

КОРИГИРАНО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ
ЧАСТ II - ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ЮРИЙ АНГЕЛОВ АНГЕЛОВ,
като акционер притежаващ пряко, по силата на сключено споразумение и чрез
свързано лице
общо 1 398 194 броя акции
или 91,39 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:	2.82 лв. (два лева и осемдесет и две стотинки)
Брой акции, обект на търговото предложение:	131 806

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

**Коригираното търгово предложение е регистрирано в Комисия за финансов
надзор на 14.05.2019 г.**

СЪДЪРЖАНИЕ

I. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА	3
1.1. Цена, предложена от Търговия Предложител	3
1.2. Изчислената справедлива цена на акциите	3
1.3. Стойност на акциите, изчислена съгласно всеки метод и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена на акция.....	3
1.4. Стойност на неоперативните активи	3
1.5. Среднопретеглена стойност от средната претеглена цена за последните шест месеца и друга информация.....	3
1.6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно:	4
1.7. Информация дали през последните 12 месеца е изготвяна и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител.....	4
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.....	4
1.9. Дата на обосновката и срок на валидност.....	5
1.10. друга информация за цените на акциите, която заявителят смята за съществена	5
II. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА.....	5
2.1. Основна информация за “ВЕЛИНА” АД.....	5
2.2. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план	5
2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви	5
2.2.2. Вземания.....	7
2.2.3. Задължения	7
2.2.4. Приходи и разходи.....	8
2.2.5. Исторически финансови данни	10
2.3. Рискови фактори.....	11
2.4. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на Дружеството	11
III. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ	14
IV. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ.....	15
4.1. Метод на дисконтираните нетни парични потоци	15
4.1.1. Въведение	15
4.1.2. Приходи	16
4.1.3. Оперативни разходи.....	17
4.1.4. Инвестиции и амортизация	18
4.1.5. Нетен оборотен капитал.....	20
4.1.6. Норма на дисконтиране	21
4.1.7. Дългосрочен ръст (G).....	27
4.1.8. Краен резултат	27
4.2. Метод на нетната балансова стойност на активите	28
V. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ.....	29
5.1. Метод на пазарните множители на дружествата аналози.....	29
5.2. Средна претеглена цена	30
VI. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	30
VII. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА.....	31
VIII. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ.....	31
IX. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ.....	32

I. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА**1.1. ЦЕНА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ**

Предлаганата цена от Търговия предложител възлиза на **2.82 лв. (два лева и осемдесет и две стотинки)**.

1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Изчислената справедлива цена на акциите е в размер на 2.819 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	2.863 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.754 лв	40%
Справедлива цена	2.819 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.

Единственото място за търговия, съгласно определението, дадено с §1, т. 2 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, е регулираният пазар, организиран от „БФБ“ АД. Поради тази причина за определянето на средната стойност от средната претеглена цена, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41 са използвани единствено данни предоставени от „БФБ“ АД.

За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на Търговото предложение (от 03.10.2018 г. до 03.04.2019 г.) на регулиран пазар са изтъргувани 901 994 бр. акции на Дружеството на обща стойност 1 172 179,92 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

Среднопретеглена пазарна цена на акциите на „ВЕЛИНА“ АД на регулиран пазар, преди датата на регистриране на Търговото предложение – лв.	1,30
Брой изтъргувани акции	901 994
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на обосновката – лв.	1,30
Най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.	1,30

Източник: „БФБ“ АД

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

Средната претеглена цена 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 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) за „акции, търгувани активно“, определено с кумулативните условия 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. Издадените от Дружеството акции са общо 1 530 000 бр., а среднодневния обем за предходните шест месеца е бил 7 216 бр. акции или 0.47%.

А.2. Изтъргуваните преди датата на обосновката акции от капитала на „ВЕЛИНА“ АД, формират по-малко от 1 % от общия оборот на всички акции за периода или 0,51 %

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 бр. от 125 бр.) и през последните три месеца, преди датата на обосновката, няма сделки с акции на „ВЕЛИНА“ АД в поне тридесет търговски сесии. Сделки са сключвани само в 6 бр. от всичките 64 бр. търговски сесии през тримесечния период.

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. За съответния период всичките сключени сделки с акции на „ВЕЛИНА“ АД са 8 бр. и са сключени в общо 6 бр. търговски сесии

Източник: „БФБ“ АД

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 ПЪЛНОТА 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 04.04.2019 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

Освен представеното в тази обосновка, Търговият предложител смята, че не съществува информация, включително други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени или са поискани от Комисията.

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 консолидиран финансов отчет (консолидиран отчет за четвъртото тримесечие на 2018 г.).

Съответните данни са извадкови 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 вземания, информация, за които е представена по-долу в изложението.

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

АКТИВИ /в хил. лв./	2015	2016	2017	2018-4Q
НЕПЕКУЩИ АКТИВИ	4 730	4 587	4 475	4 367
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	4 730	4 587	4 475	4 367
Земи (терени)	1 235	1 235	1 235	1 235
Сгради, инсталации и външни съоръжения	3 110	2 989	2 856	2 722
Машини, оборудване и стопански инвентар	353	335	361	347
Транспортни средства	12	8	3	-
Разходи за придобиване и ликвидация на дълготрайни материални активи	20	20	20	63
Нематериални активи	-	-	-	-
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	275	321	349	740
Материални запаси	37	39	72	112
Материали	18	19	51	91
Стоки	19	20	21	21
Търговски и други краткосрочни вземания	69	79	145	532
Вземания от клиенти и доставчици	48	56	83	24
Вземания от свързани предприятия	-	-	41	41
Предоставени аванси	2	2	2	1
Предоставени търговски заеми	-	-	-	448
Данъци за възстановяване	-	2	-	-
Други	19	19	19	18
Финансови активи	-	-	-	-
Парични средства и парични еквиваленти	169	203	132	96
Парични средства в безсрочни депозити	152	175	92	81
Парични средства в брой	17	28	40	15
ОБЩО АКТИВИ	5 005	4 908	4 824	5 107

СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ /в хил. лв./	2015	2016	2017	2018-4Q
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	4 090	4 137	4 161	4 213
Основен капитал	1 530	1 530	1 530	1 530
Резерви	910	910	910	910
Законови резерви	52	52	52	52
Премисен резерв	153	153	153	153
Други резерви	705	705	705	705
Неразпределена печалба	1 650	1 697	1 721	1 773
НЕПЕКУЩИ ПАСИВИ	577	430	313	565
Задължения по получени заеми от банки	465	317	169	421
Задължения към персонала при пенсиониране	42	43	74	74
Пасиви по отсрочени данъци	70	70	70	70
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	338	341	350	329
Задължения по получени заеми към банки	148	148	148	148
Текущи задължения, в т.ч.:	190	193	202	181
<u>задължения към доставчици и клиенти</u>	<u>43</u>	<u>46</u>	<u>26</u>	<u>31</u>
<u>получени аванси</u>	<u>12</u>	<u>6</u>	<u>2</u>	<u>6</u>
<u>задължения към персонала</u>	<u>67</u>	<u>72</u>	<u>84</u>	<u>64</u>
<u>задължения към осигурителни предприятия</u>	<u>23</u>	<u>28</u>	<u>23</u>	<u>25</u>
<u>данъчни задължения</u>	<u>33</u>	<u>28</u>	<u>27</u>	<u>24</u>
<u>други</u>	<u>12</u>	<u>13</u>	<u>40</u>	<u>31</u>
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	5 005	4 908	4 824	5 107

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015 г., 2016 г. и 2017 г. и неаудитиран консолидиран финансов отчет за 4-то тримесечие на 2018 г.

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 31.12.2018 г. Дружеството ползва два кредита, предоставени от „Юробанк България“ АД (Пощенска банка), както следва:

Кредит 1. - за реконструкция и модернизация на хотелски комплекс „Велина“, при следните условия, към момента на сключване на конкретния договор:

- 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 31.12.2018 г. непогасената сума по кредита е 169 хил.лв., в т.ч. текущо задължение, в размер на 148 хил. лв. платимо през 2019 г.

Кредит 2 - за финансиране увеличението на капитала на дъщерно дружество „Велина“ ЕООД, при следните условия, към момента на сключване на конкретния договор:

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

Към 31.12.2018 г. непогасената сума по кредита е 400 хил. лв.

¹ Към датата на сключване на договора за кредит стойността на базата „ПРАЙМ Бизнес клиенти“ е 1,00%

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 2015 г. – 2018 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./	2015	2016	2017	2018-4Q
ПРОДАЖБИ УСЛУГИ	1 447	1 463	1 497	1 552
годишно изменение	-	1.11%	2.32%	3.67%
ПРОДАЖБИ СТОКИ	589	598	624	624
годишно изменение		1.53%	4.35%	0.00%
ОБЩО ДРУГИ ПРИХОДИ	16	20	27	10
годишно изменение		25.00%	35.00%	-62.96%
ОБЩО ПРИХОДИ	2 052	2 081	2 148	2 186
годишно изменение	-	1.41%	3.22%	1.77%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015 г., 2016 г. и 2017 г. и неаудитиран консолидиран финансов отчет за 4-то тримесечие на 2018 г.

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.

Увеличението, макар и незначително на разходите за външни услуги е пряк резултат от нарасналите продажби, 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./	2015	2016	2017	2018-4Q
Приходи	2 052	2 081	2 148	2 186
<i>годишно изменение</i>	-	1.11%	2.32%	3.67%
Разходи за материали	295	278	256	272
<i>годишно изменение</i>		-5.76%	-7.91%	6.25%
<i>дял от продажбите</i>	14.38%	13.36%	11.92%	12.44%
Разходи за външни услуги и други разходи	237	213	243	256
<i>годишно изменение</i>		-10.13%	14.08%	5.35%
<i>дял от продажбите</i>	11.55%	10.24%	11.31%	11.71%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	994	1 079	1 129	1 133
<i>годишно изменение</i>		8.55%	4.63%	0.35%
<i>дял от продажбите</i>	48.44%	51.85%	52.56%	51.83%
Отчетна стойност на продадените стоки	239	248	269	282
<i>годишно изменение</i>		3.77%	8.47%	4.83%
<i>дял от продажбите</i>	11.65%	11.92%	12.52%	12.90%
Разходи за амортизация	175	170	171	166
<i>годишно изменение</i>		-2.86%	0.59%	-2.92%
<i>дял от продажбите</i>	8.53%	8.17%	7.96%	7.59%
<i>дял от активите</i>	100.00%	100.00%	100.00%	101.84%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	1 940	1 988	2 068	2 109
<i>годишно изменение</i>		2.47%	4.02%	-
<i>дял от продажбите</i>	94.54%	95.53%	96.28%	96.48%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015 г., 2016 г. и 2017 г. и неодитиран консолидиран финансов отчет за 4-то тримесечие на 2018 г.

2.2.5. ИСТОРИЧЕСКИ ФИНАНСОВИ ДАННИ

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

Финансови данни и коефициенти (консолидирана база)	2015	2016	2017	2018
1. Данни от отчета за доходите:				
1.1. нетни приходи от продажби;	2 052	2 081	2 148	2 186
1.2. оперативни разходи;	1 765	1 818	1 897	1 946
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (EBITDA) (=1.1. - 1.2.)	287	263	251	240
1.4. разходи за амортизация	175	170	171	163
1.5 печалба преди лихви и данъци/EBIT; (=1.3.- 1.4.)	112	93	80	77
1.6. финансови приходи;	0	0	0	10
1.7. финансови разходи;	56	43	36	35
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.-1.7.)	56	50	44	52
1.9. данъци;	0	0	1	0
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	56	50	43	52
2. Данни от счетоводния баланс:				
2.1. парични средства;	169	203	132	86
2.2. краткосрочни финансови активи;	0	0	0	0
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	69	79	145	542
2.4. материални запаси;	37	39	72	112
2.5. краткосрочни задължения	190	193	202	181
2.6. краткосрочен дълг	148	148	148	148
2.7. дългосрочен дълг	465	317	169	421
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	-84	-75	15	473
2.9. обща стойност на активите;	5005	4 908	4 824	5 107
2.10. обща стойност на пасивите;	915	771	663	894
2.11. обща стойност на собствения капитал;	4090	4 137	4 161	4 213
2.12. брой акции	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.)	1.37%	1.21%	1.03%	1.23%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5.*(1-10%)/2.9.)	2.01%	1.71%	1.49%	1.36%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	2.73%	2.40%	2.05%	2.38%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	2.73%	2.40%	2.00%	2.38%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	31.37%	34.11%	37.86%	26.85%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.70	0.83	0.79	1.91
(=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.81	0.94	1.00	2.25
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.41	0.42	0.45	0.43
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	29.74	26.34	14.81	4.03
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	2.673 лв	2.704 лв	2.720 лв	2.754 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	0.037 лв	0.033 лв	0.028 лв	0.034 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	1.341 лв	1.360 лв	1.404 лв	1.429 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	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%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	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
3.17. Темп на растеж на активите;		-1.94%	-1.71%	5.87%
3.18. Темп на растеж на продажбите;		1.41%	3.22%	1.77%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;		-10.81%	-15.15%	21.43%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	1.22	1.19	1.16	1.21
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0.11	0.08	0.04	0.10
3.22. заемен/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.15	0.11	0.08	0.14
3.23. цена на затваряне*	0.800 лв	0.981 лв	n.a.	n.a.
към дата	09.12.2015	10.10.2016	-	-
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	21.62	29.73	-	-
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0.30	0.36	-	-
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	0.60	0.72	-	-

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

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

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

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж в посока надолу са основно по линия на външното търсене. Растежът на европейската икономика може да се забави повече от очакваното в резултат на фактори като несигурността, свързана с предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, по-неблагоприятни условията за финансиране в глобален мащаб, засилването на протекционистичните политики в някои страни, най-вече в САЩ, нарастването на геополитическото напрежение и по-силното от очакваното забавяне на китайската икономика. По-слабата икономическа активност на основните ни търговски партньори от ЕС би имало негативно влияние не само върху износа на България, но и върху вътрешното търсене, както чрез ограничаване на ръста на потреблението, така и чрез по-слаба инвестиционна активност.

Коефициентът на безработица се понижи до 4.7% през четвъртото тримесечие на 2018 г., което бе под исторически най-ниските нива на показателя, реализирани в края на 2008 г. Тази тенденция е съпроводена с 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 заетите ще отслабне до 0.3%, като по-бавен темп на нарастване се очаква както в индустрията, така и в услугите. При селското стопанство е заложено продължаващо намаление на заетостта, поради високия дял на самонаетите в сектора и реструктурирането на земеделските стопанства от такива, в които преобладават самонаетите, към стопанства, които наемат работна сила. За все по-ограниченото предлагане на труд в икономиката влияние ще оказва както намалението на населението в трудоспособна възраст, така и бързото изчерпване на потенциалния свободен трудов ресурс от безработни и лица извън работната сила (най-вече обезкуражени). Коефициентът на безработица се очаква да е 4.8% за 2019 г., а нивото на участие в работната сила ще запази темпа си на повишение от предходната година, тъй като спадът на работната сила няма да надхвърли този на населението. Последното се очаква да се запази като тенденция до края на прогнозния хоризонт.

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

Забавянето на растежа на доходите от труд през периода отразява и по-високото търсене на труд сред лицата със средна и ниска квалификация в услугите. Номиналното нарастване на показателя в търговията се забавя до 0.9% на годишна база, а при недвижимите имоти е отбелязан спад от 6.9%. За разлика от тях, част от дейностите в икономиката се характеризират със съществено нарастване на средната заплата в т.ч. създаване и разпространение на информация (13.9%), добивна промишленост (10.4%), преработваща промишленост (9.1%), хотели и ресторанти (9%). Продължаващото нарастване на годишна база на цените допринася за забавянето на реалния растеж на средната работна заплата - до 3.8% на годишна база.

В условията на ускорен растеж на производителността на труда и нарастване на цените в страната, компенсацията на един нает ще се повиши до 8.4% през 2019 г. Заедно със заложените увеличения на заплатите в сектор образование, както и нарастването на минималната работна заплата, положителен принос се очаква и по линия на планираните

допълнителни разходи за труд в бюджетната сфера. След 2019 г. динамиката на компенсацията на един нает ще се забави и ще достигне до ниво от около 6.4% през 2021 г. Както и в предходната прогноза, с очакванията за по-бавно нарастване на наетите лица темпът на нарастването на доходите от труд ще се забави. Освен това, ефектът от повишението на социално-осигурителните вноски върху нарастването на компенсацията на един нает също се очаква да отслабва. По-нисък принос се планира и по линия на публичния сектор.

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

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

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

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

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

Таблица 5: Основни макроикономически показатели за България за периода 2016 г. – 2021 г.

Индикатор	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.2	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	1.9	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7
Валутен курс USD/EUR	1.11	1.13	1.19	1.16	1.16	1.16
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	44.0	54.4	71.5	70.8	67.7	65.0
БВП, млн. лв.	94,130	101,043	108,141	116,412	124,627	132,884
БВП, реален ръст (%)	3.9	3.8	3.6	3.7	3.5	3.5
Заетост, ръст в %	0.5	1.8	0.6	0.3	0.2	0.0
Безработица (% от работната сила)	7.6	6.2	5.4	4.8	4.3	4.0
Компенсации на един нает, ръст %	5.8	10.5	6.6	8.4	6.7	6.4
Дефлатор на БВП, %	2.2	3.4	3.3	3.8	3.4	3.0
Инфлация, средногодишна (%)	-1.3	1.2	2.7	3.0	2.5	2.3
Текуща сметка (% от БВП)	2.5	6.4	2.9	0.9	0.4	-0.3
Търговски баланс (% от БВП)	-2.0	-1.5	-4.1	-6.1	-6.2	-6.9
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5
Паричен показател МЗ, ръст в %	7.6	7.7	8.1	8.2	8.3	8.3
Кредити за фирми, ръст в %	1.6	3.8	6.3	6.9	7.4	7.8
Кредити за домакинства, ръст в %	2.0	6.1	9.6	5.4	6.1	6.4

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

Източник: Министерство на финансите (МФ)

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;
- 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 31.12.2018 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 6: Продажби на “ВЕЛИНА” АД за периода 2015 г. – 2024 г.

ПРОДАЖБИ /в хил. лв./	2015	2016	2017	2018-4Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ПРОДАЖБИ УСЛУГИ	1 447	1 463	1 497	1 552	1 614	1 679	1 754	1 833	1 916	1 992
годишно изменение	-	1.11%	2.32%	3.67%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
ПРОДАЖБИ СТОКИ	589	598	624	624	649	675	705	737	770	801
годишно изменение		1.53%	4.35%	0.00%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
ОБЩО ДРУГИ ПРИХОДИ	16	20	27	10	10	10	10	10	10	10
годишно изменение		25.00%	35.00%	-62.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОБЩО ПРИХОДИ	2 052	2 081	2 148	2 186	2 273	2 364	2 469	2 580	2 696	2 803
годишно изменение	-	1.41%	3.22%	1.77%	3.98%	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 част от посетителите на хотелския комплекс, използват за хранене ресторантската част.

Заложените темпове на растеж са прогнозиран на база отчетените такива за периода 2015 г. – 2018 г., както и очакванията на Търговия предложител. Средногодишния ръст на продажбите за прогнозния период е 4.2%, 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 2015 г. – 2024 г.

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2015	2016	2017	2018-4Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Приходи	2 052	2 081	2 148	2 186	2 273	2 364	2 469	2 580	2 696	2 803
годишно изменение	-	1.11%	2.32%	3.67%	4.00%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%	4.00%
Разходи за материали	295	278	256	272	273	260	272	258	270	280
годишно изменение		-5.76%	-7.91%	6.25%	0.37%	-4.76%	4.62%	-5.15%	4.65%	3.70%
дял от продажбите	14.38%	13.36%	11.92%	12.44%	12.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Разходи за външни услуги и други разходи	237	213	243	256	261	260	272	271	283	294
годишно изменение		-10.13%	14.08%	5.35%	1.95%	-0.38%	4.62%	-0.37%	4.43%	3.89%
дял от продажбите	11.55%	10.24%	11.31%	11.71%	11.50%	11.00%	11.00%	10.50%	10.50%	10.50%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	994	1 079	1 129	1 133	1 182	1 229	1 284	1 342	1 402	1 458
годишно изменение		8.55%	4.63%	0.35%	4.32%	3.98%	4.48%	4.52%	4.47%	3.99%
дял от продажбите	48.44%	51.85%	52.56%	51.83%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%
Отчетна стойност на продадените стоки	239	248	269	282	284	295	309	310	323	336
годишно изменение		3.77%	8.47%	4.83%	0.71%	3.87%	4.75%	0.32%	4.19%	4.02%
дял от продажбите	11.65%	11.92%	12.52%	12.90%	12.50%	12.50%	12.50%	12.00%	12.00%	12.00%
Разходи за амортизация	175	170	171	166	167	174	181	188	196	218
годишно изменение		-2.86%	0.59%	-2.92%	0.60%	4.19%	4.02%	3.87%	4.26%	11.22%
дял от продажбите	8.53%	8.17%	7.96%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%	7.59%
дял от активите	100.00%	100.00%	100.00%	101.84%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	1 940	1 988	2 068	2 109	2 167	2 218	2 318	2 369	2 474	2 586
годишно изменение		2.47%	4.02%	-	4.79%	2.35%	4.51%	2.20%	4.43%	4.53%
дял от продажбите	94.54%	95.53%	96.28%	96.48%	95.33%	93.84%	93.87%	91.82%	91.77%	92.25%

Темповете на промяна на основните групи разходи, включени в себестойността (за материали, за външни услуги, за персонал и балансовата стойност на продадените стоки) са прогнозиран като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2015 г. – 2018 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 прогнозиран на база отчетените такива към 31.03.2018 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 описани в т. 4.1.3. по-долу.

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ

Историческите данни за дълготрайните нефинансови активи (ДА) и тяхната амортизация за периода 2015 г. – 2018 г. са представени в Таблица 8.

Таблица 8: Дълготрайни нефинансови активи и амортизация за периода 2015 г. – 2018 г. (в хил. лв.)

	2015	2016	2017	2018-4Q
Отчетна стойност на съществуващите активи	7 897	7 924	7 983	8 038
Инвестиции за периода	103	27	59	55
Отчетна стойност на новите активи (с натрупване)				
Общо отчетна стойност на активите	7 897	7 924	7 983	8 038
<i>годишно изменение</i>		<i>0.30%</i>	<i>0.70%</i>	-
Норма съществуващи активи	<i>2.22%</i>	<i>2.15%</i>	<i>2.14%</i>	<i>2.03%</i>
Норма нови активи				
Норма амортизация активи	<i>2.22%</i>	<i>2.15%</i>	<i>2.14%</i>	<i>2.03%</i>
Амортизация съществуващи активи	175	170	171	163
Амортизация нови активи				
Общо амортизация	175	170	171	163
<i>годишно изменение</i>		<i>-2.90%</i>	<i>0.60%</i>	-
Балансова стойност съществуващи активи	4 730	4 587	4 475	4 367
Балансова стойност нови активи				
Балансова стойност на активите	4 730	4 587	4 475	4 367
<i>годишно изменение</i>		<i>-3.00%</i>	<i>-2.40%</i>	-
Инвестиции/Амортизация	0.59	0.16	0.35	0.34
Нетни инвестиции	-72	-143	-112	-108
<i>Нетни инвестиции/Продажби</i>	<i>-3.50%</i>	<i>-6.90%</i>	<i>-5.20%</i>	<i>-4.90%</i>
<i>Нетни инвестиции/NOPLAT</i>	<i>-57.86%</i>	<i>-138.39%</i>	<i>-126.00%</i>	<i>-126.23%</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.) стремежът ще е планираните инвестиции да превишават амортизацията с цел поддържането на стойността на активите, съответно нивата на продажбите и финансовия резултат.

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

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

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

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

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

Амортизация съществуващи активи (хил. лв.)	4Q-2018		Амортизация						балансова стойност в края на периода
	амортиза- ционна норма	отчетна стойност на активите	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Земя	0.00%	1 235	0	0	0	0	0	0	1 235
Сгради, инсталации и външни с-я	2.87%	4 670	134	134	134	134	134	134	1 918
Машини, съоръжения и стоп. инвентар	1.28%	2 091	27	27	27	27	27	27	185
Транспортни средства	9.38%	32	0	0	0	0	0	0	0
Разходи за придобиване на ДМА	0.00%	63	0	0	0	0	0	0	63
Нематериални активи	0.00%	10	0	0	0	0	0	0	0
Общо нефинансови активи	2.03%	8 101	161	161	161	161	161	161	10 725

По отношение на нововъведените активи за целите на прогнозата е направено допускането, че в рамките на прогнозния 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 2018 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	60	65	70	75	80	218
Отчетна стойност на новите активи (с натрупване)	60	125	195	270	350	568
Общо отчетна стойност на активите	8 098	8 163	8 233	8 308	8 388	8 606
<i>годишно изменение</i>	<i>1.40%</i>	<i>0.80%</i>	<i>0.90%</i>	<i>0.90%</i>	<i>1.00%</i>	<i>2.60%</i>
Норма съществуващи активи						
Норма нови активи	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Норма амортизация активи	2.06%	2.13%	2.20%	2.26%	2.34%	2.53%
Амортизация съществуващи активи	161	161	161	161	161	161
Амортизация нови активи	6	13	20	27	35	57
Общо амортизация	167	174	181	188	196	218
<i>годишно изменение</i>	<i>-2.30%</i>	<i>4.20%</i>	<i>4.00%</i>	<i>3.90%</i>	<i>4.30%</i>	<i>11.20%</i>
Балансова стойност съществуващи активи	4 314	4 153	3 992	3 831	3 670	3 509
Балансова стойност нови активи	54	106	156	204	249	410
Балансова стойност на активите	4 368	4 259	4 148	4 035	3 919	3 919
<i>годишно изменение</i>	<i>-2.40%</i>	<i>-2.50%</i>	<i>-2.60%</i>	<i>-2.70%</i>	<i>-2.90%</i>	<i>0.00%</i>
Инвестиции/Амортизация	0.36	0.37	0.39	0.40	0.41	1.00
Нетни инвестиции	-107	-109	-111	-113	-116	0
<i>Нетни инвестиции/Продажби</i>	<i>-4.70%</i>	<i>-4.60%</i>	<i>-4.50%</i>	<i>-4.40%</i>	<i>-4.30%</i>	<i>0.00%</i>
<i>Нетни инвестиции/NOPLAT</i>	<i>-90.81%</i>	<i>-67.39%</i>	<i>-65.95%</i>	<i>-48.17%</i>	<i>-47.07%</i>	<i>0.00%</i>

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 преджител 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 2015 г. – 2024 г. (в хил. лв.)

Нетен оборотен капитал (НОК)	2015	2016	2017	2018-4Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Материални запаси	37	39	72	112	114	118	123	129	135	140
% от продажбите	1.80%	1.87%	3.35%	5.12%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
годишно изменение	-	3.94%	78.86%	52.85%	-2.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Вземания	69	79	145	532	546	544	519	490	458	461
% от продажбите	3.36%	3.80%	6.75%	24.34%	24.00%	23.00%	21.00%	19.00%	17.00%	16.45%
годишно изменение	-	12.90%	77.82%	260.52%	-1.38%	-4.17%	-8.70%	-9.52%	-10.53%	-3.24%
Задължения	190	193	202	181	182	189	198	206	216	224
% от продажбите	9.26%	9.27%	9.40%	8.28%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
годишно изменение	-	0.16%	1.40%	-11.95%	-3.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Нетен оборотен капитал (НОК)	-84	-75	15	463	478	473	444	413	377	377
% от продажбите	-4.09%	-3.60%	0.70%	21.18%	21.03%	20.01%	17.98%	16.01%	13.98%	13.45%
годишно изменение	-	-11.96%	-119.38%	2933.01%	-0.71%	-4.84%	-10.16%	-10.97%	-12.63%	-3.83%
Промяна НОК	-	9	90	448	15	-5	-29	-31	-36	0

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., спрямо продажбите, е значително по-висок от средния, за обичайната търговска дейност на Дружеството, поради ефекта на отчетеното вземането, 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/ г 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 2015 г. – 2024 г.

Капиталова структура (в хил. лв.)	2015	2016	2017	2018-1Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Средно
Собствен капитал	4 090	4 137	4 161	4 213	4 292	4 416	4 549	4 739	4 938	5 134	4 678
Привлечен капитал	613	465	317	569	421	188	89	0	0	0	116
Дял на собствения капитал	86.97%	89.90%	92.92%	88.10%	91.07%	95.92%	98.08%	100.00%	100.00%	100.00%	97.57%
Дял на привлечения капитал	13.03%	10.10%	7.08%	11.90%	8.93%	4.08%	1.92%	0.00%	0.00%	0.00%	2.43%

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 и стойностите на оборотния капитал са представени в съответните таблици по-горе.

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

За целия прогнозен период е заложено 100% реинвестиране на НП, което е свързано и с плановете на 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 – 4.20% за целия прогнозен период. Разходите за данъци са определени на база ефективна данъчна ставка от 10%.

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

Прогнозата за лихвоносния дълг за всяка година от разглеждания период е получена на база погасителния план за дължимите от Дружеството лихвоносни заеми. През 2021 г. е заложено пълно погасяване на лихвоносните задължения, а считано от 2022 г. - финансиране изцяло със собствен капитал.

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

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

Таблица 13: Инвестиран капитал и източници на финансирането му за периода 2015 г.- 2024 г.

Инвестиран капитал (хил. лв.)	2015	2016	2017	2018-4Q	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Нетна стойност на ДМА и ДНМА	4 730	4 587	4 475	4 367	4 368	4 259	4 148	4 035	3 919	3 919
Нетен оборотен капитал	-84	-75	15	463	478	473	444	413	377	377
Финансови активи и парични средства	169	203	132	96	11	16	190	435	786	983
годишно изменение, %	-	20.1%	-35.0%	-27.3%	-88.5%	45.5%	1087.5%	128.9%	80.7%	25.1%
Общо инвестиран капитал (ИК)	4 815	4 715	4 622	4 926	4 857	4 748	4 782	4 883	5 082	5 278
Собствен капитал (СК)	4 090	4 137	4 161	4 213	4 292	4 416	4 549	4 739	4 938	5 134
Коефициент на реинвестиране	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Лихвоносен дълг	613	465	317	569	421	188	89	0	0	0
Разходи за лихви	-56	-43	-36	-35	-18	-8	-4	0	0	0
Ефективен лихвен процент, %	9.14%	7.01%	5.87%	5.71%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%
Други активи минус други пасиви	-112	-113	-144	-144	-144	-144	-144	-144	-144	-144
годишно изменение	-	0.9%	27.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо финансиране	4 815	4 715	4 622	4 926	4 857	4 748	4 782	4 883	5 082	5 278

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. „Ааа“ по Moody’s), а от друга – реинвестиционния риск е значителен поради ограничения обем на емисиите.

Към 03.04.2019 г., (денят преди датата на обосновката) доходността на десетгодишните BUNDS, публикувана в интернет страницата на Bloomberg е отрицателна -0,03%.

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 март 2018 г.

(<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/imlprem/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 месец Април 2019 г. е 5.08%.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (какъвто 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 б.т. (2.15%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет държавни ценни книжа с рейтинг Ваа2. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 264 б.т. (2.64%).

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

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

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета” за отрасъла „възстановяване” (Recreation) относно дружества от развиващите се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.98.

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 четвъртото тримесечие на 2018 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 прогнознния период е представена в следната таблица:

Таблица 14: Цена на собствения капитал на „ВЕЛИНА“ АД

Показател	Стойност
Безрискова доходност	-0.03%
Рискова премия за развит пазар	5.08%
Премия за странови риск	2.64%
Сектор	RECREATION
Бета (за развиващи се пазари)	0.98
Секторно съотношение дълг/собствен капитал	54.99%
Ефективна данъчна ставка за сектора	14.08%
Бета без дълг	0.67
Данъчна ставка за компанията	10%
Съотношение дълг/собствен капитал за Дружеството	13.51%
Бета с дълг	0.75
Цена на собствения капитал	6.40%

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.

За целта беше направено проучване за средния размер на лихвите, отпускани от търговските банки на дружества от типа на разглежданото. Проучването показва, че размерът на лихвените нива варира между 3% и 5%, 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 4.20%. 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 15: Среднопретеглена цена на капитала на „ВЕЛИНА“ АД г.

Среднопретеглена цена на капитала	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Източници на финансиране - съотношение						
Собствен капитал	91.07%	95.92%	98.08%	100.00%	100.00%	100.00%
Привлечен капитал	8.93%	4.08%	1.92%	0.00%	0.00%	0.00%
Стойност на финансирането						
Собствен капитал	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%
Привлечен капитал	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%
Ефективна данъчна ставка	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Стойност на финансирането след данъци						
Собствен капитал	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%	6.400%
Привлечен капитал	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%
Среднопретеглена цена на капитала						
Собствен капитал	5.830%	6.140%	6.280%	6.400%	6.400%	6.400%
Привлечен капитал	0.340%	0.150%	0.070%	0.000%	0.000%	0.000%
СПЦК	6.170%	6.290%	6.350%	6.400%	6.400%	6.400%
СПЦК - усреднено			6.340%			

Като краен резултат е получена осреднена стойност на среднопретеглена цена на капитала в размер на **6.340 %**. 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 31.12.2018 г. и е прибавена сумата на паричните средства и сумата на краткосрочните финансови активи към 31.12.2018г.

Подробни разчети са представени в Таблица 16.

Таблица 16: Крайна оценка на стойността на акциите на „ВЕЛИНА“ АД

Крайна оценка по метода на дисконтираните парични потоци (хил. лв.)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
ЕВИТ	106	146	151	211	222	217
Данъци	11	15	15	21	22	22
NOPLAT (ЕВИТ след данъци)	95	131	136	190	200	195
Амортизация	167	174	181	188	196	218
Инвестиции	-60	-65	-70	-75	-80	-218
Нетен оборотен капитал (НОК)	-15	5	29	31	36	0
Нетни парични потоци	187	245	276	334	352	195
Дисконтов фактор	0.955386	0.898406	0.844849	0.794482	0.747116	0.702569
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	179	220	234	265	263	137
Настояща стойност на ДНПП	1 298					
Терминална стойност	3 556					
ДНПП към датата на оценката	4 854					
Стойност на нетния дълг към датата на оценката	473					
Стойност за акционерите (лв.)	4 381 000					
Стойност на една акция (лв.)	2.863 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 четвъртото тримесечие на 2018 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	5 107
Сума на дългосрочните задължения	565
Сума на краткосрочните задължения	329
Нетна стойност на активите	4 213
Нетна стойност на активите на една акция	2.754 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, предхождащи датата на обосновката 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 за използване на тази цена, наличието на активна търговия с акциите на „ВЕЛИНА“ АД. Понятието активната търговия или конкретно „акции, търгувани активно“ е дефинирано с разпоредбата на §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

От представената в т. I.1.6 информация е видно, че акциите на „ВЕЛИНА“ АД не са търгувани активно, поради което цената на затваряне не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите, 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 остойносттава 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, предмет на настоящото Предложение е определена и възлиза на **2.819 лв.**

В Таблица 18 синтезирано е представена съответната информация.

Таблица 18: Справедлива цена на акциите на “ВЕЛИНА” АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	2.863 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.754 лв	40%
Справедлива цена	2.819 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 2015 г., 2016 г. и 2017 г. са от одитираните консолидирани годишни финансови отчети на “ВЕЛИНА” АД, а тези за 2018 г. – от консолидирания отчет за четвъртото тримесечие на 2018г.

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 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 A. Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Информационна агенция Bloomberg - www.bloomberg.com

Рейтингова агенция Moody's – www.moodis.com

ТЪРГОВ ПРЕДЛОЖИТЕЛ:

/Юрий Ангелов/

ЗА ИП „ДИЛИНГОВА ФИНАНСОВА КОМПАНИЯ“ АД:

/Николай Маринов – Изп. Директор/

/Пламен Ганчев - Прокурист/