

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ НА „ВЕТА ФАРМА“ АД ВЪВ ВРЪЗКА С ПРОЦЕДУРА ПО ПРЕОБРАЗУВАНЕ

съгласно 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 и Международен стандарт за финансово отчитане (МСФО) 13 Оценяване по справедлива стойност

Дата на изготвяне на оценката: 15.01.2024

Изготвил оценката: София Интернешънъл Секюритиз АД

Настоящата обосновка е регистрирана в Комисията за финансов надзор на 23.01.2024 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

Част I. Резюме на данните от оценката.....	5
Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата стойност	6
Точка 2. Справедлива стойност на борсово търгувани капиталови инструменти	7
Точка 2.1. Справедлива стойност на активно търгувани акции, определена като хипотеза от ниво 1 на МСФО 13	7
Точка 3. Справедлива стойност на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена	7
Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка базирани на хипотези от ниво 2 и ниво 3 на МСФО 13	9
Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13	9
Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13.....	10
Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества, определена като хипотеза от ниво 2 на МСФО 13	10
Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет.....	11
Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката.....	11
Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца	11
Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца	11
Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца	11
Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно	12
Точка 6.1. Информация съгласно Наредба 41 на КФН.....	12
Точка 6.2. Информация съгласно МСФО 13.....	12
Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството или съществена част от активите на дружеството от независим оценител	12
Точка 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	12
Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност	12



Точка 10. Друга информация за цените на акциите, която заявителят счита за съществена...	12
Част II. Разяснение на извършената оценка.....	14
Точка 11. Обосновка за използваните методи.....	14
Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество.....	17
11.2. Характеристиките на оценяваното дружество в исторически план.....	24
11.3. Относителните към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света	24
11.4. Характеристики за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество.....	27
11.5. Други съществени обстоятелства, поради които изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи	29
Точка 12. Оценка по Справедлива стойност на активно търгувани акции, определена като хипотеза от ниво 1 на МСФО 13	38
Точка 13. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13	38
Точка 14. Оценка по метод на нетната стойност на активите, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13.....	51
Точка 15. Оценка по метод на пазарните множители на сходни дружества, определена като хипотеза от ниво 2 на МСФО 13	52
Част III. Систематизирана финансова информация	59
Точка 16. Данни от отчета за печалбата и загубата и другия всеобхватен доход	60
Точка 16.1. Нетни приходи от продажби.....	61
Точка 16.2. Себестойност на продажбите	Error! Bookmark not defined.
Точка 16.3. Брутна печалба/загуба.....	61
Точка 16.4. Административни разходи и разходи за продажби	62
Точка 16.5. Печалба/загуба от дейността	63
Точка 16.6. Финансови приходи и разходи	63
Точка 16.7. Печалба/загуба (преди разходи за данъци).....	63
Точка 16.8. Нетна печалба/загуба	64
Точка 16.9. Забележки относно съответствие на представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН и МСС/МСФО.....	64
Точка 17. Данни от отчета за финансовото състояние	65
Точка 17.1. Парични средства и парични еквиваленти.....	66
Точка 17.2. Нетен оборотен капитал.....	66
Точка 17.3. Обща стойност на активите	67
Точка 17.4. Обща стойност на пасивите.....	67

Точка 17.5. Обща стойност на собствения капитал	67
Точка 17.6. Забележки относно съответствие на представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН и МСС/МСФО	67
Точка 18. Финансови коефициенти по чл. 7, ал. 2, букви "г" - "к" от Наредба 41 на КФН и метод за изчисляването им по МСФО	67
Точка 19. Други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени	69
Част IV. Източници на използваната при обосновката информация	72



[Handwritten signature]



Част I. Резюме на данните от оценката

Настоящата е извършена в съответствие с

- Международен стандарт за финансово отчитане (МСФО) 13 Оценяване по справедлива стойност, приложим на основание Регламент (ЕО) № 1126/2008 на Комисията от 3 ноември 2008 година за приемане на някои международни счетоводни стандарти в съответствие с Регламент (ЕО) № 1606/2002, Регламент (ЕС) № 1255/2012, Регламент (ЕС) № 1361/2014, Регламент (ЕС) 2016/2067, Регламент (ЕС) 2017/1986;
- Международен стандарт за финансово отчитане (МСФО) 9 Финансови инструменти, приложим на основание Регламент (ЕС) 2016/2067 на Комисията от 22 ноември 2016 година за изменение на Регламент (ЕО) № 1126/2008 за приемане на някои международни счетоводни стандарти в съответствие с Регламент (ЕО) № 1606/2002 на Европейския парламент и на Съвета, Регламент (ЕС) 2017/1986, Регламент (ЕС) 2018/498, Регламент (ЕС) 2020/34, Регламент (ЕС) 2021/25, Регламент (ЕС) 2021/1080, Регламент (ЕС) 2021/2036;
- Международните стандарти за оценка (International Valuation Standards, IVS), приети от International Valuation Standards Council в сила от 31 януари 2022;
- Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК);
- Търговския закон (ТЗ); и
- Действащите наредби на Комисията за финансов надзор.

Формата и съдържанието на настоящата оценка са съобразени с изискванията на 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 на Комисията за финансов надзор на Република България (наричана нататък за краткост Наредба 41 на КФН).

Съгласно изискванията на Наредба 41 на КФН, съотношението на замяна на 1 акция на преобразуващото се дружество срещу акции на приемащото дружество е определена чрез разделяне на определената справедлива стойност на индивидуална основа на една акция на преобразуващото се дружество (**3.48 лева**) на определената справедлива на консолидирана основа стойност на една акция на приемащото дружество **5.37 лева**), с приемане на точност на закръгление (два знака след десетичната запетая), което възлиза на съотношение от **0.65¹ акции на приемащото за 1 акция на преобразуващото се дружество**.

¹ 0.6480446927 без закръглениято.

Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата стойност

Съгласно чл. 123, ал. 1, т.1 от Закона за публично предлагане на ценни книжа, договорът или планът за преобразуване по чл. 262ж от Търговския закон освен данните по чл. 262ж от Търговския закон трябва да съдържа и справедливата цена на акциите на всяко от преобразуващите се дружества, съответно дружество, както и съотношението на замяна на акциите на преобразуващите се дружества, съответно преобразуващото се дружество, срещу акции на новоучредените дружества, съответно дружество, или на приемащото дружество, определени към дата, която не може да е по-рано от един месец преди датата на договора или плана за преобразуване, а съгласно т. 2 от същата алинея, обосновка на цената по т. 1 въз основа на общоприети оценъчни методи, които методи съгласно чл. 123, ал. 2 от ЗППЦК се определят с Наредба, като визираната в ЗППЦК Наредба за оценъчните методи и Наредба №41 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, на Комисията за финансов надзор, доколкото по силата на чл. 1, ал. 1, т. 1 от същата Наредба, с нея се уреждат изискванията към съдържанието на обосновката на справедливата цена на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на 1. преобразуване на търговски дружества с участието на най-малко на едно публично дружество.

Съгласно чл. 262ж, ал. 2, т. 2 от Търговския Закон съотношението на замяна на акциите или дяловете на преобразуващото се дружество и приемащото дружество е задължителна част от договора за преобразуване и се определя към конкретна дата, като тази дата съгласно ал. 4 на същия член не може да е по-рано от 6 месеца преди датата на договора или плана за преобразуване и по-късно от датата на договора или плана за преобразуване.

В съответствие с чл. 5, ал. 1 от Наредба №41 на КФН, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката, и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3.

В съответствие с чл. 5, ал. 3 от Наредба №41 на КФН, ако акциите на дружеството не се търгуват активно през последните шест месеца преди датата на обосновката, справедливата цена на акциите се определя като средна претеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно методи от поне две от следните групи:

1. метод на дисконтираните парични потоци;



Handwritten signature in blue ink.



2. метод на нетната стойност на активите, и

3. методи, използващи пазарните множители на сходни дружества или на сключени сделки по придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, включително и по търгови предложения.

На тази основа, е възприет подход, оценката да бъде извършена в съответствие с изискванията на Наредба №41 на КФН, като за целите на оценката са използвани междинни финансови отчети на преобразуващото се и приемащото дружество към 30.09.2023 година.

Точка 2. Справедлива стойност на борсово търгувани капиталови инструменти

Точка 2.1. Справедлива стойност на активно търгувани акции, определена като хипотеза от ниво 1 на МСФО 13

Оценяваното дружество не е публично търгувано дружество, поради което за него не могат да бъдат изпълнени хипотезите за активно търгувано дружество.

Точка 3. Справедлива стойност на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена

Съгласно чл. 5, ал. 5 на Наредба 41 на КФН, претеглянето по чл. 5 ал. 3 се осъществява чрез умножаване на стойността на акциите, получена от пазара и/или съгласно приложените оценъчни методи, по техните относителни тегла. Преобразуващите се дружества или дружествата, страни по договор за съвместно предприятие, съответно търговият предложител, определят тегла, чрез които обосновано считат, че ще се определи по-реалистична оценка на справедливата цена към датата на обосновката ѝ. Не се допуска използването на тегло, по-ниско от 20% и по-високо от 80%.

Съгласно чл. 6, ал. 1 на Наредба 41 на КФН, справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност в случаите, когато:

1. ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5, или
2. общото събрание на акционерите е приело решение за ликвидация на дружеството или дружеството е в производство по несъстоятелност при условията на чл. 630 от Търговския закон.

За избягване на неяснота относно използваната методология от страна на оценяващия, е изготвена следната таблица, която представя базисна информация при прилагане на

оценъчните модели по МСФО 13 и по Наредба 41 на КФН и съответно базисната логика при избор на модели и техните тегла от оценяващия²:

Ключова информация	МСФО 13	Наредба №41 на КФН	Подход при оценката на Вета Фарма
Общ подход	В конкретния случай, доколкото дружеството в съществена степен е неработещо и ще прекрати съществуването си като правен субект след вливането, справедливата стойност би била равна на ликвидационната стойност.	Следва се принцип на претеглянето, дори ако дружеството е активно търгувано и за него е приложим метод от ниво 1 на МСФО 13. Допустимо е тежестите на методите да са съобразени с мястото им в йерархията на справедливата стойност.	Дружеството е работещо предприятие, но за последния междинен период реализира отрицателен финансов резултат. В допълнение, дружеството ще бъде прекратено чрез вливане, при което активите и пасивите на вливащото се дружество се оценяват по справедлива стойност към датата на вливането. С оглед на тези обстоятелства, методът на нетна стойност на активите е най-релевантен и присъства с тегло от 60%, а двата други оценъчни метода са взети с равни тегла от 20%.
Методи от Ниво 1	Пазарна цена към края на предходния ден за активно търгувани финансови инструменти.	Средна пазарна цена за предходните 6 месеца.	Не е приложим, дружеството не е активно търгувано.
Методи от Ниво 2	Оценка на база на алтернативна пазарна информация, напр. търгово предложение на определена цена за значителен пакет акции, съпоставка с пазарни еквиваленти.	Наредба №41 разглежда пазарни аналози и допуска използване на информация да придобиване на значими пакети от акции, но само от сходни дружества, изключвайки от обхвата <u>самото оценявано дружество</u> .	Приложим е метода на пазарните аналози, който присъства с тегло от 20%.
Методи от Ниво 3			Използват се два метода от Ниво 3.
(а) методи базирани на счетоводна стойност	Нетна стойност на активите	Нетна стойност на активите	Методът е приложим и присъства с тегло от 60%.

² Доколкото настоящата оценка се изготвя в съответствие с изискванията на Наредба 41 на КФН, изборът на оценяващия да избере подход, който е максимално съпоставим с принципите на МСФО 13 е изцяло експертна преценка на оценяващия, и не следва да бъде възприеман като „общоприета практика“ или „препоръчителна практика“ при прилагането на Наредба 41 на КФН.



(б) методи базирани на ликвидационна стойност	Ликвидационна стойност	Ликвидационна стойност	Методът не е приложим, тъй като дружеството е работещо предприятие.
(в) методи базирани на дисконтирани парични потоци	Един от два алтернативни метода - FCFF / FCFE, тъй като методът на дисконтираните дивиденди не е приложим	Един от два алтернативни метода - FCFF / FCFE, тъй като методът на дисконтираните дивиденди не е приложим	Методът е приложим и присъхва с тегло от 20%.

Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка базирани на хипотези от ниво 2 и ниво 3 на МСФО 13

Оценъчен метод	Цена на 1 Акция	Тежест
Пазарни Еквиваленти	8.3836	20%
Дисконтирани парични потоци	4.4615	20%
Нетна стойност на активите	1.5119	60%
Справедлива Стойност	3.4762	

Източник: Изчисления СИС

Въз основа на прилагането на три оценъчни метода, определяме справедливата стойност на една акция на **3.4762** лева, или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **3.48** лева. В точка 11 е предоставена аргументацията по отношение на избраните методи и относителната им тежест.

Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13

Справедливата стойност въз основа на метода на дисконтираните парични потоци, възлиза на 4.4614601249 лева на акция или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **4.46** лева на акция.

Показател	хил лв
Съвкупност от дисконтираните парични потоци	2 534.9
Дисконтирана терминална стойност	17 207.2
Счетоводна стойност на дълга	813.0
Пари и парични еквиваленти	1 326.0
Нетна стойност на дълга	-513.0
Стойност на капитала по метода	20 255.0
Брой акции в обращение	4 540 000
Справедлива цена на 1 акция, лв	4.4615

Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13

Справедливата цена, определена въз основа на нетната стойност на активите, възлиза на 1.5119 лева на акция или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **1.51 лева**.

Показател към 30.09.2023 г.	Хил. лв.
Общо активи	7,677
Общо пасиви	813
Нетна стойност на активите	6,864
Корекции за отчитане на условни пасиви и пасиви в пасиви при промени в бизнес комбинация ³	0
Корекции при рециклиране на друг всеобхватен доход през печалба и загуба (във връзка с преобразуване)	0
Брой акции в обращение	4,540,000
Нетна стойност на активите на една акция (лева)	1.5119

Източник: Изчисления СИС

Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества, определена като хипотеза от ниво 2 на МСФО 13

Справедливата стойност въз основа на метода на пазарните множители на сходни дружества, възлиза на **8.3836 лева на акция** или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **8.38 лева на акция**.

ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПАЗАРНА ЦЕНА СЪГЛАСНО МЕТОД НА АНАЛОЗИТЕ	
Коефициент цена към балансова стойност (P/B) въз основа на метод на пазарните аналози	6.0895
Балансова стойност на акция на оценяваното дружество за последния отчетен период, лв.	1.5119
Цена на акция въз основа на коефициента P/B, лв.	9.2067
Относителна тежест в крайната оценка	50%
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S) въз основа на метод на пазарните аналози	9.9034
Продажби на акция към оценяването дружество за последните 12 месеца, лв.	0.7634

³ Доколкото преобразуващото се дружество е част от бизнес комбинация с приемащото дружество, и доколкото приемащото дружество отчита дъщерното дружество в рамките на консолидация, определени договорни клаузи по договори с кредитори на преобразуващото се дружество могат да доведат до признаване на условен пасив или пасив в променената бизнес комбинация с отчитане на МСФО 3 и МСФО 10. В точка 11.5.2 са описани подробно определени ограничения относно заключението, че размерът на коректива следва да е 0.



Цена на акция въз основа на коефициента P/S, лв.	7.5606
Относителна тежест в крайната оценка	50%
Коефициент цена към доход на една акция (P/E) въз основа на метод на пазарните аналози	37.8131
Доход на акция на оценяваното дружество за последните 12 месеца, лв.	-0.0650
Цена на акция въз основа на коефициент P/E, лв.	-2.4570
Относителна тежест в крайната оценка	0%
Заклучение за пазарна цена въз основа на метода на пазарните аналози, лв.	8.3836

Източник: Изчисления СИС

Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет

По данни от последния одитиран финансов отчет на дружеството от 31.12.2022 няма неоперативни активи на дружество. Доколкото към датата на извършване на оценката, не е бил публикуван още одитиран годишен финансов отчет към 31.12.2023 година, за целите на оценката е използван междинният неодитиран финансов отчет към 30.09.2023 г. Съгласно получената от дружеството информация, неоперативни активи няма и към 30.09.2023 г.

Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката

Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно

Точка 6.1. Информация съгласно Наредба 41 на КФН

Критериите за определяне на статус за „акции търгувани активно“ са два кумулативни критерия с две под-хипотези, дефинирани детайлно в § 1, точка 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба 41 на КФН. Доколкото Дружеството не е публично, за него не са изпълнени тези хипотези.

Точка 6.2. Информация съгласно МСФО 13

За оценяваното дружество при прилагане на дефинициите от Допълнение А на МСФО 13, и с отчитане на Параграф Б37 на МСФО 13, не са налице основания за определяне акциите на дружеството като активно търгувани.

Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството или съществена част от активите на дружеството от независим оценител

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не са изготвяни оценки на съществени активи на дружеството, които да са валидни към датата на обосновката.

Точка 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 на Република България 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.

Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност

Настоящата обосновка е изготвена на 15.01.2024 г. и има срок на валидност от 180 дни, с оглед на изискванията по МСФО 13 и МСФО 9.

Точка 10. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество след преобразуването и друга информация за цените на акциите, която се счита за съществена

В съответствие с изискванията на чл. 21, ал. 2 от Наредба 41, и с отчитане на специфичните разпоредби на определени международни счетоводни стандарти и стандарти за финансово отчитане (и по-конкретно IFRS 3, IFRS 5, IFRS 10, IFRS 13, IAS 20,



Handwritten signature in blue ink.



IAS 24, IAS 27, IAS 28, IFRIC 19, SIC 10⁴), оценяващите посочват, че след вливането не се очаква да настъпят значителни промени в консолидираните финансови отчети на дружеството-майка, което е и приемащо дружество.

Същевременно, оценяващите посочват, че липсата на значим счетоводен ефект към определен момент не е показателно за бъдещи икономически ефекти и в този смисъл обръщат внимание на един от най-съществените икономически ефекти от вливането – преустановяване на необходимостта от предоставяне на финансиране от дружеството-майка към преобразуващото се дружество. Към момента на вливането, съществена част от приходите на вливащото се дружество са от други дружества в групата, които не се явяват дружество-майка. Не е възможно да се извършат надеждни заключения относно това в каква степен търговските условия по такива договори биха се променили при заместването в тях на вливащото се дружество с приемащото дружество, доколкото последното се явява дружество-майка в групата и за него се прилагат определени правила (конкретно данъчни практики по отношение на определяне на пазарни отношения между дружество-майка и дъщерни дружества в икономическа група), които могат да доведат до ревизиране на определени условия по договорите. В процеса на оценка, ние сме се запознали с действащите договори, и нашето експертно становище е, че не съществува висока вероятност от такова бъдещо предоговаряне, което да е продиктувано единствено от вливането. Същевременно дружеството майка към момента има съществуващи делови отношения с част от тези контрагенти на вливащото се дружество и определени условия по тях, включващи неизчерпателно, разчети, предоставени финансираия, предоставени гаранции, които може да подлежат на ревизиране в резултат на агрегиране към тях на разчетите по договорите на вливащото се дружество, в които то ще бъде заместено от приемащото дружество.

Детайлна информация относно извършения анализ на счетоводните ефекти от вливането за приемащото дружество като дружество-майка е представена в точка 19.

На база на представената в точка финансова информация на консолидирана база, към 30.09.2023 година, за приемащото дружество тези ефекти могат да се обобщят:

⁴ За избягване на съмнение, оценяващите декларират, че към момента стандартите IFRS 3 и IAS 28 са в процес на ревизиране от IASB, и се очаква да започне ревизиране на IAS 1 и IFRS 10, като извършеният анализ се основава на действащите към момента на оценката стандарти.

Про-форма преди вливането	Приемащо дружество	Преобразуващо се дружество	
Брой акции в обращение преди вливането	159 112 242	4 540 000	
Справедлива стойност на 1 акция преди вливането (в лв)*	5.37	3.48	
Стойност на дружеството (в лв)	854 432 739.54	15 799 200.00	
Про-форма след вливането	Приемащо дружество	Преобразуващо се дружество	
Брой акции в преобразуващото се дружество, които не се притежават от приемащото дружество	Неприложимо	1 050	
Справедлива стойност, съответстваща на дела в преобразуващото се дружество, която не принадлежи на приемащото дружество (в лв)**	3 654.00	Дружеството се прекратява в резултат на вливането	
Положителни корективи (отписани пасиви, признати допълнителни активи) при вливането***	0.00		
Отрицателни корективи (новопризнати пасиви, отписани активи) при вливането***	0.00		
Намаление на парична наличност, в резултат на заплащане в брой на част от цената по вливането към миноритарни акционери на вливащото се дружество	-51.11		
Справедлива стойност на приемащото дружество след вливането (в лв.)	854 436 342.43		
Брой акции на придобиващото дружество, заплатени при вливането на миноритарни акционери на преобразуващото се дружество	673		
Брой акции в обращение след вливането	159 112 915.00		
Справедлива цена на 1 акция след вливането (в лв.)	5.37		
* на база на извършена оценка по справедлива стойност			
** определено чрез умножаване на справедливата стойност на 1 акция на преобразуващото се дружество по броя акции в преобразуващото се дружество, които се притежават от лица, различни от придобиващото дружество			
*** на база предварително оценко на София Интернешънъл Секюритиз. Точната стойност се определя към момента на счетоводно отчитане на вливането, след потвърждение от независим одитор.			

Приемащото дружество е емитирало варианти, което следва да се възприема от потенциалните и настоящи акционери на дружеството като съществено основание да очакват бъдещо увеличение на капитала и съответно увеличение на броя акции в обращение, което може да има значителен ефект върху счетоводната стойност на една акция в бъдеще. Този ефект не може да бъде оценен надеждно към датата на изготвяне на настоящата оценка⁵.

Няма друга информация за цените на акциите, която да е съществена.

Част II. Разяснение на извършената оценка

Точка 11. Обосновка за използваните методи

Съгласно чл. 7, ал. 1 - 3 от Наредба 41 на КФН, по-долу е предоставена обосновка за използването на всеки оценъчен метод по чл. 5 на Наредбата, теглото, което е определено за всеки от използваните оценъчни методи, както и всяко допускане, твърдение или прогнози, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи.

Метод на пазарните аналози

⁵ В точка 14 е предоставена допълнителна индикативна информация за потенциалния ефект от упражняване на вариантите върху стойността на една акция.



Handwritten signature in blue ink.



Методът на пазарните аналози отразява в най-висока степен пазарна информация включително очаквано развитие на самото дружество и алтернативни инвестиции в близки аналози/конкуренти на дружеството. Същевременно съществува несигурност по отношение на статута на действащо предприятие на дружеството, което ограничава приложимостта на методи ниво 2 на МСФО 13. Съществуват и определени ограничения при използването на метод „последни 12 месеца“ за целите на определяне на някои финансови измерители (конкретно, приходи и печалба и производни от тях коефициенти).

Тъй като даденото дружество не е борсово търгувано, и в значителна степен не изпълнява хипотезите за действащо предприятие, за него методът на пазарните аналози е с ниска степен на приложимост, поради което е взет с минимално допустимо тегло, 20%.

Метод на нетната (и коригираната нетна) стойност на активите

Методът на нетна стойност на активите отразява историческа финансова информация и в този смисъл в най-висока степен предоставя точна информация към определен исторически момент. Доколкото дружеството ще прекрати съществуването си като отделен стопански субект при вливането, на или около тази бъдеща дата ще бъде извършено ефективна прехвърляне на всички активи и пасиви на дружеството по справедлива стойност.

Тъй като се очаква дружеството да прекрати фактическото си съществуване след вливането като самостоятелно дружество, то за него методът на нетната стойност на активите (конкретно, неговият осъвременен вариант – метод на коригираната нетна стойност на активите) е в максимална степен представителен за справедлива стойност, поради което този метод участва с най-високото допустимо тегло от 60%.

Методи на дисконтираните парични потоци

По отношение на методите от групата на дисконтираните парични потоци, с отчитане на негативен финансов резултат на оценяваното дружество за последния междинен период и значителния дял в продажбите на продажби към свързани дружества от групата, е с ограничена приложимост, поради което е взет с минимално допустимо тегло, 20%.

Като бе взето под внимание изложеното по-горе, в съответствие с принципите на МСФО и изискванията на Наредба №41 на КФН справедливата цена на акция на дружеството е изготвена въз основа на три оценъчни метода.

При избора на конкретни модели и техните тегла, оценяващият е следвал и логиката да следва предписанията на Наредба 41 на КФН и същевременно да се придържа в максимална степен до принципите на МСФО 13, в резултат на което е достигнал до

следните систематизирани по-долу конкретни изводи по отношение на приложими методи и техните избрани тегла:

Ключова информация	МСФО 13	Наредба №41 на КФН	Подход при оценката на Вета Фарма
Общ подход	В конкретния случай, доколкото дружеството в съществена степен е неработещо и ще прекрати съществуването си като правен субект след вливането, справедливата стойност би била равна на ликвидационната стойност.	Следва се принцип на претеглянето, дори ако дружеството е активно търгувано и за него е приложим метод от ниво 1 на МСФО 13. Допустимо е тежестите на методите да са съобразени с мястото им в йерархията на справедливата стойност.	Дружеството е работещо предприятие, но за последния междинен период реализира отрицателен нетен финансов резултат. В допълнение, дружеството ще бъде прекратено чрез вливане, при което активите и пасивите на вливащото се дружество се оценяват по справедлива стойност към датата на вливането. С оглед на тези обстоятелства, методът на нетна стойност на активите е най-релевантен и присъства с тегло от 60%, а двата други оценъчни метода са взети с равни тегла от 20%.
Методи от Ниво 1	Пазарна цена към края на предходния ден за активно търгувани финансови инструменти.	Средна пазарна цена за предходните 6 месеца.	Не е приложим, дружеството не е активно търгувано.
Методи от Ниво 2	Оценка на база на алтернативна пазарна информация, напр. търгово предложение на определена цена за значителен пакет акции, съпоставка с пазарни еквиваленти.	Наредба №41 разглежда пазарни аналози и допуска използване на информация да придобиване на значими пакети от акции, но само от сходни дружества, изключвайки от обхвата <u>самото оценявано дружество</u> .	Приложим е метода на пазарните аналози, който присъства с тегло от 20%.
Методи от Ниво 3			Използват се два метода от Ниво 3.
(а) методи базирани на счетоводна стойност	Нетна стойност на активите	Нетна стойност на активите	Методът е приложим и присъства с тегло от 60%.



(б) методи базирани на ликвидационна стойност	Ликвидационна стойност	Ликвидационна стойност	Методът не е приложим, тъй като дружеството е работещо предприятие.
(в) методи базирани на дисконтирани парични потоци	Един от два алтернативни метода - FCFF / FCFE, тъй като методът на дисконтираните дивиденди не е приложим	Един от два алтернативни метода - FCFF / FCFE, тъй като методът на дисконтираните дивиденди не е приложим	Методът е приложим и присъзва с тегло от 20%.

На база на така изложената информация, са използвани три метода със следните тегла:

- Метод на пазарните аналози – 20%;
- Метод на дисконтираните парични потоци – 20%;
- Метод на нетната стойност на активите – 60%.

Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество

Точка 11.1.1. Особеностите на дейността

Дружеството е с предмет на дейност: производство на лекарствени, нелекарствени и други продукти, вътрешна и външна търговия, предприемаческа и рекламна дейност, финансови и юридически консултации, търговско представителство и посредничество, внос, износ, реекспорт, външнотърговски сделки с всякакви стоки, суровини и материали, комисионна и складова дейност. Когато за извършването на определена дейност се изисква разрешение (лицензия), тя ще се извършва само след получаването на съответното разрешение (лицензия).

Основната дейност на дружеството, съгласно доклада за дейността е производство на разтвори за кожа, спиртосъдържащи разтвори за дезинфекция, неспиртосъдържащи разтвори за дезинфекция, тинктури за перорално приложение, прахообразни продукти, хранителни добавки, и добавки в храните, предназначени за употреба в хранително-вкусовата промишленост.

Дружеството притежава необходимите сгради, машини и съоръжения, необходими за дейността му.

Точка 11.1.2. Обща стойност на активи и пасиви по баланс

По-долу е предоставена историческа информация за активите, пасивите и собствения капитал на оценяваната компания:

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД							
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Активи	7 677	8 213	8 078	9 698	10 773	-16.7%	-10.0%	-6.5%
Текущи активи	2 851	2 889	2 889	2 794	3 393	3.4%	-17.7%	-1.3%
Нетекущи активи	4 826	5 324	5 189	6 904	7 380	-24.8%	-6.4%	-9.4%
Собствен капитал	6 864	7 337	7 227	8 611	8 867	-16.1%	-2.9%	-6.4%
Пасиви	813	876	851	1 087	1 906	-21.7%	-43.0%	-7.2%
Текущи пасиви	390	454	394	505	1 251	-22.0%	-59.6%	-14.1%
Нетекущи пасиви	423	422	457	582	655	-21.5%	-11.1%	0.2%
Капитал и пасиви	7 677	8 213	8 078	9 698	10 773	-16.7%	-10.0%	-6.5%

* стойностите са в хил. лв. За дружеството „Вета-фарма“ АД

Отбелязваме намаляща стойност на активите и собствения капитал от 2020 г. насам. Пасивите също отбелязват намаляваща тенденция от 2020 г. насам като достигат 813 хил. лева към 30.09.2023 г. от 1,906 хил. лева през 2020 г.

Поради липсата на значителна волатилност, считаме, че финансови коефициенти, използващи в знаменател активи имат представителност и информативност.

Точка 11.1.3. Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите

Силни страни	Възможности
<ul style="list-style-type: none"> • Специализирано производство; • Добро разположение и инфраструктурна осигуреност на производствените мощности; • Ниска задлъжнялост. 	<ul style="list-style-type: none"> • Синергия с приемащото дружество, която може да намали административните разходи.
Заплахи	Слаби страни
<ul style="list-style-type: none"> • Политическа несигурност в региона в резултат на войната в Украйна. 	<ul style="list-style-type: none"> • Сравнително ниска оперативна рентабилност.

Точка 11.1.4. Коефициенти на рентабилност

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за рентабилност, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Коефициенти за рентабилност					
Рентабилност на оперативната дейност	-6.36%	3.36%	-1.05%	0.51%	5.78%
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	11.32%	118.87%	184.57%	114.63%	-3.73%
Възвращаемост на активите	-2.87%	1.49%	-0.63%	0.20%	2.34%
Капацитет за генериране на доход от активи	-2.87%	1.49%	-0.30%	1.61%	2.29%
Възвращаемост на собствения капитал	-3.21%	1.67%	-0.70%	0.22%	2.84%

Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.

Отбелязваме сравнително неблагоприятно развитие по отношение на рентабилността, като за междинния период на 2023 година и към края на 2022 година показателите са отрицателни.

Точка 11.1.5. Коефициенти за активи и ликвидност

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за ликвидност, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за активи и ликвидност					
Обращаемост на активите	0.4509	0.4451	0.5962	0.3816	0.4048
Обращаемост на оборотния капитал	1.4065	1.5014	1.9303	1.6169	2.0359
Текуща ликвидност	7.3103	6.3634	7.3325	5.5327	2.7122
Бърза ликвидност	3.9103	4.0022	3.6041	4.3881	2.3022
Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.6333	0.6035	0.6396	0.4614	0.1607

Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД							
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Нетен оборотен капитал	2 461	2 435	2 495	2 289	2 142	9.00%	6.50%	1.1%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г. и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. За дружеството „Вета Фарма“ АД

Налице е сравнително стабилно равнище на оборотния капитал в диапазона 2.1-2.5 милиона лева. Наблюдава се сравнително ниска стойност на обращаемост на общите активи (под 0.6 пъти) и на оборотния капитал (под 2 пъти, с изключение на 2020 г). Същевременно е налице висока ликвидност, което е индикативно за неоптимално управление на оборотния капитал.

Точка 11.1.6. Коефициенти за една акция

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти на една акция, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за една акция					
Коефициент Продажби на една акция	0.7624	0.8053	1.0608	0.8152	0.9606
Коефициент Печалба на една акция	-0.0485	0.0270	-0.0112	0.0042	0.0555
Коефициент Балансова стойност на една	1.5119	1.6161	1.5919	1.8967	1.9531
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.					

През периода 2020-2022 отбелязваме спадащи коефициенти за една акция. Към края на третото тримесечие на 2023 тази тенденция не се променя.

Точка 11.1.7. Коефициенти за дивидент

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти на една акция, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за дивидент					
Коефициент на изплащане на дивидент	0.00%	0.00%	-518.42%	1431.58%	163.49%
Коефициент на задържане на печалбата	100.00%	100.00%	618.42%	-1331.58%	63.49%
Дивидент на една акция	0.0000	0.0000	0.0434	0.0599	0.0907
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.					

Дружеството е разпределило дивидент както следва:

- за 2020 год.- 412 363 лв.;
- за 2021 год. – 272 400 лв.;
- за 2022 год. – 197 490 лв.

Дружеството изготвя одитирани финансови отчети на база националните счетоводни стандарти (НСС), но като част от икономическа група, в която компанията-майка е публично дружество, изготвя и финансови отчети на база международни стандарти за финансова отчетност (МСФО) като част от консолидационния пакет, използван за целите на консолидираните одитирани отчети на дружеството майка. За разглежданото дружество са налице някои значителни различия при прилагането на двата стандарта (напр. при финансовия резултат). Доколкото дивидентната политика на дружеството се основа на финансов резултат, базиран на НСС, изчислените коефициенти за дивидент на една акция на база МСФО не са показателни.



Точка 11.1.8. Коефициенти на развитие

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за развитие, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за развитие					
Темп на прираст на продажбите	-5.32%	N/A	30.13%	-15.13%	N/A
Темп на прираст на нетната печалба	-279.35%	N/A	-366.67%	-92.46%	N/A
Темп на прираст на активите	-6.53%	N/A	-16.70%	-9.98%	N/A
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.					

Отбелязваме спад през деветмесечието на 2023 спрямо съответния период на 2022. Дружеството е с отрицателен краен финансов резултат за деветмесечието на 2023 и е на загуба по МСФО за 2022 г.

Точка 11.1.9. Коефициенти за ливъридж

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за ливъридж, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за ливъридж					
Коефициент на финансова автономност	8.4428	8.3756	8.4924	7.9218	4.6522
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.1184	1.1194	1.1178	1.1262	1.2150
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.					

Отбелязваме добри нива на финансова автономност за разглеждания период.

Точка 11.1.10. Пазарни коефициенти

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни пазарни коефициенти, както и базата за изчисляването им при използване на данни от финансови отчети, изготвени съгласно МСС/МСФО:

Историческа информация	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Пазарни коефициенти					
Коефициент Цена/Продажби на акция	1.98	2.01	1.50	2.33	2.03
Коефициент Цена/Печалба на акция	-31.20	59.81	-142.64	453.21	35.19
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Пазарна цена на акциите	1.51	1.62	1.59	1.90	1.95
Брой обикновени акции	4 540 000	4 540 000	4 540 000	4 540 000	4 540 000
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.					

Следва да се отчита, че пазарните коефициенти, изчислени по МСФО се отличават от пазарните коефициенти, изчислени по НСС, и следователно горните данни не могат да се използват директно за изчисления свързани с пазарни еквиваленти въз основа на НСС, и следва да бъдат използвани основно за идентифициране на ключови трендове.

Доколкото дружеството не е обект на публично търгуване и в този смисъл, за него не е приложима пазарна цена на акциите, то пазарната цена, в съответствие с МСФО 13, се определя като справедливата стойност съгласно съответните финансови отчети изготвени в съответствие с МСФО. В този контекст, коефициентът цена към счетоводна стойност (P/B) ще бъде равен на 1.

Коефициентът цена към печалба на акция (P/E) е отрицателен към тримесечието на 2023 г. поради отчетената загуба.

В този контекст, за анализираното дружество, водещи коефициенти при съпоставка с аналози са коефициентите цена към счетоводна стойност (P/B) с относителна тежест от 50%, и цена към продажби на една акция (P/S) с относителна тежест 50%, докато коефициентът цена към печалба на акция (P/E) е неприложим.

Точка 11.1.11. Описание на начина на изчисляване на всички коефициенти, използваните стойности за тяхното изчисляване и източниците на информация

Финансовите коефициенти са изчислени както следва:



Историческа информация	Формула за изчисляване
Коефициенти за рентабилност	
Рентабилност на оперативната дейност	Нетна печалба или загуба към приходи от оперативна дейност
Капацитет за генериране на паричен	Паричен поток от оперативна дейност към Пасиви
Възвращаемост на активите	Нетна печалба или загуба към активи
Капацитет за генериране на доход от	Общ всеобхватен доход към активи
Възвращаемост на собствения капитал	Нетна печалба или загуба към собствен капитал
Коефициенти за активи и ликвидност	
Обращаемост на активите	Оперативни приходи към активи
Обращаемост на оборотния капитал	Оперативни приходи към положителната разлика между текущи активи и текущи
Текуща ликвидност	Текущи активи към текущи пасиви
Бъраза ликвидност	Текущи активи без материални запаси към текущи пасиви
Абсолютна (незабавна) ликвидност	Парични средства към текущи пасиви
Коефициенти за ливъридж	
Коефициент на финансова автономност	Собствен капитал към пасиви
Коефициент на дългосрочна	Нетекучи пасиви към собствен капитал
Коефициент Общо активи/Собствен	Активи към собствен капитал
Коефициенти за една акция	
Коефициент Продажби на една акция	Оперативни приходи към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Печалба на една акция	Нетна печалба или загуба към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Балансова стойност на една	Собствен капитал към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за дивидент	
Коефициент на изплащане на дивидент	Разпределен дивидент към финансов резултат след данъци
Коефициент на задържане на печалбата	Неразпределена като дивидент печалба към нетна печалба или загуба
Дивидент на една акция	Разпределен дивидент към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за развитие	
Темп на прираст на продажбите	Годишно изменение на оперативните приходи
Темп на прираст на нетната печалба	Годишно изменение на финансовия резултат след данъци
Темп на прираст на активите	Годишно изменение на активите
Пазарни коефициенти	
Коефициент Цена/Продажби на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент продажби на една акция
Коефициент Цена/Печалба на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент печалба на една акция
Коефициент Цена/Счетоводна стойност	Пазарна цена на една акция към коефициент балансова стойност
Пазарна цена на акциите	Последна борсова цена на една акция към датата на отчета
Брой обикновени акции	Брой обикновени акции, намален с обратно изкупените собствени акции

Следва да се отбележи, че поради използването на данни, основаващи се на одитирани по МСФО финансови отчети, горните коефициенти е възможно да се различават съществено от изчисления, основани на неодитирани данни по национален счетоводен стандарт. Доколкото МСФО отговаря на изискванията на ЕС и са общоприет еталон за отчитане по справедлива стойност, считаме, че използването на МСФО в анализа е обосновано.

Точка 11.1.12. Други съществени обстоятелства

Следва да се отчита, че макар анализираното дружество да не е публично, то е обект на консолидация в отчетите на публично дружество, както и че оперира в сфера, която е силно регулирана (производство на лекарства). Дружеството притежава разрешение (лиценз) за производство, качествен контрол и съхранение на лекарствени продукти по №BG/MIA-0205 от 10.12.2020 издаден от Изпълнителна Агенция по Лекарствата.

11.2. Характеристиките на оценяваното дружество в исторически план

Дружеството е учредено през 1999 г. със седалище и адрес на управление гр. Велико Търново, ул. „Дълга Лъка“ № 32. Дружеството е вписано в ТРРЮЛНЦ под ЕИК 104111084.

Структурата на собствеността на дружеството, съгласно последния одитиран доклад за дейността от 31.12.2022 година е:

- Софарма АД притежава 99.98%;
- Физически лица притежават 0.02%.

Ръководството на дружеството е възложено на Съвет на директорите в състав:

- Стоян Вълчинов Гаров – председател;
- Виолета Петрова Цачева – член на СД и Изпълнителен Директор; и
- Борис Анчев Борисов – член.

Дружеството се представлява и управлява от изпълнителния директор Виолета Петрова Цачева.

Към 31.12.2022 г. в дружеството работят 53 работници и служители в съпоставка с 54 към 31.12.2021 г.

11.3. Относителните към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света

Дружеството оперира в сектора фармацевтика.

Глобалната фармацевтична индустрия отбелязва съществен ръст през последните години. За 2022 глобалният фармацевтичен пазар се оценява на 1.48 трилиона щатски долара, което е лек ръст спрямо 1.42 трилиона щатски долара през предходната година.

През 2022, САЩ са най-големият фармацевтичен пазар, генериращ над 600 млрд. долара приходи. Европа заема второ място с около 213 млрд. долара приходи. Тези два основни пазара, заедно с Япония, Канада и Австралия формират т. нар. „развити пазари“ в сектора. Китай е сред основните развиващи се пазари в сектора, но отбелязва забавящ се темп на развитие, докато Бразилия е сред най-бързо растящите значими развиващи се пазари.

Водещите фармацевтични компании в света са Pfizer, Merck и Johnson & Johnson от САЩ, Novartis и Roche от Швейцария, и Sanofi от Франция France.

Фармацевтичните продукти, формиращи най-значителен обем приходи са Humira, Eliquis и Revlimid. Онкологичните препарати са водещия терапевтичен тип медикаменти в индустрията, следвани от препарати за лечение на диабет. Най-бързо растящите продажби са на препарати за третиране на автоимунни заболявания и диабет.



Повече от всяка друга индустрия, фармацевтичният сектор зависи от продължаващите научни изследвания и иновации, като фармацевтичните компании инвестират средно над 20 процента от приходите си в R&D. Същевременно, индустрията е силно чувствителна и към възможността за патентна защита на ключови препарати. Пример за съществен негативен ефект от изтичане на патентна защита е спадът в приходите на Pfizer's след изтичане на патента за Lipitor през 2012 година. През 2022 разходите за изследвания и иновации във фармацевтичната индустрия достигат до 244 млрд. долара, което е почти двойно по-високо от равнището десет години по-рано - 137 млрд. долара през 2012.

Роля за успешното представяне на повечето водещи фармацевтични компании играят процесите на релокация на производствени мощности и реорганизация на веригите на доставки, които дадоха възможност за успешно управление на разходите на компаниите и значително подобряване на ефективността им. От друга страна, рисковете във веригите на доставки значително увеличиха податливостта на фармацевтичните компании към независещи пряко от тях процеси и явления. Основните процеси, възможности и заплахи за сектора са анализирани в доклада на Макинзи и компания⁶ от октомври 2022 година:

Трендове и последици във фармацевтичната индустрия	Въздействие					
	Последици					
	Комплексност	Новински риск	Капацитет	Капиталови разходи	Ръст на пром. разходи	Възможности за икономии
Трендове						
Напредък на технологиите и приемането им	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>
Намаляване на индивидуална договорна сила	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Очаквания относно ESG	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Геополитически фактори	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Промени в пазара на труд	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Нови моделиности	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Нови очаквания по отношение работна сила	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Нагъск за иновации	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Инфлация	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Нарушаване на верига за доставки	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Фармацевтичната индустрия в България разполага с богата история и традиции. Голяма част от съществуващите големи предприятия в страната са приватизираните наследници на създадените преди 1989 г. фармацевтични заводи. Както и в Европа така и в България фармацевтичната индустрия създава както висококвалифицирани работни места и

⁶ McKinsey & Company, "Emerging from disruption: The future of pharma operations strategy" by Hillary Dukart, Laurie Lanoue, Mariel Rezende, and Paul Rutten.

висока добавена стойност, така и иновации, които движат икономиката напред. В допълнение към това, инвестициите в научна и развойна дейност много често имат и ефект върху свързаните сектори на икономиката, като химическата и хранително-вкусовата индустрии. Стойността на произведените лекарствени продукти по последни данни за 2022 г. надхвърля 400 млн. лв. Като цяло производството следва положителен тренд и във физически обем на производството, и в добавена стойност. През последните години производството на лекарствени продукти запазва своя относителен дял от преработващата промишленост като цяло на нива около 1.2% - 1.4%. Сходни са и тенденциите в данните за приходите от дейността.

Фармацевтичният пазар в България след промените през 1989г. се развива динамично и се определя от няколко ясно изразени тенденции и фактора. В страната се развива система на задължително здравно осигуряване, когато през 1998г. се приема Закона за здравното осигуряване. Задължителното здравно осигуряване гарантира свободен достъп на осигурените лица до медицинска помощ чрез определен по вид, обхват и обем пакет от здравни дейности. Създава се Националната здравноосигурителна каса (НЗОК), чиято основна задача е да осъществява и администрира задължителното здравно осигуряване в България, в частта му по управлението на събраните средства и заплащането на използваните здравни дейности и лекарства (в определен обхват и обем) в полза на здравноосигурените лица. Бюджетът на НЗОК е основен финансов план за набиране и разходване на паричните средства на задължителното здравно осигуряване и е отделен от държавния бюджет. Приходите на НЗОК се набират най-вече от осигурителни вноски. Започва да функционира и значителен реимбурсен пазар на лекарства, който се заплаща от НЗОК. Голяма част от тези медикаменти са оригинални препарати (научна разработка с патент), за които могат да се договорят допълнителни по-ниски цени или количества заради гарантирания пазар.

Поради спецификата на дейността, която се основа на строг контрол върху производството и съхранението на лекарства, както и първоначално високата инвестиция за започване на дейност, общият брой на предприятията в сектор „Производство на лекарствени вещества и продукти“ е сравнително константен като през последните десет години се наблюдават минимални изменения.

Според издадените разрешителни от Изпълнителна агенция по лекарствата (ИАЛ), има три категории дружества в сектора – дружества с разрешение за производство, дружества с разрешение за производство и внос на лекарства, и дружества с разрешение само за внос на лекарства. В разрешителните на предприятията е посочен точният адрес на помещенията за производство/контрол/съхранение на лекарствени продукти като в регистъра на ИАЛ са посочени над 70 локации, което е индикатор за значително териториално покритие, но същевременно е налице концентрация, характерно за повечето индустрии в България като над 60% от локациите са концентрирани в Югозападния район. Износът на фармацевтични продукти от България възлиза на около



1 млрд. евро. Като цяло експортът в тази продуктова група бележи ръст през последното десетилетие. Малко над 90% от всички изнесени фармацевтични продукти попадат в групата на „Медикаменти за продажба на дребно“.

Износът на фармацевтични продукти е основно насочен към страните от Европейския съюз (ЕС). На равнище търговски партньори, най-големи пазари за българските фармацевтични продукти традиционно са Германия и Русия. В този смисъл, ефектът от военния конфликт между Русия и Украйна от 2022 година се очаква да има изразено негативно влияние върху сектора, въпреки че през последното десетилетие се наблюдава принципно намаление на относителната значимост на Русия като търговски партньор за сектора, за сметка например на бърз прираст напр. на Румъния.

Вносът на фармацевтични продукти също има тенденция да нараства през последните пет години, като най-голям дял заема групата на „Медикаменти за продажба на дребно“, следвана от стоквата група „Кръв, имунологични и др. Вносът на фармацевтични продукти в е от държави, които са известни с това, че са големи производители и износители – Унгария, Германия, Нидерландия, Швейцария, Словения.

Производството на лекарствени вещества и продукти започва с изследвания и разработки. В този контекст, през последните десетилетия България се утвърди като дестинация за провеждането на клинични изпитвания на редица фармацевтични и биофармацевтични компании. Въпреки относително малкия си размер, страната е след топ 20 в света по пазарен дял в сектора, измерен през броя проведени клинични изпитвания и по брой участници в тях. Клинични изпитвания се реализират в 470 центъра за клинични изследвания, в които работят над 3,000 служители. Отделно за своите нужди фармацевтичните компании в страната развиват собствена научноизследователска дейност (клинични изпитвания, медицински научни изследвания, неинтервенционални проучвания), която по последни данни възлиза на около 20 млн. евро годишно.

11.4. Характеристики за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество

В съответствие със стандарт IVS 105 Методи и подходи за оценка, параграф 30.1, методът на съпоставимите транзакции, използва информация за транзакции с активи, които са съпоставими с оценявания актив за целите на определяне на стойност.

В съответствие с параграф 30.6 от същия стандарт, основните стъпки при този метод са:

(а) определяне на оценъчните единици използвани от участниците на пазара – в случая на анализираният дружество, това е цена на капиталов инструмент, представляващ обикновени акции с право на глас на съпоставими дружества;

(б) определяне на релевантната съпоставима информация и изчисляване на ключовата оценъчна метрика за тези транзакции – в конкретния случай това са показатели за

съпоставка, включващи МСФО-базирана метрика за дружествата (конкретно активи, капитал, оперативни приходи и печалба; метрика базирана на EBITDA не е приложима доколкото EBITDA не попада в обхвата на стандартните счетоводни отчети, изготвяни в съответствие с МСФО и доколкото съгласно изразеното становище от МСС Борда, такава метрика не е приемлива алтернативна мярка за представянето по МСФО), и съответно три коефициента, използвани широко от пазара за съпоставка между компании (Цена към счетоводна стойност на акция, Price to Book Value, P/B; Цена към оперативни приходи, Price to Sales per share, P/S; Цена към доход на една акция, Price to Earnings per share, P/E);

(в) извършване на последователен анализ на приликите и разликите между аналозите и оценяваното дружество – в случая, сравнение по избраните МСФО метрики (активи, капитал, оперативни приходи и печалба), за да се определи кръга на аналозите;

(г) извършване на корективни изчисления в съответствие с параграф 30.12(d), което не се налага в конкретния случай, поради наличието на достатъчно сходни аналози;

(д) прилагане на изведените изчисления към оценяваното дружество, в конкретния случай – определяне на средна стойност на трите ключови коефициента - P/B, P/S и P/E – за аналозите;

(е) ако се използват множители, унифициране на стойността, което в конкретния случай предполага заключение относно диапазон за цената и претеглена крайна стойност.

В съответствие с параграф 30.7(a) оценяващият предпочита използването на група, а не единствен аналог, като параграфи 30.7(b) и 30.7(c) предполагат необходимост да се избере сходна индустрия (в случая фармацевтична индустрия) и близък период (в случая, използване на ТТМ метрика, основана на 30.09.2023 година), а в съответствие с параграфи 30.7(e), 30.7(f) и 30.7(g), използването на информация за борсово търгувани компании от Източна Европа осигурява достатъчност, публичност, надеждност и актуалност на информацията, използвана за аналозите.

Оценката на дружеството се извършва в контекста на стандарт IVS 200 Предприятия и бизнес участия, като конкретно в изпълнение на параграф 20.6 от същия стандарт, определяме, че оценката е на капитала на съответното дружество, и конкретно е приложима хипотезата от параграф 20.6 (е) за „капиталова стойност“, представляваща стойността на бизнеса за съвкупността от всички държатели на капиталови инструменти.

В съответствие с параграф 50.1 от същия стандарт, считаме, че е приложим пазарният подход, като в съответствие с параграф 50.2 е налице хипотезата от буква (а) по отношение на аналозите и по отношение на факта за борсово търгувано приемащо дружество, и хипотезата от буква (с) по отношение на самата транзакция, с оглед на факта, че приемащото дружество е настоящ акционер в дружеството, обект на вливане.



В съответствие с параграф 100.1 от стандарта, оценката се основава в значителна степен и на информация получена от мениджмънта на двете дружества и други експерти, и в този смисъл в съответствие с изискванията на стандарт IVS 105 параграф 10.7, ние сме извършили оценка на достоверността и надеждността на такава информация. В този контекст, посочваме, че доколкото оценка на потенциална синергия за приемащото дружество от сделката изисква значително позоваване на несигурна бъдеща информация, и доколкото оценка на такава синергия в резултат на поглъщане на дружество негативен финансов резултат за последен междинен отчетен период представлява значителна степен на несигурност, то ние сме приели, че такава потенциална синергия не следва да бъде включена в оценката както на вливащото се дружество, така и в оценката на приемащото дружество.

11.5. Други съществени обстоятелства, поради които изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи

11.5.1. Избор на оценъчен модел и приложими параметри по метод на дисконтираните парични потоци

Съгласно чл. 8, ал. 3 на Наредба 41 на КФН, при определяне на стойността на акциите съгласно метода на дисконтираните парични потоци се използват модели, обосновани с характеристиките на дружеството и генерираните от него парични потоци, като:

1. модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) съгласно приложение № 1 към Наредба 41 на КФН;
2. модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) съгласно приложение № 2 към Наредба 41 на КФН;
3. модел на дисконтираните дивиденди (DDM) съгласно приложение № 3 към Наредба 41 на КФН – при условие, че публичното дружество е изплащало дивидент през предходните три финансови години.

По отношение на DCF методите и определяне на тяхната приложимост, отчитаме изискването на параграф 100.2 от IVS 200, и конкретно изискването, в случай, че бъдещото развитие на бизнеса се очаква съществено да се отличава от историческото представяне, оценителят трябва ясно да анализира неприложимостта на историческата финансова информация по отношение на бъдещите очаквания за бизнеса. В този смисъл след вливането, ще бъде прекратено съществуването на преобразуващото се дружество и в този смисъл за са трудно приложими DCF методи, тъй като неговата справедлива стойност след датата на вливане е фактически фиксирана и е равна на получения бизнес интерес под формата на акции в приемащото дружество.

След вливането, активите и пасивите на вливащото се дружество стават част от активите и пасивите на приемащото дружество, съответно приемащото дружество встъпва като

правоприемник на вливащото се дружество във всички действащи договори, по които страна е вливащото се дружество, съответно на консолидирана база няма да настъпят съществени промени (с оглед на МСС 27 и МСФО 10). Доколкото нито дружеството-майка, нито вливащото се дружество не са разпределяли дивидент в последните три години, методът на дисконтираните дивиденти не е приложим. При избора на приложим метод измежду FCFF и FCFE водещ аргумент за избора на първия е, че механизмът на самата сделка е миноритарни акционери на преобразуващото се дружество заменят своите акции срещу акции на приемащото дружество-майка и доплащане с парични средства.

С отчитане на гореизложеното, както за приемащото дружество, така и за вливащото се дружество е приложим като метод FCFF⁷.

Избор на дисконтов фактор

Дисконтовите проценти присъстват като елемент от времевия избор фактически още в трудовете на Адам Смит за икономическото благосъстояние на нациите и Джон Ра за психологията на времевия избор⁸ по отношение на вземането на решения с отчитане на ползи и разходи (trade off анализ) в различни моменти във времето. Дисконтовият процент работи като мярка за това в каква степен оценяваме по-високо единица полза днес в сравнение със същата единица полза в бъдеще.

Формализираното математическо представяне на времевия избор може да бъде проследено до Пол Самюелсън⁹, който предлага модел на дисконтираната полезност (DU), където дисконтовите проценти отразяват фактори с интертемпорален ефект като добавъчна (маргинална) полезност на потреблението и риск. Подходът на Самюелсън намира широко приложение преди всичко поради опростената формула, и сходството с формулата за кумулативна лихва.

Първото значима надграждане на модела на Самюелсън е при Куупманс¹⁰, който показва, че моделът на Самюелсън работи при набор от разумни допускания, като хипотезата, че индивидите показват положителни предпочитания във времето (увеличаваща се във времето полезност) и следователно лихвените проценти следва да бъдат положителни, за да измерват правилно стимулите за отлагане на потреблението във времето.

Първата съществена критика на подобен подход се отнася към бихевиористичната икономическа теория, която показва редица примери за т. нар. хиперболично

⁷ Обръщаме внимание, че съществуват алтернативни модели за определяне на терминална стойност по FCFF метода, при които тя се определя като чрез умножаване на (а) цената, по която се очаква настоящите продаващи акционери да продадат (или заменят) своите акции, и (б) общият брой акции в обращение. Доколкото този алтернативен метод не се допуска по Наредба №41 на КФН, той не е предмет на разглеждане в настоящата оценка, и тя се базира изцяло на сценарий, при който оценяваното дружество не се влива и не прекратява съществуването си в анализирания времеви хоризонт.

⁸ Frederick, S., Loewenstein, G., & O'Donoghue, T. 2002, Time discounting and time preference: A critical review, Journal of Economic Literature, 40 (2).

⁹ Samuelson, P. 1937, A Note on measurement of utility, Review of Economic Studies, 4 (2).

¹⁰ Koopmans, T. C. 1960, Stationary ordinal utility, and impatience, Econometrica, 28 (2).



дисконтиране, напр. възможността индивид да предпочита на получи доход от $X+N$ единици на ден $T+1$ вместо X единици на ден T , където T е достатъчно в бъдещето (над едномесечен хоризонт), но същия индивид да предпочита X единици доход днес пред $X+N$ единици доход утре¹¹. В този смисъл, индивидуалните дисконтови проценти зависят от избора на времеви хоризонт¹² и съответното индивидите демонстрират намаляващ във времето дисконтов процент вместо постоянен, какъвто презюмира Самюелсън. В съвременната практика са налице достатъчно доказателства за съществуването на не-експоненциално дисконтиране¹³ и това допускане е широко застъпен принцип в бихевиористичната икономика.

Във финансовата литература и регулаторната практика, изборът на дисконтов процент се базира или на модели за оценка на активи, или на факторни модели. Началото на тази практика може да се проследи до Марковиц¹⁴ и развитието на модерната портфолио теория и допълнението ѝ от Шарп¹⁵, което е в основата на модела за оценка на капиталови активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM). На база на този модел, ако дадено дружество използва освен капитал дългово финансиране, подходящият дисконтов фактор при използване на капиталова бета вместо бета на активите е среднопретеглената цена на капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

В значителна степен CAPM се основава на хипотезите за рационални икономически агенти и ефективни пазари, т. нар. „хипотеза за ефективните пазари“ (Efficient Markets Hypothesis, EMH), разработена от Фама¹⁶. В нея рисковете са адекватно ценообразувани и новата информация с ефект върху цените бързо рефлектира в преоценка на бъдещите парични потоци и на рисковете. Съществуват редица доказателства, че EMH хипотезата е некоректна, като може би най-сериозната критика е демонстрираната от Гросман и Щиглиц¹⁷ необходимост при тази хипотеза информацията да е безплатна.

Най-същественото модерно надграждане на CAPM модела е 3-факторния модел на Фама и Френч, който добавя два допълнителни фактора (основно свързани с мащаб)¹⁸. Основната критика към такива факторни модели остава въпросът за принципа, на който се избира кои фактори да влизат в модела¹⁹.

¹¹ Solnick, J., Kannenberg, C., Eckerman, D., & Waller, M. 1980, An experimental analysis of impulsivity and impulse control in humans, *Learning and Motivation*, 11 (1); Millar, A., and Navarick, D. 1984, Self-control and choice in humans: Effects of video game playing as a positive reinforcer, *Learning and Motivation*, 15; Green, L., Fry, A., & Myerson, J. 1994, Discounting of delayed rewards: A life-span comparison, *Psychological Science*, 5 (1).

¹² Loewenstein, G., and Prelec, D. 1992, Anomalies in intertemporal choice: Evidence and an interpretation, *Quarterly Journal of Economics*, 107 (2)

¹³ Laibson, D. 1997, Golden eggs and hyperbolic discounting, *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2).

¹⁴ Markowitz, H. 1952, Portfolio selection, *Journal of Finance*, 7 (1)

¹⁵ Sharpe, W. F. 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3).

¹⁶ Fama, E. F. 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, 25 (2)

¹⁷ Grossman, S. J., and Stiglitz, J. E. 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, *The American Economic Review*, 70 (3)

¹⁸ Fama, E.F. and French, K. R. 1993, Common risk factors in the returns on stock and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33 (1)

¹⁹ Cochrane, J. 2011, Presidential address: Discount rates, *Journal of Finance*, 66 (4).

В рамките на европейската практика, напр. при теста за обезценка по МСФО, когато не е налице специфичен за дадения актив дисконтов фактор, параграф А16 на МСС 36 дава право на избор между три алтернативи: WACC базирано на CAPM; инкременталния лихвен процент по дълг на дружеството; или други пазарни проценти. Анализирайки тези алтернативи, Хусман и Шмид²⁰ препоръчват на МСФО Борда да се използва единствено WACC, който подход е залегнал и в регулаторната практика в България. Същевременно Квал²¹ оспорва този подход и излага аргументи в полза на избора на инкременталния лихвен процент. Съответно, Хусман и Шмид в отговора си на критиката на Квал²² посочват, че МСС 36 не изисква използването на CAPM при определяне на WACC.

Допълнителен проблем при определянето на подходящ дисконтов процент е свързан с кредитното качество на активите, напр. оценяването на стресирани активи. Очевидно кредитното качество има директен ефект върху стойността и икономическите ползи от даден актив за притежателя му. Същевременно, стойността на актива не е същата като разхода или пасива за създателя му. Разходът, който се докладва от създателя на пасива, е независим от стойността му за трета страна на пазара, и в този смисъл счетоводната стойност на пасивите на дадено дружество не отразяват, нито се влияят от степента на трудност дружеството да ги посрещне във времето. Същевременно, когато този пасив за дружеството се явява актив (напр. вземане) за трета страна, то стойността му за тази трета страна в значителна степен зависи от вероятността дружеството да може да посрещне това задължение, включително, когато то представлява бъдещи парични потоци, те да възникнат както по време, така и в размер, в оригинално договорените рамки. В този смисъл, дружеството няма право да оцени задълженията си по начин, който предполага да не ги посрещне или да ги посрещне частично или не в срок, докато кредиторът следва да отчете тези рискове (конкретно, справедливата стойност на задълженията на дружеството за кредиторите по тях е винаги по-малка или равна на справедливата стойност на същите задължения за самото дружество като длъжник по тях). В този смисъл прилаганият дисконтов процент за определяне на настоящата стойност на настоящи и бъдещи пасиви на дружеството предполага елиминиране изцяло на вероятността от дефолт на дружеството по тези пасиви.

С оглед на гореизложеното, е избрано използването на WACC като дисконтов фактор, следвайки и възприетия от КФН подход.

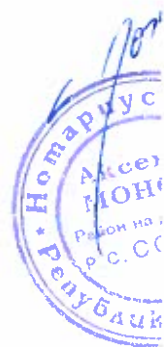
11.5.2. Приложими параметри по метод на нетната стойност на активите

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

²⁰ Husmann, S., and Schmidt, M. 2008, The discount rate: A note on IAS 36, Accounting in Europe, 5 (1)

²¹ Kvaal, E. 2010, The discount rate of IAS 36 – a comment, Accounting in Europe, 7 (1)

²² Husmann, S., and Schmidt, M. 2011, The discount rate of IAS 36 – A reply to Kvaal, Accounting in Europe, 8 (1)



вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение (доколкото са изпълнени хипотезите в параграф 130.4 на IVS 200 за проста капиталова структура).

Доколкото в резултат на планираното реструктуриране чрез вливане, едното дружество ще прекрати съществуването си, необходимо е да бъде извършена допълнителен анализ на икономически ефекти отразени в друг всеобхватен доход (ДВД, Other Comprehensive Income, OCI), и конкретно да бъде извършена оценка на изпълнението на предпоставките за рециклиране през печалба и загуба на компонентите от ДВД подлежащи на рециклиране. При такова рециклиране, тези икономически ефекти ще доведат до промяна на капитала на дружеството и биха имали отражение върху определената справедлива стойност по метода на нетната стойност на активите. След проведения анализ на предоставените от дружеството данни, не считаме, че при планираната форма на реструктуриране ще настъпят обстоятелства, които биха довели до такова рециклиране. Същевременно, следва да бъде отчетено, че КФН не е одобрила не само преобразуването като такова, но и конкретния метод на преобразуване, и при одобряване на друг метод на преобразуване, нашето заключение за липса на обстоятелства предполагащи рециклиране на ДВД през печалба и загуба може да не са валидни.

В резултат на планираното преобразуване ще бъде извършена замяна на емитираните от вливащото се дружество капиталови инструменти срещу фиксирана икономическа изгода (цена по сделката) срещу фиксиран брой капиталови инструменти на приемащото дружество, т.е. изпълнен е принципът fixed-for-fixed. В този смисъл, хипотезата, че справедливата стойност на дружеството е справедлива стойност и на капитала, е изпълнена.

Доколкото съгласно чл. 16 от Допълнителните разпоредби на Наредба 41 на КФН "Неоперативни активи" се дефинират като активи (имоти, машини, съоръжения, материални запаси, финансови инструменти, благородни метали и други), които не се ползват в дейността на дружеството и за които не се очаква да генерират паричен поток в прогнозния период (сходна дефиниция за неоперативни активи е налице в параграф 120.2 на IVS 200), оценяваното дружество няма неоперативни активи, което да налага преоценка на тези активи в използваните финансови отчети на дружеството, изготвени по стандартите за справедлива стойност в МСФО/МСС при анализа по метод на нетната стойност на активите.

При определянето на справедливата стойност, вземаме под внимание, че счетоводната стойност на определени активи може да не отразява в достатъчна степен наличната пазарна информация за определени класове активи (реферираме напр. към параграф 120.3 на IVS 200 по отношение на активи, които са амортизирани изцяло счетоводно, но не са икономически амортизирани), поради което при наличие на валидна независима оценка за справедливата стойност на определени активи, тази стойност може да бъде

използвана вместо счетоводна стойност, когато по професионалното мнение на анализатора тази оценка съдържа пазарна информация, която не е била отразена, или не е била отразена в достатъчна степен в счетоводната стойност на даден актив.

Следва да се отчита в контекста на МСФО 3 и МСФО 10 също така ефектът от възникване на определени условни задължения или безусловни задължения в резултат на промяната в съществуващата бизнес комбинация и конкретно:

- (а) възможни ефекти от несъбиране (частично или пълно) на вземания от свързани лица от страна на преобразуващото се дружество;
- (б) възможни ефекти от признаване на условни пасиви (конкретно в контекста на Параграф 23 от МСФО 3 при отчитане на Параграф 56 от МСФО 3) при променената бизнес комбинация; и
- (в) възможни ефекти от възникване на пасиви при прехвърляне на пасиви от преобразуващото се дружество към приемащото дружество във връзка с договорни клаузи.

По отношение на оценяваното дружество, като отчитаме наличието на бизнес комбинация и консолидиране в рамките на предприятието-майка, което се явява и приемащо дружество, проведенят анализ на вземанията показва, че независимо дали се приложи клауза за нетиране (конкретно, приемащото дружество да придобие собствено задължение и/или задължения на дъщерни предприятия към преобразуващото се дружество), то такова нетиране не предполага въз основа на договорни клаузи редуция в размера на вземането.

Въз основа на предоставената информация от мениджмънта на преобразуващото се и приемащото дружество, и с отчитане на промяната в бизнес комбинацията, не съществуват индикации за възникване на условни пасиви в бизнес комбинацията.

Във връзка с възможно възникване на пасиви при промяна на бизнес комбинацията, ние осъществихме анализ на:

- (1) Действащ договора за банков кредит;
- (2) Договори за получена държавна помощ.

Дружеството е получило правителствени финансираня по оперативна програма „Развитие на конкурентноспособността на българската икономика“ 2007 – 2013 г. (Договор №BG161PO003-2.1.11 на стойност 888 хил. лв. през 2011, Договор №BG161PO003-2.1.13 на стойност 320 хил. лв. през 2012, Договор №BG161PO003-2.3.02 на стойност 257 хил. лв. през 2013) свързани с повишаване ефективността на предприятията и развитие на благоприятна бизнес среда. Дружеството е поело ангажимент за срок от 3 години след приключването и съответните проекти да не извършват значими изменения, засягащи същността и условията за изпълнение или



пораждащи неоправдани изгоди за дружеството, както и изменения, произтичащи от промяна в характера на собствеността на придобитите активи, свързани с финансирането. При неизпълнение на тези изисквания предоставените финансираня подлежат на възстановяване. Към датата на изготвяне на оценката всички изисквания по договорите са спазени. Дружеството е получило през 2022 г. съгласно РМС 771/06.11.2021 г. финансиране на разходи за електроенергия в размер на 114 хил. лв. (за 2021 г. съответната сума възлиза на 5 хил. лева). Към 30.09.2023 г. няма отчетени получени енергийни финансираня, съответно не се налага нетиране на такива суми.

При анализа на договора за банков заеми с Обединена Българска Банка АД, ние отчетохме не само договорните клаузи, но и наличието на учредени тежести върху активи на дружеството като обезпечение по полученото финансиране, а именно залог върху автоматична сашет машина за прахообразни фармацевтични продукти с инвентарен номер 204 051 и балансова стойност 24 хил. лв., и върху машина за дозиране на течни лекарствени форми с инвентарен номер 204 054 и балансова стойност 74 хил. лв. При евентуално неизпълнение по договора за банков овърдрафт, банката кредитор (ОББ) може да се удовлетвори от обезпечението по договора, което би довело до намаляване на справедливата стойност на активите на дружеството с пазарната стойност на двете обезпечения, или сума в размер на 98 хил. лв. Като отчетохме липсата на индикации за евентуално неизпълнение, вкл. нулевият дълг по отпуснатия кредит към 30.09.2023 г., ние не считаме, че съществува значителна вероятно да се материализира такъв риск, съответно не считаме за необходимо сумата от 98 хил. лв. да се отнася в коректив на нетните активи.

Не бяха установени други договорни клаузи, от които да произтича вероятно възникване на пасиви при промяна на бизнес комбинацията.

11.5.3. Избор на еталони и приложими параметри по метод на пазарните множители на сходни дружества

Методите на пазарните множители на сходни дружества включват група модели за определяне на стойността на акцията на дружеството на базата на пазарните цени на акциите на сходно дружество или група сходни дружества, като в съответствие с чл. 16 от Наредба №41 приложимите модели са:

1. модел на пазарните множители на сходно дружество; или
2. модел на пазарните множители на общоприет еталон, които са обосновани с характеристиките на оценяваното дружество и на сходното дружество или общоприетия еталон; или
3. модел на пазарните множители, достигнати при сделки за придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, през последната една година.

Сходно дружество, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Допуска се използването на дружества, търгувани на чуждестранни пазари. Изборът на сходно дружество, съответно общоприет еталон, се обосновава чрез сравнителен анализ и оценка на инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество.

Общоприет еталон се определя като средна стойност от пазарните множители на сходните дружества. Допускат се корекции (премия или дисконт) на средните стойности на пазарните множители, като се изисква обосновка на такава премия или дисконт.

Моделите на пазарните множители на сходно дружество, съответно на общоприет еталон, се прилагат чрез изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на:

1. нетната печалба с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприет еталон, и неговата нетна печалба (P/E), или
2. счетоводната стойност (собствен капитал) с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B), или
3. нетните приходи от продажби с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговите нетни приходи от продажби (P/S), или
4. печалбата преди лихви, данъци и амортизации с пазарен множител, който представлява съотношението между общата стойност на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата печалба преди лихви, данъци и амортизации (EV/EBITDA).

Нетната печалба, счетоводната стойност (собствен капитал), нетните приходи от продажби и печалбата преди лихви, данъци и амортизации на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и на оценяваното дружество се определят на базата на последния публикуван финансов отчет. Когато дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, информацията се представя на базата на консолидираните финансови отчети.

Множителите 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 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.



Следва да се отчете, че съгласно МСС 1, и планираната ревизия на стандарта от IASB в консултации с европейските регулаторни органи, печалба преди лихви, данъци и амортизации не е общоприета управленска мярка на представянето (Management Performance Measure, съгласно стандартите на IASB и препоръките на Европейския Банков Орган), независимо от признаването на този показател за алтернативна мярка на представянето (Alternative Performance Measure въз основа на препоръките на ESMA). В този смисъл, препоръчително остава използването на унифицирани измерители (базирани на показатели, които са едновременно Management Performance Measure съгласно стандартите на IASB и Alternative Performance Measure въз основа на препоръките на ESMA), поради което показателите P/E, P/B и P/S изчислени въз основа на одитирани финансови отчети, включващи и одитирани МРМ се считат за високонадеждни показатели, докато показателят EV/EBITDA, основан на одитирани финансови отчети и неодитирани данни за АРМ EBITDA²³ се считат за имащ по-ниска надеждност (индикативен) показател.

11.5.4. Приложимост на ликвидационна оценка съгласно МСФО 13 и съгласно Наредба 41 на КФН

Съгласно Наредба 41 на КФН, използването на ликвидационна оценка като метод е допустимо при хипотеза за намерение да бъде ликвидирано дружеството или при хипотеза, че тази оценка предполага по-висока цена от другите оценъчни модели.

Същевременно, съгласно разясненията по прилагането на МСФО 13 от IASB, ликвидационна оценка е приложима тогава, когато съществуват основания за съмнение относно хипотезата за работещо предприятие (going concern), включително ясни индикации за продължаваща декапитализация, свръхзадлъжнялост или ликвидна криза.

По отношение на анализираното дружество, има отрицателен финансов резултат през последния междинен период, но не и през последните три финансови години, съответно не е налице декапитализация, поради което не считаме, че е налице хипотеза за неработещо предприятие, и не считаме, че е приложима ликвидационна оценка.

²³ Съгласно предоставената препоръка за насоки от IASB пред ESMA и EBA от 6 септември 2022 г., виждането на Борда е, че алтернативни измерители следва да бъдат представени в одитираните отчети на публичните дружества задължително с придружаваща детайлна информация за начина им на извеждане от одитираните данни по МСФО, и това представяне следва да бъде потвърдено от независим одитор, като за целите на коефициенти се допуска използването на алтернативен измерител само в числителя или само в знаменателя на коефициента, придружено с референция към съответната пояснителна бележка за извеждането на алтернативния измерител. Следва да бъде отчетено, че ЕК не е взела становище по тази препоръка на Борда към момента на изготвяне на настоящата оценка.

11.5.5. Изисквания за отчитане на специфични изисквания при финансова отчетност, изготвена съгласно НСС, US GAAP, и изисквания за отчитане на специфични обстоятелства за финансови институции, включително CRD/CRR и препоръки на BCBS

Редица дружества, включително публични дружества и дружества, обект на консолидация с публични дружества, в България, са възприели прилагане на МСС/МСФО. Независимо от това, съществува възможност в определен момент, включително в резултат на преобразуване, оценяваното дружество да премине към отчетност на индивидуална или консолидирана основа, с прилагане на национални счетоводни стандарти (НСС) или общоприети стандарти за финансова отчетност на САЩ (US GAAP), които предполагат различно представяне на активи, пасиви, капитал, приходи, разходи и парични потоци, в резултат на което и финансови коефициенти, изчислени въз основа на тези стандарти могат да се различават от финансови коефициенти, изчислени въз основа на финансови отчети изготвени съгласно МСС/МСФО. При промяна в използваните стандарти за финансова отчетност, настоящата оценка подлежи на задължителна актуализация, и не може да бъде считана за валидна без такава актуализация.

Към момента на оценката, оценяваното дружество, и неговият очакван правопреемник след вливането, не са финансова институция и не са част от финансов холдинг или холдинг със смесена дейност, и по отношение на тях не са приложими определени изисквания за капитализация и ликвидна позиция, които се прилагат съгласно CRD/CRR, както и определени изисквания за финансови институции, основани на препоръките за добри банкови практики на Базелския комитет за банкови стандарти (BCBS).

Точка 12. Оценка по Справедлива стойност на активно търгувани акции, определена като хипотеза от ниво 1 на МСФО 13

Съгласно чл. 3 на Наредба 41 на КФН, справедливата цена на акция на дружество е стойността, определена въз основа на цената на акциите от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции и/или на общоприети оценъчни методи в съответствие с изискванията на наредбата. Даденото дружество не е борсово търгувано и в този смисъл, за него не може да бъде определена справедлива стойност за активно търгувани акции.

Точка 13. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13

Съгласно чл. 5, ал. 3 на Наредба 41 на КФН, ако акциите на дружеството не се търгуват активно през последните шест месеца преди датата на обосновката, справедливата цена на акциите се определя като средна претеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно методи от поне две от следните групи:

1. метод на дисконтираните парични потоци;



2. метод на нетната стойност на активите, и

3. методи, използващи пазарните множители на сходни дружества или на сключени сделки по придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, включително и по търгови предложения.

При изчисленията се използват компютърни модели. Това налага при анализа да се отчита неизбежността от възникване на изчислителна грешка, или „приемлива степен на неточност“ при използването на изчислителни алгоритми. Използвайки теоремите на Гелфонд-Шнайдер²⁴ и Линдемман – Вайерщрос²⁵ може да бъде показано, че значителна част от елементарните функции водят до резултат, който се явява трансцендентална функция (число с безкраен брой символи), и следователно от теоретична гледна точка, тези модели водят до така наречената „дилема на табличното представяне“, разгледана детайлно от Уилям Мортън Кейхан²⁶, по отношение на „разхода“ на изчислително време за представяне с достатъчна точност (брой знака) при компютърно изчисление. В практиката това е наложило използването на стандарта IEEE 754-2019²⁷.

16 от най-простите приложими в практиката методи на закръгляване са разгледани например в <https://www.clivemaxfield.com/diycalculator/popup-m-round.shtml>.

За целите на анализа, с цел осигуряване на одитна пътека, сме избрали степен на прецизност в изчисленията отговаряща на стандарта „двойна плаваща запетая“ (IEEE 754-2019) при компютърните изчислителни алгоритми, и съответно метод на закръгляне „до най-близкото число“ използвайки точност на резултата до втори знак, отговарящ на широко-приетото представяне на цени с точност до 0.01 валутни единици (цент, евроцент, стотинка и т.н.).

За избягване на недоразумение, този избор се базира изцяло на субективна преценка на анализатора, и не следва да бъде възприеман или представян като „утвърдена“ или „добра практика“, получила одобрение от национален регулатор.

В § 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН е възприет само един от петте широкоизползвани FCFE модела²⁸, конкретно:

$$FCFE_i = EBIT_i * (1 - TR_i) + D_i - CAPEX_i - \Delta WC_i, \text{ където}$$

EBIT – консолидиран финансов резултат преди лихви и данъци;

²⁴ <https://mathworld.wolfram.com/GelfondsTheorem.html>

²⁵ https://books.google.bg/books?id=jhIEAQAAMAAJ&pg=PA1067&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

²⁶ <https://people.eecs.berkeley.edu/~wkahan/LOG10HAF.TXT>

²⁷ <https://754r.ucbtest.org/background/>, приета през 2019 ревизия на версията от 2008 на IEEE 754 стандарта от 1985 - <https://ieeexplore.ieee.org/document/30711>

²⁸ Вж. напр. статията на Адам Хайес, Ph.D., CFA, притежаващ FINRA лицензи серии 7, 55 и 63 в Investopedia (<https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>).

TR – ефективна данъчна ставка на консолидирана основа;

D – амортизация;

CAPEX – дългосрочни инвестиции;

WC – оборотен капитал.

Компонентът EBIT*(1-TR) е рефериран в § 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН като „печалбата преди лихви след данъци“, а компонентът CAPEX като „инвестиции в нетекущи активи“.

В Приложение № 2 към чл. 8, ал. 3, т. 2 от Наредба №41 на КФН възприетата формула за определяне на стойността на дружеството въз основа на FCFF е

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{P_n}{(1+WACC_n)^n}, \text{ където } P_n \text{ измерва т. нар. „терминална стойност“, а } V_0 \text{ е „стойността на общия капитал“.}$$

За терминалната стойност в Приложение № 2 към чл. 8, ал. 3, т. 2 от Наредба №41 на КФН възприетата формулата

$$P_n = \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_{n+1}-g_{n+1})}, \text{ или замествайки в горната формула,}$$

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_{n+1}-g_{n+1}) * (1+WACC_n)^n}, \text{ където}$$

g_{n+1} е темпът на прираст на FCFF след последната година в прогнозата;

$WACC_i$ е среднопретеглената цена на финансиране, определена съгласно формулата

$$WACC_i = \frac{MVE_i}{MVE_i + MVD_i} * C_e + \frac{MVD_i}{MVE_i + MVD_i} * C_d * (1 - TR_i), \text{ където}$$

MVE_i е справедливата стойност на капитала в съответната година,

MVD_i е справедливата стойност на дълга в съответната година,

C_e е цената на капиталово финансиране,

C_d е цената на дългово финансиране.

Допустимо е използването на т. нар. Хипотеза на Гордън, че стойността във времето на $WACC$ и TR е постоянна, и тогава моделът може да бъде опростен до

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_0)^i} + \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_0-g_{n+1}) * (1+WACC_0)^n} \text{ и съответно}$$

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{MVE_0 + MVD_0} * C_e + \frac{MVD_0}{MVE_0 + MVD_0} * C_d * (1 - TR_0)$$



Тази формула е предмет на модификация²⁹ с отчитане на факта, че дружествата привличат лихвоносен дълг (напр. банкови заеми и лизинг) и нелихвоносен дълг (напр. търговски задължения). Това налага компонентът MVD_0 да бъде дезагрегиран на два отделни компонента – лихвоносен дълг IBD , който се асоциира с определена цена на финансиране, и нелихвоносен дълг $NIBD$, който се асоциира с нулева цена и в този смисъл модифицираме:

$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * C_d * (1 - TR_0) + \frac{NIBD_0}{TA_0} * 0$, където TA_0 са общите активи³⁰ на дружеството по справедлива стойност, което се опростява до

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * C_d * (1 - TR_0)$$

Съответно цената на дълга, C_d се определя като $C_d = \frac{IE_0}{IBD_0}$, където IE_0 е сумата на лихвените разходи на 12-месечна ТТМ база към датата на оценката.

След заместване получаваме:

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * \frac{IE_0}{IBD_0} * (1 - TR_0).$$

За избягване на недоразумение:

MVE_0 = Стойността на капитала, определена в съответствие с МСФО към датата на оценката

TA_0 = Стойността на активите, определена в съответствие с МСФО към датата на оценката

IBD_0 = Пасиви, представляващи банков дълг, задължения по лизинг и факторинг с регрес

IE_0 = Сума на лихвените разходи за 12 – месечен период (ТТМ)

TR_0 е ефективната данъчна ставка.

За целите на модела, поради липса на доказателства за противното, е прието допускането за т. нар. „данъчен неутралитет“, т.е., че няма да настъпят промени в приложимата данъчна ставка в България.

Възможно е да възникнат лихвени задължения и по друг дълг (например данъчни задължения), но при обичайни условия, тези пасиви не са лихвоносни, поради което не се включват в горната формула, освен при наличие на излишни индикации за това.

²⁹ Дезагрегирането на дълга на лихвоносни и нелихвоносни инструменти е възприето от IASB в рамките на проекта „финансови инструменти с характеристики на капитал“ (FICE) и се очаква да залегне в IFRS-базираните модели-анализи на FCFE и FCFE (в процес на изготвяне от Университета в Милано по задание от Европейската Комисия).

³⁰ Доколкото активите по справедлива стойност са равни на сумата от дълговете (пасивите) по справедлива стойност и капитала.

При прилагането на горната формула следва да бъде отчетено, че е възможно определени лихвоносни задължения, по които са извършени лихвени плащания, да са напълно погасени към датата на извършване на анализа, съответно да са възникнали към датата на анализа лихвоносни пасиви, по които все още не е настъпило лихвено плащане. Това би довело до значителни изкривявания при изчисленията, свързани с цената на дълга, и съответно е възможно така определената цена на дългово финансиране да се различава съществено от изчислената по алтернативния метод на претеглена цена на дълга по действащи договори³¹, според който метод във всеки един момент, t:

$$C_{d,t} = \sum_{i=1}^n \frac{CL_{i,t} * EIR_{i,t}}{CL_{i,t}}, \text{ където}$$

$CL_{i,t}$ е договорната сума по i-тия договорен пасив, която е дължима към момент t;

$EIR_{i,t}$ е ефективният договорен лихвен процент или процент на оскъпяване по i-тия лихвоносен пасив, определен към момент t.

Основен плюс в използването на този метод е, че той позволява в рамките на процес по финансов дю дилиджънс да бъде отчетен и фактът, че търговските задължения могат да бъдат свързани с разсрочено плащане, при което е налице оскъпяване спрямо стандартни търговски условия за спот плащане, имащо характеристики сходни с прилагането на ефективен лихвен процент. В този смисъл заместващото търговско финансиране по същество представлява и замяна на оскъпяването по търговско плащане с лихвени плащания по търговското финансиране³². Следва да се отбележи, че Бордът по международни счетоводни стандарти в рамките на проекта „Търговски задължения и вземания, и финансиране на търговски задължения и вземания“ разглежда необходимостта от допълнителни оповестявания в рамките на финансовите отчети, които биха позволили на анализаторите да имат достъп до такава обобщена информация.

Същевременно, този метод изисква достъп до детайлна информация към всеки момент за всеки лихвоносен пасив, включително ефективен лихвен процент по него, данни за погасителни планове и планове за усвояване, данни за търговските условия, както и данни за условните пасиви, които могат да бъдат трансформирани в безусловни лихвоносни пасиви при определени условия, която информация обичайно не може да бъде изведена от финансовите отчети, и обичайно не е публично достъпна. С отчитане на този факт, в рамките на настоящия анализ, е изключено използването на този алтернативен метод за определяне на претеглена цена на дълга.

³¹ Този модел се използва основно при финансов дю дилиджънс, тъй като позволява оценка и на ефектите от заместващо финансиране, съответно промяна в структурата на пасивите и ефекти от синергия.

³² Което е в основата на анализа по ценообразуване на търговско финансиране, факторинг и форфетинг.



Въз основа на данните от финансовите отчети на Вета Фарма АД:

Финансови разходи	Стойност, хил. лева
Финансови разходи към 30.09.2022	4
Финансови разходи към 31.12.2022	6
Финансови разходи към 30.09.2023	3
ТТМ Финансови разходи 30.09.2023	5

Към 30.09.2023 година, съгласно бележка 11 към финансовите отчети на Вета Фарма АД, в структурата на финансовите разходи влизат

Финансови разходи	Стойност, хил. лева
Банкови такси по заеми и гаранции	2
Курсови разлики при плащания към контрагенти	1
Финансови разходи, общо	3

Дружеството има одобрен банков кредит, но по него няма задължения към 30.09.2023 или към 31.12.2022 г., което налага в изчисленията да се използва единствено съществуващият, изцяло нелихвоносен дълг, но следва да бъде взето под внимание, че евентуално усвояване на средства по банковия заем може да доведе до съществена промяна в цената на използването дългово финансиране на дружеството.

На тази основа $C_d = 0\%$.³³

Не съществува възможност за прецизно прогнозиране на бъдеща цена на финансиране с достатъчна степен на надеждност. Като отчетем, че анализираното дружество се отличава с високо кредитно качество в исторически план, обосновано е да се предположи, че то ще може да продължи да привлича финансиране при условия, близки до настоящите.

Като взехме под внимание посоченото по-горе, приемаме, че е налице вероятно запазване на цената на привлеченото дългово финансиране в прогнозния хоризонт 2024-2028, с два основни компонента, действащи в противоположна посока и водещи до балансиране:

- Спад на референтните лихвени проценти (съгласно прогнозата на Министерство на финансите с около 80 базисни точки за 2026 спрямо 2023);
- Повишаване на кредитния спред с отчитане на макроикономически и геополитически фактори, но при отчитане на спецификата на анализирания група, което предполага минимално повишение на спредовете в диапазона на 25 до 75 базисни точки.

³³ За избягване на съмнение, при усвояване на средства по разрешен овърдрафт от ОББ, би настъпила промяна и върху усвоения дълг ще се начислява договорна лихва.

Цената на капитала се определя в съответствие с § 1, т. 5, буква б от Допълнителните разпоредби Наредба №41 както следва:

$C_e = R_f + R_p$, където R_f е безрисковата норма на доходност, а R_p е рисковата премия.

Съществуват редица различни дефиниции за „безрискова норма на доходност“ (RFR), като академичните модели принципно разглеждат основно два типа модели - дефлирани модели на доходност по държавен дълг или модели базирани на водещ лихвен индекс, докато финансовите (бизнес) модели след 2021 година разглеждат модифициран термин, възприет по време на IBOR реформата от G-20 „почти безрискова норма на доходност“ (nearly risk-free rates, NRFR).

Възприемането на понятието NRFR вместо RFR отразява коректно факта, че не съществува нито една форма на инвестиция, която да е асоциирана с липса на риск (и в този смисъл -- безрискова), доколкото дори емитентите с най-висок кредитен рейтинг имат ненулев риск от дефолт. При реформата на лихвените индекси (IBOR реформата, както стана известна), G-20 изрично дефинира като основна цел на реформата да бъдат изведени такива базисни референтни индекси, които едновременно отразяват реална пазарна информация, и отговарят на новия стандарт за NRFR.

Например Борда за финансова стабилност в публикацията https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf, на стр. 9, т. 3 посочва, че „макар основно да се използват във финансови инструменти IBOR референтните проценти са инкорпорирани в глобалната финансова система чрез други приложения. Частичният списък на начините на използване на референтните проценти отвъд ценообразуване включва • оценъчни цели: като норма на дисконтиране за пенсионни задължения или някои финансови инструменти; ... • регулаторни изчисления на цената на капитала: дисконтови проценти за оценка на имущество, модел за оценка на капиталови активи (CAPM) за изчисляване на регулаторната цена на капитала“ (в оригинален английски текст, „While mainly used in financial instruments, IBOR reference rates are embedded in the global financial system through other applications. A partial list of the ways that reference rates are used, beyond pricing, includes: • Valuation purposes: as discount rates for pension liabilities and some financial instruments; [...] • Regulatory cost of capital calculations: Discount rate for property valuations, Capital Asset Pricing Model (CAPM) to calculate regulatory cost of capital.“)

Съответно в Европа в рамките на финалната препоръка до Европейската комисия по втория етап на реформата, на първа страница в писмото³⁴ в качеството си на официален консултант на Европейската Комисия, EFRAG посочва, че „това глобално задание по преход е насочено към трансформиране на настоящите междубанкови лихвени

34

<https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2527s%2520Final%2520Endorsement%2520Advice%2520on%2520IBOR%2520Reform%2520-%2520Phase%25202%2520-%2520Letter%2520to%2520the%2520EC.pdf>



проценти – използвани в редица финансови инструменти – в по-надеждни почти безрискови проценти насочени към подобряване на финансовата стабилност“. (в оригинален английски текст, „This global transition exercise aims at transforming the current interbank offered rates – used in many financial instruments – into more reliable nearly risk-free rates with the aim of improving financial stability“).

Следва да се посочи, че доколкото България не е част от еврозоната, независимо от декларираното си намерение за влизане в нея, не съществува достатъчна увереност доколко ще бъде възприето еквивалентно третиране с приетите принципи от Г-20 като „добра практика“ в България относно приемането именно на новите референтни лихвени проценти след IBOR реформата като пазарно-базиран измерител за безрискова норма на доходност, гарантиращ широка съпоставимост и единен стандарт, базиран на публично достъпна пазарна информация.

Поради липсата на изрични текстове за противното в Наредба №41 на КФН, за целите на настоящия анализ, ние сме приели, че не е налице отхвърляне като добра практика на посочените по-горе аргументи на Борда за Финансова Стабилност и EFRAG при използването на референтни лихвени индекси (NRFR метод) за определяне на R_f .

Във връзка с гореизложеното, по отношение на двата компонента използваме следните допускания:

(а) безрисковата норма на доходност отговаря на кредитен рейтинг AAA и се измерва адекватно за страна в процес на кандидатстване в еврозоната с референтния лихвен индекс за 1-годишен период (с оглед годишните прогнозни периоди) – 12 месечен ЮРИБОР³⁵;

(б) за всеки емитент са налице два вида риска – външен, свързан с макроикономически фактори извън контрола на емитента, които в значителна степен се обхващат от суверенния риск на държавата, в която е установено дружеството (при консолидиран анализ, могат да се възприемат два подхода – претеглени спрямо приходите суверенни рискове на държавите, в които оперират дружествата от групата, или опростен модел с използване на суверенния риск на държавата, в която оперира дружеството-майка – за целите на настоящия анализ е възприет втория подход) и вътрешен, свързан с характеристиките на самия емитент.

В тази връзка, измерваме външния риск и асоциираната с него рискова премия като

³⁵ Съгласно изследванията на Moody's и S&P, този кредитен рейтинг предполага вероятност от дефолт в рамките на 12-месечен период от порядъка на 0.03%. Обяснение за модернизираната дефиниция на ЮРИБОР е налична на <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/reforms/>.

$R_{p,ext} = CDS_{BG} - CDS_{DE}$, тоест кредитния спред между CDS на България и Германия (използвана като еталон за безрисков суверен във връзка с кредитния рейтинг на държавата).

Съответно измерваме вътрешния риск и асоциираната с него рискова премия като

$R_{p,int} = ROE_o - EURIBOR1Y_{vd}$, където $EURIBOR1Y_{vd}$ е стойността на едногодишния EURIBOR към датата на оценката и $ROE_o = \frac{NPAT_{TTM}}{CS_{vd}}$, където $NPAT_{TTM}$ е нетната печалба след данъци определена на 12-месечна TTM база въз основа на данните за оценката, CS_{vd} е счетоводната стойност на собствения капитал (като МСФО-базирана оценка за пазарна стойност на капитала) към датата на оценката.

Въз основа на гореизложеното определяме

$C_e = EURIBOR1Y_{15.01.2024} + (CDS_{BG,15.01.2024} - CDS_{DE,15.01.2024}) + (ROE_{TTM,30.09.2023} - EURIBOR1Y_{15.01.2024})$, което се опростява до

$C_e = ROE_{TTM,30.09.2023} + CDS_{BG,15.01.2024} - CDS_{DE,15.01.2024}$

Базирано на данните от финансовите отчети на Вета Фарма, определяме

Печалба след данъци (NPAT)	Стойност, хил. лева
NPAT 30.09.2022	92
NPAT 31.12.2022	-38
NPAT 30.09.2023	(165)
TTM NPAT 30.09.2023	(-295)

Във финансови отчети към 30.09.2023 г. стойността на капитала възлиза на 7,337 хил. лева, съответно

$ROE_{TTM,30.09.2023} = \frac{-295}{7,337} = -4.0207169143\%$, и доколкото цената на финансиране със собствен капитал не може да бъде отрицателна, приемаме, че най-ниската допустима възвръщаемост на собствен капитал е поне равна на безрисковата норма на доходност³⁶, т.е. $EURIBOR1Y$ и определяме

Входни параметри	Стойност
ROE	3.728%
Country Risk Premium (CDS) на България (данни на проф. Дамодаран) ³⁷	2.43%
Country Risk Premium (CDS) на Германия (данни на проф. Дамодаран)	0%

³⁶ Изискуемата норма на доходност от акционерите не може да факторира риск, по-нисък от нула, и следователно не може да бъде по-ниска от безрисковата норма на доходност.

³⁷ Колоната Adjusted Default Spread за България и съответно за Германия в https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. За избягване на съмнение, методиката на професор Дамодаран представлява опростено представяне, което отговаря на критериите за "practical expedient" възприети в ЕС, което позволява използването на горните данни.



Цена на финансиране със собствен капитал³⁸

6.158%

По отношение на темпа на ръст след терминалната година, е взета под внимание последната дългосрочна прогноза за България на Министерство на Финансите, както следва:

ОСНОВНИ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ	ОТЧЕТНИ ДАННИ		ПРОГНОЗА			
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Международна среда						
Световна икономика [реален растеж, %]	6.3	3.5	3.0	2.9	3.2	3.2
Европейска икономика – ЕС [%]	6.0	3.4	0.8	1.4	2.1	2.0
Валутен курс [щ.д./евро]	1.18	1.05	1.07	1.06	1.06	1.06
Цена на петрол "Брент" [щ.д./барел]	70.4	99.8	84.4	84.5	79.1	75.6
Цена на неенергийни суровини [в щ.д., %]	32.7	7.1	-6.6	-1.9	-1.2	-0.7
EURIBOR 3м. [%]	-0.5	0.3	3.4	3.7	3.1	2.6
Брутен вътрешен продукт						
БВП [млн. лв.]	138 979	167 809	191 182	205 849	217 811	231 357
БВП [реален растеж, %]	7.7	3.9	1.8	3.2	3.0	3.0
Потребление	6.5	4.2	4.1	3.5	3.3	3.6
Брутообразуване на основен капитал	-8.3	6.5	0.6	9.6	7.9	4.9
Износ на стоки и услуги	11.2	11.6	0.5	4.0	4.1	3.9
Внос на стоки и услуги	10.7	15.0	-1.9	6.0	5.8	5.0
Пазар на труда и цени						
Заетост [СНС, %]	0.2	-0.3	1.2	0.6	0.4	0.3
Коефициент на безработица [НРС, %]	5.3	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9
Компенсации на един нает [%]	11.3	14.2	14.3	11.2	8.1	7.3
Дефлатор на БВП [%]	7.1	16.2	11.9	4.3	2.7	3.1
Средногодишна инфлация [ХИПЦ, %]	2.8	13.0	9.1	4.8	2.8	2.2
Платежен баланс						
Текуща сметка [% от БВП]	-1.7	-1.4	1.7	0.0	-0.8	-1.0
Търговски баланс [% от БВП]	-4.1	-5.9	-3.1	-4.8	-5.9	-6.1
Преки чуждестранни инвестиции [% от БВП]	2.9	3.6	3.8	3.9	3.8	3.8
Паричен сектор						
МЗ [%]	10.7	13.2	9.8	9.6	9.2	8.9
Вземания от фирми [%]	6.1	11.1	8.3	7.0	7.3	7.8
Вземания от домакинства [%]	13.4	14.6	11.9	9.6	8.5	8.0

Източник: НСИ, БНБ, МВФ, Евростат, СБ, ЕЦБ, ИАП

Заб.: При изготвяне на прогнозата са използвани статистически данни, публикувани до 11.10.2023 г. с изключение на данните за БВП и заети, които са към 19.10.2023 г.

Източник: Министерство на Финансите

³⁸ Строго погледнато, значителна част от изброените фактори по отношение на цената на финансиране с дълг намират отражение и върху CDS и в този смисъл е вероятно повишаване в дългосрочен план на посочените стойности както за България (в по-висока степен), така и за Германия (в по-ниска степен), което е възможно да доведе до разширяване на спреда между двете стойности и повишаване на цената на финансиране със собствен капитал, при равни други условия, в хоризонт 2023-2028. Същевременно, такъв ръст е вероятно да остане под 0.25%, което не налага вземането му под внимание към настоящия момент.

Както е видно от тази прогноза, очакванията са за стабилизиране на ръста на БВП на нива около 3-3.2% годишно, с фактическа конвергенция към ръста на световната икономика и изпреварване с около 1% на ръста на Европейската икономика.

Като се вземе предвид от една страна наличието на регулаторен режим, който не позволява цената на лекарствените продукти в България съществено да изпреварва тази в Европа, а от друга страна добрите пазарни позиции на Вета Фарма, то нашите очаквания са да бъде реализиран устойчив ръст след терминалната година, който е близък до ръста на дефлирания БВП на България. С оглед на гореизложените обстоятелства, е направено допускане за константен терминален ръст $g_{n+1} = 3\%$.³⁹

Основните хипотези, залегнали в изготвянето на прогнозата са посочени по-долу.

Първо, прогнозите за 2023 година се базират на резултата към 30.09.2023 г..

Второ, прогнозите за периода 2024 – 2028 година се базират на следните допускания:

- Ръст с около 5% на приходите (с отчитане на очакван ефект от инфлацията);
- Запазване на себестойността на продажбите на нивата от 2023 г.;
- Текущите търговски задължения са моделирани като постоянен процент от продажбите, което отговаря на обичайните търговски условия по доставките;
- Материалните запаси и вземания също са моделирани като постоянен процент от продажбите, което отговаря на обичайните търговски условия по доставките (за материалните запаси) и продажбите (за вземанията);
- В резултат, нетният оборотен капитал възлиза на сравнително постоянна величина като процент от продажбите.
- Следва да се отчете, че съгласно изискванията на Наредба №41 в терминалната година (2028) е приложима хипотеза за нулева промяна на оборотния капитал, която хипотеза е транспонирана.

Съответно, при определяне на дисконтовия фактор изчисленията са както следва:

Измерител	Обяснение	Стойност
Цена на дългово финансиране	Cd	0%
Лихвоносен дълг	IBD	0 хил. лева
Безрискова норма на доходност	NRFR=EURIBOR1Y	3.7280%
Доходност на собствения капитал	ROE (доколкото е отрицателно, приет минимум равен на NRFR)	3.7280%
Рискова премия на дружеството	RPC = ROE-NRFR	0%

³⁹ За избягване на съмнение, съществуват редица фактори, които могат да доведат до значителен спад (напр. задълбочаване на военния конфликт в Украйна и разпространето му към други страни в региона, което да доведе до прекратен достъп до определени пазари) или значителен ръст (напр. средносрочна инфлация над 10% годишно в Евространата, което ще окаже съществен натиск и върху цените на лекарствата).



Рискова премия на България	RPS = CDS (България) - CDS (Германия)	2.4300%
Рискова премия	RP = RPC+RPS	2.4300%
Цена на собствения капитал	Ce = NRFR + RP	6.1580%
Собствен капитал	EQ	7,337 х. лв.
Общо активи	TA	8,213 х. лв.
Претеглена цена на финансирането	WACC=Cd*IBD/TA + Ce*EQ/TA	5.5011866553%

На тази база е определена стойност на WACC за целите на изчисляване на дисконтовите фактори от 5.5011866553%.

С отчитане на изискванията на Наредба №41, и въз основа на гореизложеното, е изготвен FCFF модел както следва:

Прогноза, изготвена от СИС, хил. лв.	Исторически данни			Прогноза					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Приходи от договори с клиенти	4 099	3 457	3 240	3 240	3 305	3 371	3 438	3 507	3 577
Други оперативни приходи	262	244	372	372	379	387	395	403	411
Оперативни приходи	4 361	3 701	3 612	3 612	3 684	3 758	3 833	3 910	3 988
Промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	188	2	37	37	37	37	37	37	37
Разходи за материали	- 1 880	- 1 432	- 1 506	- 1 564	- 1 596	- 1 628	- 1 660	- 1 693	- 1 727
като % от продажбите	-43.11%	-38.69%	-41.69%						
Разходи за външни услуги	-615	-543	-544	544	555	566	577	589	601
като % от продажбите	-14.10%	-14.67%	-15.06%						
Разходи за персонала	-1 032	-980	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103
Разходи за амортизации и обезценки	-691	-680	-504	-504	-504	-504	-504	-504	-504
Други разходи за дейността	-38	-40	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27
Оперативни разходи	-4 068	-3 673	-3 647	-3 705	-3 747	-3 791	-3 834	-3 879	-3 925
ЕВИТДА	984	708	469	411	441	471	503	535	567
Амортизации	-691	-680	-504	-504	-504	-504	-504	-504	-504
ЕБИТ	293	28	-35	-93	-63	-33	-1	31	63
Приходи от финансираня	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Обезценка на финансови активи	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Финансови приходи	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Финансови разходи	-15	-7	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Печалба преди данъци	279	22	-41	-99	-69	-39	-7	25	57
Данъци	-27	-3	3	10	7	4	1	-2	-6
Нетна печалба	252	19	-38	-89	-62	-35	-7	22	51
Нетни капиталови инвестиционни разходи	-33	-35	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Текущи активи без кеш	2 880	2 216	1 420	1 445	1 474	1 503	1 533	1 564	1 564
Текущи активи като % Приходи	66.04%	59.88%	39.31%						
Текущи задължения	1 251	505	394	556	562	569	575	582	582
Текущи пасиви като % Оп. Разходи	30.75%	13.75%	10.80%						

На тази база определяме стойността на капитала по формулата⁴⁰:

⁴⁰ Използва се методологията за изчисление на CFA Institute

(<https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation>)

$EV = V_0 - \text{Net Value of Debt}$, където *Net Value of Debt*⁴¹ е нетната стойност на дълга определена като от всички задължения (пасиви) на дружеството бъде извадена сумата на паричните средства и парични еквиваленти:

$\text{Net Value of Debt} = \text{Book Value of Debt} - \text{Cash}$, където *Book Value of Debt* е счетоводната стойност на дълга (за дружества прилагачи МСФО това е сумата на пасивите) и *Cash* е стойността на паричните средства и паричните еквиваленти. Определяме:

$$\text{Net Value of Debt} = 813 \text{ хил. лв.} - 1,326 \text{ хил. лв.} = -513 \text{ хил. лв.}^{42}$$

В този смисъл изчисляваме:

Прогноза в хил. лв.	Бюджет	Прогноза				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ЕБИТ	-93	-63	-33	-1	31	63
TR (данъчна ставка)	10.6%	10.9%	11.8%	56.6%	8.0%	9.1%
ЕБИТ*(1-TR)	83	56	29	1	28	57
Амортизация	504	504	504	504	504	504
CAPEX (капиталови инвестиции)	15	15	15	15	15	15
WC (оборотен капитал)	889	912	934	958	982	982
Промяна в WC	-137	23	22	24	24	0
FCFF = ЕБИТ*(1-TR)+D-CAPEX-Δ WC	542.6	409.7	438.3	464.4	493.2	546.5
DF = (1+WACC)^(RD/365)	1.00059	1.05563	1.11370	1.17497	1.23961	1.30780
RD	4	369	734	1099	1464	1829
Дисконтиран FCFF	542.3	388.1	393.5	395.3	397.8	417.8
Недисконтирана терминална стойност	22 503.5					
Темп на нарастване след терминалната година	3.00000%					
WACCn+1	5.50119%					
Дисконтирана терминална стойност	17 207.2					

И оттук:

⁴¹ На проведените кръгли маси през ноември-декември 2023 г. относно необходимостта от ревизия на МСФО 7 от Борда по Международни Счетоводни Стандарти с участието на Европейските Регулаторни Органи, бе изрично повдигнат въпроса за липсата на дефиниция за „Нетен дълг“ (Net Debt) както в счетоводните, така и в регулаторните стандарти, и необходимостта от по-детайлна информация във финансовите отчети на дружествата (вкл. бяха направени предложения от банковата общност за замяна на резултатния ред „промяна в парични средства“ с „промяна в нетен дълг“ и съответна ревизия на финансовия отчет за паричния поток). В този контекст, последващият анализ отразява нашето експертно мнение и може да подлежи на съществена ревизия при съответни промени в МСФО 7.

⁴² За избягване на съмнение, следва да се отчита наличието на разрешен овърдрафт, по който към 30.09.2023 дългът е нулев. Няма гаранции, че към датата на вливането това състояние по дълга ще се запази, съответно нетният дълг е възможно да претърпи съществена промяна.

