по-бавни темпове до достигане на около 4% през 2021 г. – 2022 г. В условията на спад на населението и на работната сила, коефициентът на икономическа активност (15-64 г.) ще продължи да се повишава до 74.5% в края на прогнозния период.

През 2019 г. очакваният ръст на компенсацията на един нает, от 7.8% спрямо 5.6% през 2018 г., ще се дължи както на обществения, така и на частния сектор. В рамките на частния сектор растежът на доходите ще отразява нарастването на производителността на труда, цените и повишението на минималната работна заплата (9.8%). Както и през 2018 г., увеличението на разходите за труд в бюджетния сектор ще има висок принос, като средният темп на повишение е оценен на около 10%. Ускорението през 2019 г. ще се осъществи по линия на по-високото нарастване на средствата за работна заплата, докато темпът на повишение на разходите за социални осигуровки ще остане по-нисък, с изчерпване на ефекта от увеличението през 2018 г. След 2019 г. приносът на публичния сектор към растежа на доходите в икономиката постепенно ще започне да намалява и заедно с очакванията за по-нисък растеж на наетите номиналният растеж на компенсацията на един нает ще се забави и ще достигне до 6.1% през 2022 г. В рамките на прогнозния период нарастването на заплащането на труда ще подкрепя частното потребление, което ще има по-ниски темпове на растеж спрямо отчетените през 2018 г., но в сравнение с периода след настъпването на кризата, същите ще останат високи.

В рамките на прогнозния период оценките за реалния растеж на производителността на труда възлизат на 3.3%. Очакванията за изпреварваща динамика на доходите от труд спрямо този на производителността също се запазват. Заложеното по-съществено нарастване на разходите за труд за единица продукция в периода до 2019 г. ще се компенсира от по-ниския им темп на нарастване в края на прогнозния период. По този начин, средногодишният растеж на разглеждания показател ще достигне 3.3% през 2019 г. – 2022 г.

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

Отчетената инфлацията за 2018 г. е 2.3%, докато данните за 2019 г. отчитат малко по-високи стойности. Цените на храните и услугите имат текущо най-голямо влияние за отчитаните кум момента данни за инфлационния индекс. Ускореното поскъпване на храните от началото на годината, заедно с повишението на заплатите, се отразява върху цените на някои услуги. Например в сектора на обществено хранене, цените към месец август нараства с около 5.6% средно

Очакването е инфлацията за 2019 г да е около 2.9%, като базисната инфлация ще има основен принос за нарастването на общия индекс, поради очакванията за стабилно нарастване на вътрешното търсене, докато влиянието на международните цени ще бъде минимално поради слабото им очаквано изменение през следващата година.

Средногодишното нарастване на цените се очаква да се забави до около 2.4% средно за периода, като приносът на базисната инфлация ще продължи да бъде водещ. Потребителските цени на горивата се очаква да останат относително стабилни, предвид очакваната динамика на международните цени на суровия петрол.

Таблица 5: Основни макроикономически показатели за България за периода 2016 г. – 2022 г.

Индикатор	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.2	3.7	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	1.9	2.4	1.9	1.5	1.7	1.6	1.5
Валутен курс USD/EUR	1.11	1.13	1.18	1.13	1.13	1.13	1.13
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	44.0	54.4	71.1	61.5	61.4	60.5	60.0
БВП, млн. лв.	94,130	101,043	107,925	115,437	122,827	130,464	138.433
БВП, реален ръст (%)	3.9	3.8	3.1	3.4	3.3	3.3	3.3
Заетост, ръст в %	0.5	1.8	-0.1	0.4	0.2	-0.1	-0.3
Безработица (% от работната сила)	7.6	6.2	5.2	4.6	4.1	4.0	4.0

Компенсации на един нает, ръст %	5.8	10.5	5.6	7.8	6.6	6.3	6.1
Дефлатор на БВП, %	2.2	3.4	3.6	3.4	3.0	2.8	2.7
Инфлация, средногодишна (%)	-1.3	1.2	2.6	2,9	2.5	2.3	2.2
Текуща сметка (% от БВП)	2.5	6.5	4.6	2.6	1.3	0.7	-0.8
Търговски баланс (% от БВП)	-2.0	-1.5	-4.1	-5.5	-6.2	-6.8	-7.4
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Паричен показател МЗ, ръст в %	7.6	7.7	8.8	8.9	8.7	8.6	8.5
Кредити за фирми, ръст в %	1.6	3.7	7.7	7.5	7.9	8.3	8.6
Кредити за домакинства, ръст в %	2.0	6.1	11.2	7.6	7.2	7.0	6.9

Забележка: Данните за периода 2019 г. – 2021г. са прогнозни.

Източник: Министерство на финансите (МФ)

III. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ

Съгласно Наредба № 41 на КФН за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41), справедливата цена на акция на действащо дружество е пропорционална част от стойността на дружеството, определена въз основа на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на “ВЕЛИНА” АД са приложени следните критерии:

- методите да отчитат текущото състояние на активите и капиталовата структура на Дружеството;
- методите да дават достоверна представа за Дружеството като „действащо предприятие“ и възможностите му да генерира приходи;
- методите да отчитат потенциалните бъдещи доходи за акционерите.

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

1. Метод на дисконтирани парични потоци, при използване на е модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2019 г. – 2024 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.

2. Метод на нетната стойност на активите, при използване на модела на нетната балансова стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван консолидиран финансов отчет на “ВЕЛИНА” АД към 30.06.2019 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството.

IV. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

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

Крайните стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая, каквато е и практиката за котиране на цени на „Българска фондова борса“ АД.

4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

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

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

Стойността на капитала на притежателите на обикновени акции е определена непряко, като стойността на дружеството като цяло е намалена с всички дългове и други законни претенции на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и е увеличена със стойността на паричните средства и краткосрочните финансови активи на Дружеството.

Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обръщение.

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

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

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

където:

FCFF_i - нетни парични потоци,

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

A_i - разходи за амортизация,

I_i - инвестиции в дълготрайни активи,

NWC_i - изменение в нетния оборотен капитал.

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

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

където:

V_0 – настоящата стойност на оценяваното предприятие,
 $FCFF_i$ – бъдещ нетен паричен от дейността на Дружеството,
 P_n – терминална стойност,
 $WACC_i$ – норма на дисконтиране (среднопретеглена цена на капитала),
 i – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

където:

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

4.1.2. Приходи

Историческа и прогнозна информация за приходите от продажби на “ВЕЛИНА” АД е представена в Таблица 6.

Таблица 1: Продажби на “ВЕЛИНА” АД за периода 2016 г. – 2024 г.

ПРОДАЖБИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-2Q	2018	2019-2Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ПРОДАЖБИ УСЛУГИ	1 463	1 497	680	1 551	632	1 567	1 629	1 702	1 779	1 859	1 934
годишно изменение	1.11%	2.32%	-	3.61%	-7.06%	1.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
ПРОДАЖБИ СТОКИ	598	624	281	624	248	630	655	685	716	748	778
годишно изменение	1.53%	4.35%	-	0.00%	-11.74%	1.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
ОБЩО ДРУГИ ПРИХОДИ	20	27	5	9	2	9	9	9	9	9	9
годишно изменение	25.00%	35.00%	-	-66.67%	-60.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОБЩО ПРИХОДИ	2 081	2 148	966	2 184	882	2 206	2 294	2 396	2 504	2 616	2 720
годишно изменение	1.41%	3.22%	-	1.68%	-8.70%	1.00%	3.98%	4.48%	4.48%	4.48%	3.99%

Преобладаващата част от продажбите на Дружеството са пряко свързани с предлаганите хотелски услуги, включително СПА и свързани с балнеолечение такива и реализираните в резултат на това приходи от нощувки, процедури, изхранване и др. на български и чуждестранни граждани.

Структурата на приходите е постоянна, като най-голям е дялът на приходите от продажба на услуги - около 70%. Дялът на приходите от продажба на стоки е около 30. Другите приходи са незначителни.

По отношение на структурата на продажбите за прогнозния период (2019 г.- 2024 г.), е заложено запазване на съществуващата такава, като продажбите на стоки и услуги да нарастват с еднакви темпове. Това допускане се базира на наблюденията, че в преобладаващата си част посетителите на хотелския комплекс, използват за хранене ресторантската част.

Заложените темпове на растеж са прогнозирани на база отчетените такива за периода 2016 г. – 30.06.2019 г., както и очакванията на Търговия предложител. Средногодишния ръст на продажбите за прогнозния период е 3.7%, а конкретните разчети са представени в Таблица 6.

Освен стоки и услуги, приходите от продажби на Дружеството включват и други продажби, предимно излишъци на материали. Тяхната стойност е незначителна (под 1% от приходите) и в прогнозата е заложено да останат на нивото им от края на 2018 г.

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ

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

Таблица 7: Оперативни разходи на „ВЕЛИНА“ АД за периода 2016 г. –2024 г.

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018-2Q	2018	2019-2Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Приходи	2 081	2 148	966	2 184	882	2 206	2 294	2 396	2 504	2 616	2 720
годишно изменение	1.11%	2.32%	-	3.61%	-7.06%	1.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
Разходи за материали	278	256	132	301	125	265	252	264	250	262	272
годишно изменение	-5.76%	-7.91%	-	17.58%	-5.30%	-11.96%	-4.91%	4.76%	-5.30%	4.80%	3.82%
дял от продажбите	13.36%	11.92%	13.66%	13.78%	14.17%	12.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Разходи за външни услуги и други разходи	213	243	105	264	75	254	252	264	263	275	286
годишно изменение	-10.13%	14.08%	-	8.64%	-28.57%	-3.79%	-0.79%	4.76%	-0.38%	4.56%	4.00%
дял от продажбите	10.24%	11.31%	10.87%	12.09%	8.50%	11.50%	11.00%	11.00%	10.50%	10.50%	10.50%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	1 079	1 129	583	1 155	565	1 160	1 193	1 246	1 302	1 360	1 415
годишно изменение	8.55%	4.63%	-	2.30%	-3.09%	0.43%	2.84%	4.44%	4.49%	4.45%	4.04%
дял от продажбите	51.85%	52.56%	60.35%	52.88%	64.06%	52.59%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%
Балансова стойност на продадените стоки	248	269	130	282	124	276	287	300	300	314	326
годишно изменение	3.77%	8.47%	-	4.83%	-4.62%	-2.13%	3.99%	4.53%	0.00%	4.67%	3.82%
дял от продажбите	11.92%	12.52%	13.46%	12.91%	14.06%	12.51%	12.50%	12.50%	12.00%	12.00%	12.00%
Разходи за амортизация	170	171	84	142	69	142	149	156	163	171	193
годишно изменение	-2.86%	0.59%	-	-16.96%	-17.86%	0.00%	4.93%	4.70%	4.49%	4.91%	12.87%
дял от продажбите	8.17%	7.96%	8.70%	6.50%	7.82%	6.44%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%
дял от активите	3.71%	3.82%	1.91%	3.26%	1.62%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	1 988	2 068	1 034	2 144	958	2 097	2 133	2 230	2 278	2 382	2 492
годишно изменение	2.47%	4.02%	-	-	-51.81%	1.40%	1.72%	4.55%	2.15%	4.57%	4.62%
дял от продажбите	95.53%	96.28%	107.04%	98.17%	108.62%	95.07%	93.00%	93.06%	90.98%	91.05%	91.60%

Темповете на промяна на основните групи разходи, включени в себестойността (за материали, за външни услуги, за персонал и балансовата стойност на продадените стоки) са прогнозирани като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2016 г. –30.06.2019 г., както и на база очакванията на Търговия предложител.

Сред разходите за материали най-сериозен дял имат разходите за горива и енергия, както и тези за хигиенни материали. Предвижда се разходите за материали да са между 10 % и 12 % от нетните приходи от продажби за целия прогнозен период, като техния дял постепенно да намалява. Първоначалната стойност на този процент се базира на данните за средната стойност на разходите за материали, като процент от приходите за последните три години. Впоследствие, в прогнозния период е заложена известна оптимизация, свързана с очакваното намаляване на разходите за горива, вследствие на по-ниските им цени и мерките за енергийна ефективност.

Постепенното увеличение на разходите за външни услуги и другите разходи ще е в резултат най-вече на нарастване на броя на настанявания, направени през специализирани сайтове за настаняване, както и чрез туристически агенции.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки), които съставляват над 50 % от общите разходи са прогнозирани на база отчетените такива към 30.06.2019 г. и очакванията за развитие на Дружеството. Заложеният среден ръст на възнагражденията ще се движи успоредно с ръста на приходите, но реалния ръст на нетните разходи за един зает се очаква да е по-висок, вследствие на очаквания среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Ефектът от повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да се движи в съответствие с ръста на продажбите.

Отчетната стойност на продадените стоки включва себестойността на продадените стоки, реализирани в ресторантския комплекс. Поради тази причина отчетната стойност на продадените стоки е пряко зависима приходите от продажба на стоки. За прогнозния период техния темп на растеж, съответно марж остава без изменение.

Разходите за амортизация са представени по-долу.

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ

Историческите данни за дълготрайните нефинансови активи (ДА) и тяхната амортизация за периода 2016 г. – 2018 г. са представени в Таблица 8.

Таблица 2: Дълготрайни нефинансови активи и амортизация за периода 2016 г. – 2018 г. (в хил. лв.)

Амортизация на нови активи (хил. лв.)	2016	2017	2018
Отчетна стойност на съществуващите активи	7 924	7 983	8 038
Инвестиции за периода	27	59	55
Отчетна стойност на новите активи (с натрупване)			
Общо отчетна стойност на активите	7 924	7 983	8 038
<i>годишно изменение</i>	<i>0.30%</i>	<i>0.70%</i>	<i>-</i>
Норма съществуващи активи	2.15%	2.14%	1.77%
Норма нови активи			
Норма амортизация активи	2.15%	2.14%	1.77%
Амортизация съществуващи активи	170	171	142
Амортизация нови активи			
Общо амортизация	170	171	142
<i>годишно изменение</i>	<i>-2.90%</i>	<i>0.60%</i>	<i>-</i>
Балансова стойност съществуващи активи	4 587	4 475	4 388
Балансова стойност нови активи			
Балансова стойност на активите	4 587	4 475	4 388
<i>годишно изменение</i>	<i>-3.00%</i>	<i>-2.40%</i>	<i>-</i>
Инвестиции/Амортизация	0.16	0.35	0.39
Нетни инвестиции	-143	-112	-87
<i>Нетни инвестиции/Продажби</i>	<i>-6.90%</i>	<i>-5.20%</i>	<i>-4.00%</i>
<i>Нетни инвестиции/NOPLAT</i>	<i>-138.39%</i>	<i>-126.00%</i>	<i>-195.75%</i>

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

През прогнозния период (2019 г. – 2024 г.) размерът на планираните инвестиции също няма да превишава амортизацията. В края на прогнозния период и след това, в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41, е направено допускането, че размерът на инвестициите ще е равен на размера на амортизацията, т.е. компанията ще поддържа постоянен размер на дълготрайните активи.

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

Разходите за амортизация са изчислени на база амортизационния план за съществуващите към 31.12.2018 г. активи и прогнозен план за нововъведените такива.

Информацията за амортизацията на съществуващите активи е представена в Таблица 9, а амортизационния план на нововъведените през прогнознния период активи - в Таблица 10.

Таблица 9: Амортизация на съществуващите дълготрайни активи за периода 2018 г. – 2024 г.

Амортизация съществуващи активи (хил. лв.)	2018		Амортизация						балансова стойност в края на периода
	амортиза- ционна норма	отчетна стойност на активите	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Земля	0.00%	1 235	0	0	0	0	0	0	1 235
Сгради, инсталации и външни с-я	2.33%	4 670	109	109	109	109	109	109	2 093
Машины, съоръжения и стоп. инвентар	1.48%	2 091	31	31	31	31	31	31	157
Транспортни средства	9.38%	32	0	0	0	0	0	0	0
Разходи за придобиване на ДМА	0.00%	23	0	0	0	0	0	0	23
Нематериални активи	0.00%	50	0	0	0	0	0	0	40
Общо нефинансови активи	1.77%	8 101	140	140	140	140	140	140	3 548

По отношение на нововъведените активи за целите на прогнозата е направено допускането, че в рамките на прогнознния период основната част от тях ще бъдат в групата „сгради, машини, съоръжения и оборудване“, които съгласно амортизационния план се амортизират със средна норма от 10% годишно.

Таблица 10: Амортизационен план за новите активи за периода 2019 г. – 2024 г.

Амортизация на нови активи (хил. лв.)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Отчетна стойност на съществуващите активи	8 038	8 038	8 038	8 038	8 038	8 038
Инвестиции за периода	20	65	70	75	80	218
Отчетна стойност на новите активи (с натрупване)	20	85	155	230	310	528
Общо отчетна стойност на активите	8 058	8 123	8 193	8 268	8 348	8 566
г годишно изменение	0.90%	0.80%	0.90%	0.90%	1.00%	2.60%
Норма съществуващи активи						
Норма нови активи	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Норма амортизация активи	1.76%	1.83%	1.90%	1.97%	2.05%	2.25%
Амортизация съществуващи активи	140	140	140	140	140	140
Амортизация нови активи	2	9	16	23	31	53
Общо амортизация	142	149	156	163	171	193
г годишно изменение	-17.00%	4.90%	4.70%	4.50%	4.90%	12.90%
Балансова стойност съществуващи активи	4 335	4 195	4 055	3 915	3 775	3 635
Балансова стойност нови активи	18	74	128	180	229	394
Балансова стойност на активите	4 353	4 269	4 183	4 095	4 004	4 029
г годишно изменение	-2.70%	-1.90%	-2.00%	-2.10%	-2.20%	0.60%
Инвестиции/Амортизация	0.14	0.44	0.45	0.46	0.47	1.13
Нетни инвестиции	-122	-84	-86	-88	-91	25
Нетни инвестиции/Продажби	-5.50%	-3.70%	-3.60%	-3.50%	-3.50%	0.90%
Нетни инвестиции/NOPLAT	-100.97%	-47.07%	-46.51%	-35.07%	-34.98%	9.85%

4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

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

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

Краткосрочните задължения към финансови институции също не се включват в оборотния капитал, тъй като те са част от капиталовата структура на Дружеството, а размерът на лихвоносния дълг не се взема предвид при използването на метода на дисконтираните нетни парични потоци на фирмата.

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

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

Плановите на Търговия предложител са размерът на оборотния капитал в рамките на прогнозния период да намалява като дял от продажбите, най-вече за сметка на по-доброто управление на вземанията, при относително константни относителни стойности, спрямо продажбите, на останалите компоненти (материални запаси и задължения).

За целите на настоящата оценка е направена детайлна прогноза на различните компоненти на нетния оборотен капитал като дял от нетните приходи от продажби за съответния период. Данните са представени в Таблица 11.

Таблица 11: Нетен оборотен капитал за периода 2016 г. – 2024 г. (в хил. лв.)

Нетен оборотен капитал (НОК)	2016	2017	2018-2Q	2018	2019-2Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Материални запаси	39	72	84	83	95	110	115	120	125	131	136
% от продажбите	1.87%	3.35%	8.70%	3.80%	10.77%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
годишно изменение	3.94%	78.86%	-	13.38%	13.10%	31.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Вземания	79	145	90	516	451	529	528	503	476	445	448
% от продажбите	3.80%	6.75%	9.32%	23.63%	51.13%	24.00%	23.00%	21.00%	19.00%	17.00%	16.45%
годишно изменение	12.90%	77.82%	-	250.00%	401.11%	1.58%	-4.17%	-8.70%	-9.52%	-10.53%	-3.24%
Задължения	193	202	208	164	170	176	183	192	200	209	218
% от продажбите	9.27%	9.40%	21.53%	7.51%	19.27%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
годишно изменение	0.16%	1.40%	-	-20.15%	-18.27%	6.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Нетен оборотен капитал (НОК)	-75	15	-34	435	376	463	460	431	401	367	366
% от продажбите	-3.60%	0.70%	-3.52%	19.92%	42.63%	20.99%	20.06%	17.99%	16.02%	14.03%	13.45%
годишно изменение	-11.96%	-119.38%	-	2752.20%	-1205.88%	5.39%	-4.45%	-10.32%	-10.95%	-12.41%	-4.10%
Промяна НОК	9	90		420	410	28	-3	-29	-30	-34	-1

По отношение на вземанията е заложено постепенното им намаляване като дял от продажбите. Тази прогноза отчита, че размерът на вземанията към 31.12.2018 г. и към 30.06.2019 г., спрямо продажбите, е значително по-висок от средния, за обичайната търговска дейност на Дружеството, поради ефекта на отчетеното вземане, свързано с предоставения заем на дъщерното дружество „Велина“ ООД.

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

4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор /коефициент/ r се използва като мярка за възвращаемостта, която съответният инвеститор би търсил при съответно ниво на риск. За определяне на подходящ дисконтов фактор обикновено се използва изискваната възвращаемост на инвестиция с подобни характеристики и сравнимо ниво на риск. При използването на непрекия метод за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на среднопретеглената цена на капитала на дружеството /WACC/ - цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Формулата за среднопретеглената цена на капитала е следната:

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

където:

R_E - цена на собствения капитал;

R_D - цена на привлечения капитал;

E - стойност на собствения капитал;

D - стойност на привлечения капитал;

$V = E + D$;

E/V - дял на собствения капитал;

D/V - дял на привлечения капитал;

T_c - корпоративна данъчна ставка.

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

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

Таблица 12: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2016 г. – 2024 г.

Капиталова структура (в хил. лв.)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Средно
Собствен капитал	4 137	4 161	4 125	4 209	4 348	4 495	4 699	4 909	5 115	4 629
Привлечен капитал	465	317	569	421	174	89	0	0	0	114
Дял на собствения капитал	89.90%	92.92%	87.88%	90.91%	96.15%	98.06%	100.00%	100.00%	100.00%	97.60%
Дял на привлечения капитал	10.10%	7.08%	12.12%	9.09%	3.85%	1.94%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%

Както е видно от Таблица 12, за Дружеството (както в исторически план, така и на база прогнози) е характерно използването предимно на собствен капитал в капиталовата му структура.

Представени са стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозен период, като за база на прогнозата е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансова стойност на дълготрайните активи (материални и нематериални), оборотния капитал и финансовите активи и парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на дълготрайните активи за съответния период са равни на тези в Таблица 10, а стойностите на оборотния капитал – на тези в Таблица 11.

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

За целия прогнозен период е заложено 100% реинвестиране на НП, което е свързано и с плановите на Търговията предложител да не разпределят дивиденди.

Нетната печалба за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕВИТ) се извадят разходите за лихви и разходите за данъци. Разходите за лихви от своя страна се получават като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга – 3.50% за целия прогнозен период. Разходите за данъци са определени на база ефективна данъчна ставка от 10%.

Прогнозата за лихвоносния дълг за всяка година от разглеждания период е получена на база погасителния план за дължимите от Дружеството лихвоносни заеми. Заложено е пълно погасяване на лихвоносните задължения и считано от 2022 г. - финансиране изцяло със собствен капитал.

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

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

Таблица 3: Инвестиран капитал и източници на финансирането му за периода 2016 г.- 2024 г.

Инвестиран капитал (хил. лв.)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Нетна стойност на ДМА и ДНМА	4 587	4 475	4 388	4 353	4 269	4 183	4 095	4 004	4 029
Нетен оборотен капитал	-75	15	435	463	460	431	401	367	366
Финансови активи и парични средства	203	132	94	37	16	193	426	761	943
годишно изменение, %	20.1%	-35.0%	-28.8%	-60.6%	-56.8%	1106.3%	120.7%	78.6%	23.9%
Общо инвестиран капитал (ИК)	4 715	4 622	4 917	4 853	4 745	4 807	4 922	5 132	5 338
Собствен капитал (СК)	4 137	4 161	4 125	4 209	4 348	4 495	4 699	4 909	5 115
Коефициент на реинвестиране	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Лихвоносен дълг	465	317	569	421	174	89	0	0	0
Разходи за лихви	-43	-36	-35	-15	-6	-3	0	0	0
Ефективен лихвен процент, %	7.01%	5.87%	5.71%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Други активи минус други пасиви	-113	-144	-223	-223	-223	-223	-223	-223	-223
годишно изменение	0.9%	27.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо финансиране	4 715	4 622	4 917	4 853	4 745	4 807	4 922	5 132	5 338

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

Методологията за определянето на нормата на дисконтиране се базира на методите на „гуруто“ на теорията на оценяването проф. Асуат Дамодаран от Университета в Ню Йорк - автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т. нар „развиващи се пазари“.

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

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

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

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

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвращаемост;

β – „бета“;

R_g – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

R_b – премия за риска на съответната държава.

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

Източник на използваната информация е Bloomberg (Germany Bunds 10Y Yield (GTDEM10Y:GOV)).

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

Към 10.10.2019 г., (денят преди датата на обосновката) доходността на десетгодишните BUNDS, както е оповестена на интернет страницата на Bloomberg е отрицателна и е в размер на - 0.48 %

Текущо данни се оповестяват на следния интернет адрес:

<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>

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

(<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (TTM), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години. Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавно линеен преход от стойността на коефициента на изплащане на дивиденди за последния месец и постоянен коефициент на изплащане на дивиденди. Според Търговия предложител, този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните периоди. Така например в периоди на ниска инвестиционна активност, компаниите често предпочитат да раздават по-високи дивиденди, вместо да държат излишен кеш, като понякога коефициентът на изплащане на дивиденди дори може да надхвърля единица (когато освен текущата, се разпределят и печалби от минали години). Обратното, в периоди на инвестиционен бум компаниите ограничават стойността на дивидентите и предпочитат да реинвестират печалбата и така да увеличават стойността на компаниите в бъдеще.

На база на горепосоченото, използваната стойност на премията за септември 2019 г. е 5.32%.

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. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към януари 2019 г. сочат, че този спред е в размер на 215 базисни пункта. (2.15%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет държавни ценни книжа с рейтинг Ваа2. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 264 базисни пункта. (2.64%).

По отношение на коефициента „бета“, според общоприетите методи за оценка, когато липсата на достатъчно история или на ефективен пазар не позволява използването на „бета“ за конкретната компания, то за целите на изчисляване на цената на собствения капитал може да бъде използвана бета на компания от същия отрасъл, търгувана на развит пазар, или /което е по-коректно/ средна „бета“ за даден отрасъл.

Според теорията няма съществена разлика между „бета” коефициентите по страни в рамките на един отрасъл, тъй като премията за риска, свързан със съответната страна, вече е включена като странова премия в оценката на дисконтовата ставка. Повечето големи информационни източници, като Merrill Lynch, Barra Value Line, Standard and Poor’s, Morningstar, Reuters и Bloomberg публикуват стойности на коефициента „бета” за основните стопански отрасли, изчислени на база средна между коефициентите на публично търгуваните компании на пазарите в Европа, Азия и Америка.

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета” за отрасъла „възстановяване” (Recreation) относно дружества от развиващите се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.94.

За българския пазар, който е по-нисколиквиден, по-подходящо е използването на бета именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговият (unlevered) „бета” рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираният за дълг (relevered) „бета” е калкулиран в съответствие с капиталовата структура на “ВЕЛИНА” АД съгласно последния публикуван отчет на консолидирана база, а именно този за второто тримесечие на 2019 г.

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

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

където:

β_l – коригиран за дълг (relevered) „бета” на “ВЕЛИНА” АД;

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

D/E – общо лихвоносни заеми / общо акционерен капитал на „ВЕЛИНА” АД;

t – корпоративна данъчна ставка за България.

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

Таблица 44: Цена на собствения капитал на „ВЕЛИНА“ АД

Показател	Стойност
Безрискова доходност	-0.48%
Рискова премия за развит пазар	5.32%
Премия за странови риск	2.64%
Сектор	RECREATION
Бета (за Европа)	0.94
Секторно съотношение дълг/собствен капитал	38.73%
Ефективна данъчна ставка за сектора	19.82%
Бета без дълг	0.72
Данъчна ставка за компанията	10%
Съотношение дълг/собствен капитал за Дружеството	14.21%
Бета с дълг	0.81
Цена на собствения капитал	6.46%

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

Проучванията показват, че размерът на лихвените нива варира между 3% и 4%, в зависимост от кредитополучателя, срока и обезпечението.

За прогнозния период, поради намаляващия лихвен марж по кредитите и сравнително по-рисковия сектор, в който оперира Дружеството, е заложена цена на привлечения капитал от 3.50%. Тази стойност кореспондира и със актуалния ефективен лихвен процент по кредитите на Дружеството.

В Таблица 15 е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнозния период целева капиталова структура и стойностите на финансиране със собствен и привлечен капитал.

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

Таблица 5: Среднопретеглена цена на капитала на „ВЕЛИНА“ АД г.

Среднопретеглена цена на капитала	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Източници на финансиране - съотношение</i>						
Собствен капитал	90.91%	96.15%	98.06%	100.00%	100.00%	100.00%
Привлечен капитал	9.09%	3.85%	1.94%	0.00%	0.00%	0.00%
<i>Стойност на финансирането</i>						
Собствен капитал	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%
Привлечен капитал	3.500%	3.500%	3.500%	3.500%	3.500%	3.500%
Ефективна данъчна ставка	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<i>Стойност на финансирането след данъци</i>						
Собствен капитал	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%	6.460%
Привлечен капитал	3.1500%	3.1500%	3.1500%	3.1500%	3.1500%	3.1500%
<i>Среднопретеглена цена на капитала</i>						
Собствен капитал	5.870%	6.210%	6.330%	6.460%	6.460%	6.460%
Привлечен капитал	0.290%	0.120%	0.060%	0.000%	0.000%	0.000%
СПЦК	6.160%	6.330%	6.390%	6.460%	6.460%	6.460%
СПЦК - усреднено	6.380%					

Като краен резултат е получена осреднена стойност на среднопретеглена цена на капитала в размер на **6.380 %**. Тази стойност е използвана като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на Дружеството.

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)

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

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

където:

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

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

Съгласно една от най-авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОЕСД) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСД до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж за периода 2023 г. - 2060 г. е 1.8% средногодишно.

Към този процент е добавена и надбавка от 0.59% заради очаквания по-висок ръст на българската икономика в процеса на конвергенция, като така прогнозите са, че тя ще расте със 33% по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2023-2050 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и във връзка с това очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии

Така получената стойност от **2.39%** е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период при разглеждания сценарий.

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез прилагането на стандартната процедура за дисконтиране на бъдещи приходи се получава стойността на търговската дейност на Дружеството към датата на оценката. От получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения към 30.06.2019 г. и е прибавена сумата на паричните средства и сумата на краткосрочните финансови активи към 30.06.2019 г.

Подробни разчети са представени в Таблица 16.

Крайна оценка по метода на дискантираните парични потоци (хил. лв.)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ЕВІТ	109	161	166	226	234	228
Данъци	11	16	17	23	23	23
NOPLAT (ЕВІТ след данъци)	98	145	149	203	211	205
Амортизация	142	149	156	163	171	193
Инвестиции	-20	-65	-70	-75	-80	-218
Нетен оборотен капитал (НОК)	-28	3	29	30	34	1
Нетни парични потоци	192	232	264	321	336	181
Дисконтов фактор	0.986369	0.927152	0.871566	0.819304	0.770172	0.723970
Дискантирани нетни парични потоци (ДНПП)	189	215	230	263	259	131
Настояща стойност на ДНПП	1 287					
Терминална стойност	3 370					
ДНПП към датата на оценката	4 657					
Стойност на нетния дълг към датата на оценката	460					
Стойност за акционерите (лв.)	4 197 000					
Стойност на една акция (лв.)	2.743 лв					

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

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

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

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

За определянето на цената на една акция на “ВЕЛИНА” АД по този метод са използвани данни от последния публикуван консолидиран счетоводен отчет за второто тримесечие на 2019 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции към тази дата са 1 530 000 броя.

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

Таблица 17: Оценка на акциите на „ВЕЛИНА“ АД по метода на нетна стойност на активите

Оценка по метода на нетната стойност на активите (хил. лв.)	Стойност
Сума на активите	4 981
Сума на дългосрочните задължения	557
Сума на краткосрочните задължения	386
Нетна стойност на активите	4 038
Нетна стойност на активите на една акция	2.639 лв

V. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

Един от подходите за непосредствено определяне стойността на акциите на дадено дружество е използването на един или повече методи, които сравняват предмета на оценката с инвестиции в аналогичен обект. При метода на сравнимото предприятие се сравняват рисковия профил и потенциала за растеж на оценяваната компания с тези на избрани сравними публични дружества. Пазарните множители за аналогични предприятия дават индикация за това, колко би платил за компанията един информиран инвеститор на ефективен пазар. Тези множители впоследствие се прилагат към оперативните характеристики на оценяваното дружество, за да се достигне до заключение за неговата стойност.

Дружество-аналог, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното, предмета на дейност и източниците на приходи. От група „подходящи” дружества се избират тези, които са най - сравними с оценяваното.

Друг важен фактор при избора на подходящо сходно дружество е то да бъде активно търгувано на регулиран пазар, да осигурява прозрачност и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

Съгласно чл. 17 от Наредба №41 на КФН при оценката на дадено дружество на базата на дружества аналози се използват следните методи - метод на съотношението „цена/печалба”, метод на съотношението „цена/счетоводна стойност”, метод на съотношението „цена/приходи от продажби” и метод на съотношението „цена/печалба преди лихви, данъци и амортизации”. Пазарните множители се изчисляват въз основа на пазарни цени на сходното дружество, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

“ВЕЛИНА” АД е дружество, предлагащо специализирани услуги в сферата на хотелиерството и по-специално *балнеолечението и СПА туризма*.

Към датата на обосновката на „БФБ“ АД, както и на друг регулиран пазара не са листвани други компании, работещи в този сектор.

Сравнението между “ВЕЛИНА” АД и публични дружества от хотелиерския бранш, но специализирани в друг сегмент (например морския туризъм), както и сравнението публични дружества от друг отрасъл, не би било уместно, тъй като това би довело до значителни изкривявания, както заради различната зрялост на пазара, нивото на конкуренция, структура на разходите, съотношение собствен/привлечен капитал и т.н., така и заради различната заетост, поради сезонност, тип посетители, предлагани допълнителни услуги и т.н.

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

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

5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА

Средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца интегрира всички основни фактори от значение за инвеститорите, които определят пазарната цена на акциите на всяко дружество. Поради тази причина, тази цена би трябвало да е с най-голям относителен дял при формиране на справедливата цена на оценяваното дружество.

Разпоредбата на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41 обаче, поставя като условие наличието на активна търговия с акциите на „ВЕЛИНА“ АД, по смисъла §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на наредбата, като кумулативно следва да са изпълнени следните условия:

А. За последните шест месеца преди датата на обосновката:

А.1. акциите имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0,01 % от общия брой акции на дружеството от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода, или

А.2. сделките с акциите формират не по-малко от 1 % от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода.

Б. За предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

Б.1. сделки с акции на дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или

Б.2. броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, е не по-малко от пет.

От наличната информация, включително предоставените от „БФБ“ АД данни (приложен документ) е видно, както следва:

1. За последните шест месеца преди датата на обосновката:

- е налице минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията;

Забележка: Издадените от Дружеството акции са общо 1 530 000 бр., а среднодневния обем за предходните шест месеца е бил 11 803 бр. акции или 0.77%.

- изтъргуваните преди датата на обосновката, на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции от капитала на „ВЕЛИНА“ АД, формират повече от 1 % от общия оборот на всички акции за периода или 9,10 %.
-

2. За предходните шест месеца, преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

- Сделки с акции на „ВЕЛИНА“ АД са сключвани през по-малко от половината от всички търговски сесии (6 от 123) и през последните три месеца, преди датата на обосновката, няма сделки в поне тридесет търговски сесии (сделки са сключвани само в 4 търговски сесии);

- Броят на сделките в рамките на една търговска сесия, в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период е по-малко от пет.

Предвид изложеното, акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 и следователно средната претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “ВЕЛИНА” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41.

Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 и при използване на методите, посочени по-долу в Таблица 18.

VI. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

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

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

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

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

Основанията за това са следните:

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

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

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

VII. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА

Предвид обосновката на съответните относителни тегла на използваните оценъчни методи и в съответствие с разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на “ВЕЛИНА” АД, е определена на 2.701 лв.

Предложената от търговия преджител цена на търговото предложение, съществено надвишава определената по методите справедливата цена (виж т. I.1.1.)

В Таблица 18 синтезирано е представена съответната информация.

Таблица 7: Справедлива цена на акциите на “ВЕЛИНА” АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	2.743 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.639 лв	40%
Справедлива цена	2.701 лв	100%

VIII. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за „ВЕЛИНА“ АД е представена в Таблица 4 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба № 41,

Данните за 2016 г., 2017 г. и 2018 г. са от одитираните консолидирани годишни финансови отчети на “ВЕЛИНА” АД, а тези към полугодieto на 2018 г. и 2019 г. – от консолидираните отчети за второто тримесечие на 2018 г. и 2019 г.

При калкулацията на нетния оборотен капитал за всички периоди не са включени паричните средства и еквиваленти, краткосрочните финансови активи и краткосрочния лихвоносен дълг.

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

IX. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

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

Българска народна банка - www.bnb.bg

Министерство на финансите – www.minfin.bg

Българска фондова борса - www.bse-sofia.bg

Национален статистически институт - www.nsi.bg

Международен валутен фонд - www.imf.org

Евростат – www.ec.europa.eu/eurostat

Данни от публикувани финансови отчети на консолидирана база на “ВЕЛИНА” АД

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

Информационна агенция Bloomberg - www.bloomberg.com

Рейтингова агенция Moody’s – www.moody.com

ЗА ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ „ТОМОВ ДЕВЕЛОПМЪНТ“ ЕООД:

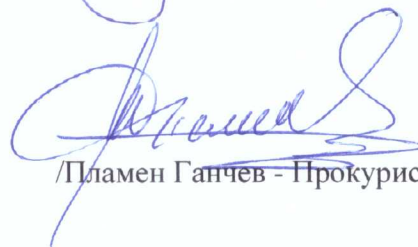


/Кирил Иванов Йонов, пълномощник на Управителя - Христо Томов Томов/

ЗА ИП „ДИЛИНГОВА ФИНАНСОВА КОМПАНИЯ“ АД:



/Николай Маринов – Изп. Директор/



/Пламен Ганчев - Прокурист/