

### 2.3.8. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ

Съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41 за изчисленията 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, справедливата цена на акция е ликвидационната стойност, когато тя надвишава справедливата цена, определена по реда на чл. 5 от същата Наредба. В ал. 3 на същия чл. 6 са изброени обстоятелствата, които предполагат изготвянето на ликвидационна оценка. Тъй като, съгласно последния публикуван консолидиран финансов отчет (одитиран годишен към 31.12.2015 г.), активите на „Албена“ АД са в размер на 555 268 хил. лв., от които 494 107 хил. лв. (89%) са *Имоти, машини и съоръжения*, бе възложена и изготвена ликвидационна оценка на Дружеството за целите на настоящата обосновка на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Изготвената от лицензиран оценител оценка на акциите на „Албена“ АД по метода на ликвидационната стойност е по-ниска от справедливата цена на акциите, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41, поради което не се взема предвид при определянето на справедливата цена.



A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and strokes.



*[Large handwritten signature or scribble]*



**2.3.9. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ НА „АЛБЕНА“ АД НА  
БАЗА МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА**

Оценката на справедливата стойност на собствения капитал на „Албена“ АД е получена съгласно таблицата по-долу:

Използван метод	Цена на капитала, хил. лв	Цена на акция, лв*	Тегло	Претеглена цена на капитала, хил. лв	Претеглена цена на акция, лв*
Дисконтирани парични потоци	176 489	42.58	60%	105 893	25.55
Нетна стойност на активите	497 973	98.42	40%	193 158	39.37
Среднопретеглена стойност (справедлива цена съгласно чл. 5, ал. 2, от Наредба №41)				269 093	64.92
Ликвидационна стойност**				242 804	58.82
Справедлива стойност				269 093	64.92

Източник: Изчисления на ПФБК

\*Цената на акция е изчислена на база 4 145 126 акции в обращение

\*\* Ликвидационната оценка е изготвена от "Кантора АКОРД Полес" ЕООД със сертифицирани оценители Атанас Атанасов, Христина Анаелова, Радолав Стаинев и Иван Попов





### 3. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация включва данни за последните три финансови години.

#### 3.1. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД

Консолидиран отчет за всеобхватния доход	2013	2014	2015
Сумата са в хиляди лева			
<b>Приходи от продажби</b>	104 567	98 522	90 677
<b>Себестойност на продажбите</b>	(79 247)	(79 110)	(72 416)
<b>Брутна печалба</b>	25 320	19 412	18 261
<b>Други приходи</b>	2 714	3 507	2 646
<b>Общи и административни разходи</b>	(10 878)	(12 225)	(11 204)
<b>Печалба от оперативна дейност</b>	17 156	10 694	9 703
<b>Финансови приходи</b>	568	486	560
<b>Финансови разходи</b>	(2 443)	(2 604)	(3 012)
<b>Дял от печалбата на асоциирани дружества</b>	147	100	(93)
<b>Обезценка на нетекущи активи държани за продажба</b>		(1 191)	(281)
<b>Печалба преди облагане с данъци</b>	15 428	7 485	6 897
<b>Разход за данък върху печалбата, нетно</b>	(1 381)	(775)	(1 222)
<b>Нетна печалба за годината</b>	14 047	6 710	5 675
<b>Разпределена по следния начин:</b>			
Притежатели на собствения капитал	14 240	6 731	5 757
Неконтролиращо участие	(193)	(21)	(82)
<b>Друг всеобхватен доход</b>			
Компоненти, които няма да бъдат рекласифицирани към печалбата или загубата			
Печалби/(Загуби) от преценка на нетекущи активи	1 709	14 119	6 496
Оценки на пенсионни планове с дефинирани доходи	(14)	31	(67)
Печалби/(Загуби) от преценка на ИМС на асоциирани предприятия			19
Данък върху дохода, свързан с компоненти на друг всеобхватен доход	(171)	(1 415)	(633)
Компоненти, които могат да бъдат рекласифицирани към печалбата или загубата			
Резерв от хеджиране	(1 068)	341	377
Курсови разлики от преизчисление на чуждестранна дейност	686	(10)	(41)
Преценка на финансови активи за продажба и на асоциирани предприятия	1 229	(159)	(477)
Данък върху дохода, свързан с компоненти на друг всеобхватен доход	107	327	(38)
<b>Друг всеобхватен доход, нетно от данъци</b>	2 478	13 234	5 636
<b>Общо всеобхватен доход за годината</b>	16 525	19 944	11 311
<b>Общо всеобхватен доход, отнасящ се до:</b>			
Собствениците на компанията майка	16 617	19 965	11 254
Неконтролиращо участие	(92)	(21)	57

Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.













### 3.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА КОНСОЛИДИРАНА БАЗА

Коефициенти на рентабилност	2013	2014	2015
Възвръщаемост на собствения капитал (ROE)	3.8%	1.7%	1.4%
Възвръщаемост на общо активи (ROA)	2.9%	1.3%	1.0%
Норма на брунтната печалба	24.2%	19.7%	20.1%
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации	30.2%	25.4%	28.8%
Норма на оперативната печалба	16.4%	10.9%	10.7%
Норма на нетната печалба	13.4%	6.8%	6.3%
Коефициенти за активи и ликвидност			
Коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio)	0.2	0.3	0.3
Коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio)	0.6	0.6	0.6
Обращаемост на активите	0.2	0.2	0.2
Обращаемост на вземанията	25.0	18.1	18.8
Коефициенти за една акция			
Собствен капитал за една акция (BVPS)	91.4	95.8	98.4
Нетна печалба за една акция (EPS)	3.4	1.6	1.4
Продажби за една акция (SPS)	25.2	23.8	21.9
Коефициенти за дивидент			
Коефициент на изплащане на дивидент (Dividend Payoff)	14.2%	0.0%	19.5%
Коефициент на реинвестирана печалба (Retained Earnings)	85.8%	100.0%	80.5%
Дивидент за една акция (DPS)	0.50	0.00	0.45
Коефициенти на развитие			
Темп на растеж на активи	2.5%	9.0%	3.9%
Темп на растеж на продажби	7.3%	-5.8%	-8.0%
Темп на растеж на нетната печалба	-11.9%	-52.2%	-15.4%
Коефициенти за ливъридж			
Съотношение общо активи/собствен капитал	1.3	1.4	1.4
Съотношение лихвоносен дълг/капитал	0.2	0.2	0.2
Съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал	0.2	0.2	0.2
Пазарни коефициенти			
Пазарна цена/продажби (P/S)	1.9	2.0	2.1
Пазарна цена/нетна печалба (P/E)	13.7	28.9	33.8
Пазарна цена/счетоводна стойност на собствен капитал (P/B)	0.6	0.5	0.5

Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.; Изчисления на ПФБК



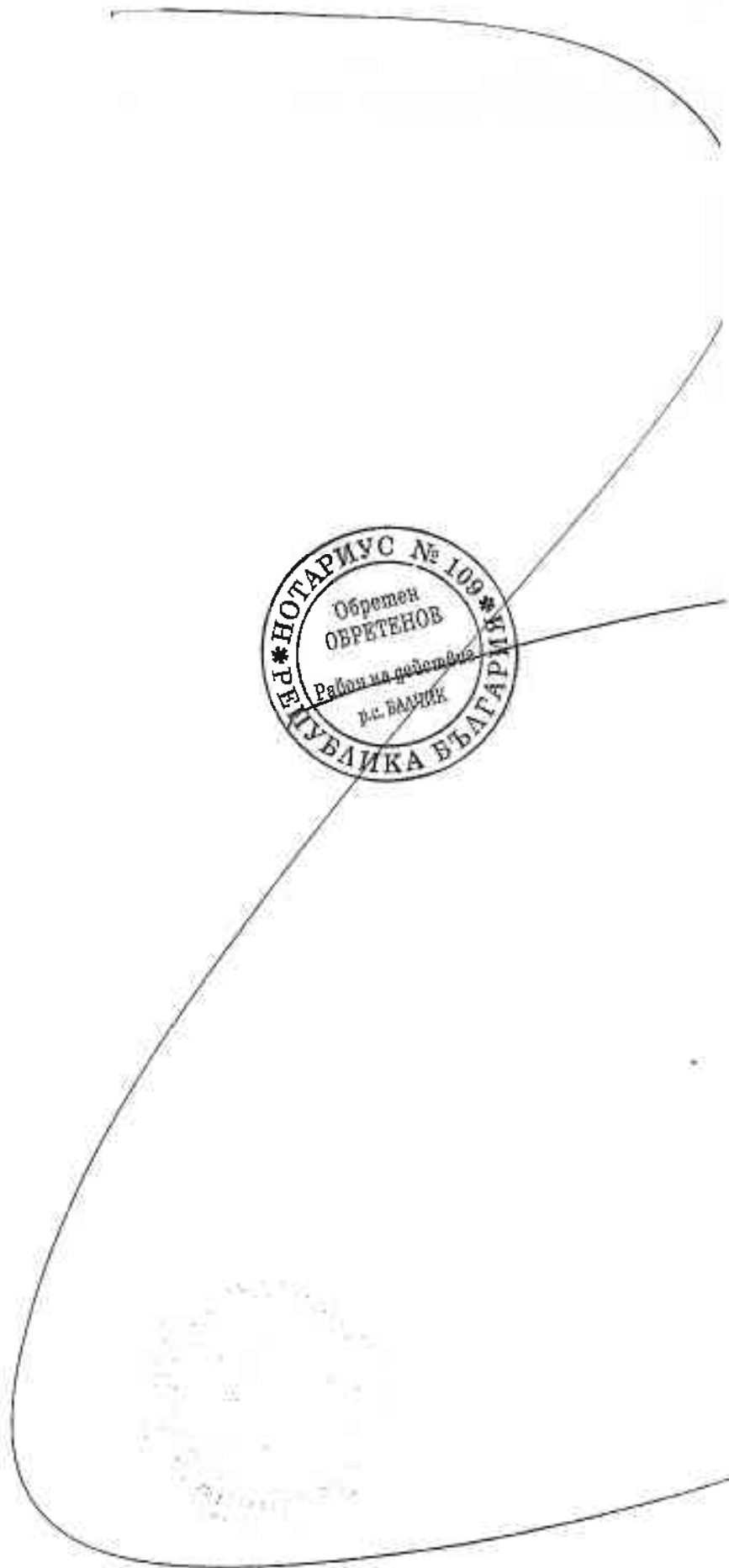


### 3.4. ДАНИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД

Неконсолидиран отчет за всеобхватния доход	2013	2014	2015
Сумите са в милиони лева			
<b>Приходи от продажби</b>	81 990	74 610	71 729
<b>Себестойност на продажбите</b>	(56 971)	(55 701)	(52 799)
<b>Брутна печалба</b>	25 019	18 909	18 930
<b>Други приходи</b>	591	3 064	1 346
<b>Общи и административни разходи</b>	(8 662)	(9 381)	(7 935)
<b>Печалба от оперативна дейност</b>	16 948	12 592	12 341
<b>Финансови приходи</b>	1 497	608	738
<b>Финансови разходи</b>	(2 583)	(3 815)	(2 409)
<b>Печалба преди облагане с данъци</b>	15 862	9 385	10 670
<b>Разход за данък върху печалбата, нетно</b>	(1 296)	(953)	(1 128)
<b>Нетна печалба за годината</b>	14 566	8 432	9 542
<b>Друг всеобхватен доход</b>			
<b>Компоненти, които няма да бъдат рекласифицирани към печалбата или загубата</b>			
Печалби/(Загуби) от преценка на нетекущи активи	10 747	15 498	445
Оценки на пенсионни планове с дефинирани доходи	(9)	2	(71)
Данък върху дохода, свързан с компоненти на друг всеобхватен доход, които няма да бъдат рекласифицирани	(1 074)	(1 550)	(44)
<b>Компоненти, които могат да бъдат рекласифицирани към печалбата или загубата</b>			
Резерв от хеджиране	(1 068)	341	377
Данък върху дохода, свързан с компоненти на друг всеобхватен доход, които могат да бъдат рекласифицирани	107	(34)	(38)
<b>Друг всеобхватен доход за годината, нетно от данъци</b>	8 703	14 257	669
<b>Общо всеобхватен доход за годината</b>	23 269	22 689	10 211

Източник: Одитирани неконсолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.





НОТАРИУС № 109  
Обретен  
ОБРЕТЕНОВ  
Работи на седалиште  
Д.С. ВЛАДИК  
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ



### 3.5. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ

Неконсолидиран отчет за финансовото състояние	2013	2014	2015
<b>Сумите са в хиляди лева</b>			
<b>Нетекущи активи</b>			
Имоти, машини и съоръжения	312 809	345 509	340 362
Инвестиционни имоти	32 672	34 048	37 268
Нематериални активи	1 916	1 220	1 019
Инвестиции в дъщерни предприятия	99 749	105 866	108 289
Инвестиции в асоциирани и други дружества	2 116	2 116	2 116
Предоставени аванси за нетекущи активи	1 110	1 352	672
Дългосрочни вземания от свързани предприятия	2 012		686
Други нетекущи активи		539	622
Други дългосрочни вземания	92	42	184
<b>Общо нетекущи активи</b>	<b>452 476</b>	<b>490 692</b>	<b>489 218</b>
<b>Текущи активи</b>			
Материални запаси	2 262	2 217	2 079
Търговски и други вземания	1 826	1 737	2 506
Вземания от свързани предприятия	829	4 294	4 651
Нетекущи активи държани за продажба		1 774	1 774
Корпоративен данък за възстановяване		11	9
Парични средства и еквиваленти	496	1 282	2 332
<b>Общо текущи активи</b>	<b>5 413</b>	<b>11 315</b>	<b>13 351</b>
<b>Общо активи</b>	<b>457 889</b>	<b>502 007</b>	<b>502 569</b>
<b>Собствен капитал</b>			
Основен акционерен капитал	4 273	4 273	4 273
Изкупени собствени акции	(1 536)	(1 536)	(1 536)
Резерви	294 542	308 678	309 252
Неразпределена печалба	73 908	80 407	90 063
<b>Общо собствен капитал</b>	<b>371 187</b>	<b>391 822</b>	<b>402 052</b>
<b>Нетекущи пасиви</b>			
Нетекущи задължения по заеми и финансов лизинг	37 606	61 605	54 612
Нетекущи задължения към свързани предприятия	5 512	3 948	2 632
Отсрочени данъци	15 067	16 810	17 258
Финансирания	524	536	473
Нетекущи задължения към персонала	128	148	176
Нетекущи търговски задължения			69
<b>Общо нетекущи пасиви</b>	<b>58 837</b>	<b>83 047</b>	<b>75 220</b>
<b>Текущи пасиви</b>			
Текущи задължения по заеми и финансов лизинг	15 617	16 447	16 952
Текущи задължения към свързани предприятия	4 794	2 694	2 319
Търговски и други задължения	6 811	7 420	5 266
Корпоративен данък за внасяне	130		
Задължения към персонала и за социално осигуряване	451	512	683
Финансирания	62	65	77
<b>Общо текущи пасиви</b>	<b>27 865</b>	<b>27 138</b>	<b>25 297</b>
<b>Общо пасиви</b>	<b>86 702</b>	<b>110 185</b>	<b>100 517</b>
<b>Общо капитал и пасиви</b>	<b>457 889</b>	<b>502 007</b>	<b>502 569</b>
Непаричен нетен оборотен капитал		(34)	4 441

Източник: Одитирани неконсолидирани годишни финансови отчети за 2013







### 3.6. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА НЕКОНСОЛИДИРАНА БАЗА

<b>Коефициенти на рентабилност</b>			
	2013	2014	2015
Възвръщаемост на собствения капитал (ROE)	3.9%	2.2%	2.4%
Възвръщаемост на общо активи (ROA)	3.2%	1.7%	1.9%
Норма на брутната печалба	30.5%	25.3%	26.4%
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации	34.6%	30.6%	33.0%
Норма на оперативната печалба	20.7%	16.9%	17.2%
Норма на нетната печалба	17.8%	11.3%	13.3%
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>			
Коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio)	0.1	0.3	0.4
Коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio)	0.2	0.4	0.5
Обращаемост на активите	0.2	0.1	0.1
Обращаемост на вземанията	30.9	12.3	10.0
<b>Коефициенти за една акция</b>			
Собствен капитал за една акция (BVPS)	89.5	94.5	97.0
Нетна печалба за една акция (EPS)	3.5	2.0	2.3
Продажби за една акция (SPS)	19.8	18.0	17.3
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
Коефициент на изплащане на дивидент (Dividend Payout)	14.2%	0.0%	19.5%
Коефициент на реинвестирана печалба (Retained Earnings)	85.8%	100.0%	80.5%
Дивидент за една акция (DPS)	0.50	0.00	0.45
<b>Коефициенти на развитие</b>			
Темп на растеж на активи	3.0%	9.6%	0.1%
Темп на растеж на продажби	3.1%	-9.0%	-3.9%
Темп на растеж на нетната печалба	-12.7%	-42.1%	13.2%
<b>Коефициенти за ливъридж</b>			
Съотношение общо активи/собствен капитал	1.2	1.3	1.3
Съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал	0.2	0.2	0.2
<b>Пазарни коефициенти</b>			
Пазарна цена/продажби (P/S)	2.4	2.6	2.7
Пазарна цена/нетна печалба (P/E)	13.4	23.1	20.4
Пазарна цена/счетоводна стойност на собствен капитал (P/B)	0.6	0.5	0.5

Източник: Одитирани неконсолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.; Изчисления на ПФБК



49



### 3.7. ПРОГНОЗНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ НА „АЛБЕНА“ АД СЛЕД ВЛИВАНЕТО

#### 3.7.1. Данни от консолидирания отчет за всеобхватния доход след вливането

Консолидирани отчет за всеобхватния доход Суми са в милиарди лева	2015	2015
	преди вливането	след вливането
Приходи от продажби	90 877	94 836
Себестойност на продажбите	(72 415)	(75 999)
Брутна печалба	18 261	18 837
Други приходи	2 646	3 207
Общи и административни разходи	(11 204)	(11 845)
Печалба от оперативна дейност	9 703	10 199
Финансови приходи	560	591
Финансови разходи	(3 012)	(4 805)
Дял от печалбата на асоциирани дружества	(93)	(165)
Обезценка на нетекущи активи държани за продажба	(261)	(282)
Печалба преди облагане с данъци	6 887	5 538
Разход за данък върху печалбата, нетно	(1 222)	(1 337)
Нетна печалба за годината	5 675	4 201
Разпределена по следния начин:		
Притежатели на собствения капитал	5 757	4 219
Неконтролиращо участие	(82)	(18)

Източник: Дружествата



50



3.7.2. Данни от консолидирания отчет за финансово състояние след вливането

Сумите са в хиляди лева	2016	
	преди вливането	след вливането
Нетекущи активи		
Имоти, машини и съоръжения	494 107	510 539
Инвестиционни имоти	7 197	34 466
Нематериални активи	18 523	18 524
Трайни насаждения	5 373	5 373
Инвестиции в асоциирани и други дружества	6 284	835
Инвестиции държани до падеж		179
Нетекущи вземания	184	184
Активи по отсрочени данъци	562	898
Общо нетекущи активи	532 230	570 998
Текущи активи		
Материални запаси	10 359	10 528
Млади животни	216	216
Търговски и други вземания	5 321	5 810
Нетекущи активи държани за продажба	2 686	2 788
Инвестиции държани до падеж		64
Корпоративен данък за възстановяване	87	171
Срочни депозити	3	113
Парични средства и еквиваленти	4 366	6 826
Общо текущи активи	23 038	26 516
Общо активи	555 268	597 514
Общо собствен капитал	407 973	451 897
Неконтролиращо участие	7 900	9 912
Общо капитал	415 873	461 809
Нетекущи пасиви		
Нетекущи задължения към банки и финансов лизинг	76 559	76 559
Нетекущи задължения към свързани предприятия	6 332	
Отсрочени данъци	18 695	20 304
Финансирания	671	671
Нетекущи задължения към персонала	214	236
Нетекущи търговски задължения	69	69
Общо нетекущи пасиви	102 540	97 839
Текущи пасиви		
Текущи задължения към банки и финансов лизинг	21 880	22 125
Текущи задължения към свързани предприятия	2 479	325
Търговски и други задължения	10 229	12 988
Нетекущи пасиви държани за продажба	912	912
Задължения към персонала и за социално осигуряване	1 178	1 293
Корпоративен данък за внасяне	14	70
Финансирания	153	153
Общо текущи пасиви	38 855	37 866
Общо пасиви	139 395	135 705
Общо капитал и пасиви	555 268	597 514
Непаричен нетен оборотен капитал		3 836

Източник: Дружествата



51





### 3.7.3. Финансови коефициенти на консолидирана база след вливането

Коефициенти на рентабилност	2015		2016	
	преди вливането		след вливането	
Възвръщаемост на собствения капитал (ROE)	1.4%		0.9%	
Възвръщаемост на общо активи (ROA)	1.0%		0.7%	
Норма на брутна печалба	20.1%		19.9%	
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации	28.8%		29.1%	
Норма на оперативната печалба	10.7%		10.8%	
Норма на нетната печалба	6.3%		4.4%	
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>				
Коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio)	0.3		0.4	
Коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio)	0.6		0.7	
Обръщаемост на активите	0.2		0.2	
Обръщаемост на вземанията	16.6		15.6	
<b>Коефициенти за една акция</b>				
Собствен капитал за една акция (BVPS)	98.4		107.1	
Нетна печалба за една акция (EPS)	1.4		1.0	
Продажби за една акция (SPS)	21.9		22.5	
<b>Коефициенти за дивидент</b>				
Коефициент на изплащане на дивидент (Dividend Payout)	19.5%		нп	
Коефициент на ретенестирана печалба (Retained Earnings)	80.5%		нп	
Дивидент за една акция (DPS)	0.45		нп	
<b>Коефициенти на развитието</b>				
Темп на растеж на активи	3.3%		нп	
Темп на растеж на продажби	-8.0%		нп	
Темп на растеж на нетната печалба	-15.4%		нп	
<b>Коефициенти за лихво-риск</b>				
Съотношение общо активи/собствен капитал	1.4		1.3	
Съотношение лихвоносен дълг/капитал	0.3		0.2	
Съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал	0.3		0.2	
<b>Пазарни коефициенти</b>				
Пазарна цена/продажби (P/S)	2.1		нп	
Пазарна цена/нетна печалба (P/E)	33.8		нп	
Пазарна цена/счетоводна стойност на собствен капитал (P/B)	0.5		нп	

Източник: Дружествата; Изчисления на ПФБК;

нп - неприложимо



52



### 3.7.4. Данни от неконсолидирания отчет за всеобхватния доход след вливането

Неконсолидиран отчет за всеобхватния доход Сумите са в милион лева	2015	
	преди вливането	след вливането
Приходи	71 729	71 791
Себестойност на продажбите	(52 799)	(52 799)
Брутна печалба	18 930	18 992
Други приходи	1 346	1 346
Общи и административни разходи	(7 935)	(8 573)
Печалба от оперативна дейност	12 341	11 765
Финансови приходи	738	2 764
Финансови разходи	(2 409)	(2 309)
Печалба преди облагане с данъци	10 670	12 220
Разход за данък върху печалбата, нетно	(1 128)	(1 109)
Нетна печалба за годината	9 542	11 111

Източник: Дружествата



МОТАРИУС № 109  
Обретен  
ОБРЕТНОВ  
Район на действие  
р.с. ВАРШИК  
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

### 3.7.5. Данни от неконсолидирания отчет за финансово състояние след вливането

Неконсолидиран отчет за финансовото състояние Сумите са в хиляди лева	2015	
	преди вливането	след вливането
<b>Нетекущи активи</b>		
Имоти, машини и съоръжения	340 362	340 936
Инвестиционни имоти	37 268	37 268
Нематериални активи	1 019	1 019
Инвестиции в дъщерни предприятия	106 289	129 897
Инвестиции в асоциирани и други дружества	2 116	243
Инвестиции държани до падеж		179
Инвестиции на разположение за продажба		-
Предоставени аванси за нетекущи активи	672	672
Дългосрочни вземания от свързани предприятия	686	686
Други нетекущи активи	622	622
Други дългосрочни вземания	184	6 122
<b>Общо нетекущи активи</b>	<b>489 218</b>	<b>517 644</b>
<b>Текущи активи</b>		
Материални запаси	2 079	2 079
Търговски и други вземания	2 506	4 859
Вземания от свързани предприятия	4 651	3 327
Нетекущи активи държани за продажба	1 774	1 876
Инвестиции държани до падеж		64
Корпоративен данък за възстановяване	9	9
Срочни депозити		21
Парични средства и еквиваленти	2 332	3 896
<b>Общо текущи активи</b>	<b>13 351</b>	<b>16 131</b>
<b>Общо активи</b>	<b>502 569</b>	<b>533 775</b>
<b>Общо собствен капитал</b>		
<b>Нетекущи пасиви</b>		
Нетекущи задължения по заеми и финансов лизинг	54 612	54 612
Нетекущи задължения към свързани предприятия	2 632	-
Отсрочени данъци	17 258	17 181
финансирания	473	473
Нетекущи задължения към персонала	176	198
Нетекущи търговски задължения	69	69
<b>Общо нетекущи пасиви</b>	<b>75 220</b>	<b>72 533</b>
<b>Текущи пасиви</b>		
Текущи задължения по заеми и финансов лизинг	16 952	16 952
Текущи задължения към свързани предприятия	2 319	995
Търговски и други задължения	5 266	7 696
Задължения към персонала и за социално осигуряване	683	702
финансирания	77	77
<b>Общо текущи пасиви</b>	<b>25 297</b>	<b>26 422</b>
<b>Общо пасиви</b>	<b>100 517</b>	<b>98 955</b>
<b>Общо капитал и пасиви</b>	<b>502 569</b>	<b>533 775</b>
Непаричен нетен оборотен капитал	4 441	3 187

Източник: Дружествата







### 3.7.6. Финансови коефициенти на неконсолидирана база след вливането

Коефициенти на рентабилност	2015		2016	
	преди вливането		след вливането	
Възвръщаемост на собствения капитал (ROE)		2.4%		2.6%
Възвръщаемост на общо активи (ROA)		1.9%		2.1%
Норма на брутната печалба		26.4%		26.5%
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации		33.0%		32.2%
Норма на оперативната печалба		17.2%		16.4%
Норма на нетната печалба		13.3%		15.5%
<b>Коефициенти за активен и ликвидност</b>				
Коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio)		0.4		0.5
Коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio)		0.5		0.6
Обръщаемост на активите		0.1		0.1
Обръщаемост на вземанията		10.0		8.7
<b>Коефициенти за една акция</b>				
Собствен капитал за една акция (BVPS)		97.0		103.1
Нетна печалба за една акция (EPS)		2.3		2.6
Продажби за една акция (SPS)		17.3		17.0
<b>Коефициенти за дивидент</b>				
Коефициент на изплащане на дивидент (Dividend Payout)		19.5%		нп
Коефициент на ретенестирана печалба (Retained Earnings)		80.5%		нп
Дивидент за една акция (DPS)		0.45		нп
<b>Коефициенти на растежи</b>				
Темп на растеж на активи		0.1%		нп
Темп на растеж на продажби		-3.9%		нп
Темп на растеж на нетната печалба		13.2%		нп
<b>Коефициенти за лихва-ридик</b>				
Съотношение общо активи/собствен капитал		1.3		1.2
Съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал		0.2		0.2
<b>Пазарни коефициенти</b>				
Пазарна цена/продажби (P/S)		2.7		нп
Пазарна цена/нетна печалба (P/E)		20.4		нп
Пазарна цена/счетоводна стойност на собствен капитал (P/B)		0.8		нп

Източник: Дружествата; Изчисления на ПФБК

нп - неприложимо

### 3.8. ПРЕХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ

Акционерите трябва да имат предвид, че предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството. Резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.





#### 4. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА ПРИ ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

При обосновката е използвана информация от следните източници:

- Публичните дружества, участващи в преобразуването – „Албена“ АД и „Албена Инвест Холдинг“ АД
- Българска народна банка
- Национален статистически институт
- Министерство на финансите
- Министерство на икономиката
- Българска фондова борса-София
- Световна туристическа организация (World Tourism Organization)
- Световния икономически форум
- Евростат
- Европейска комисия
- Базата данни на проф. Дамодаран <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>,
- Платформата за анализ и търговия Bloomberg
- Интернет страници на публични компании аналози на Албена АД

ЗА ИЗГОТВИЛИЯ ОЦЕНКАТА ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК „ПЪРВА ФИНАНСОВА БРОКЕРСКА КЪЩА“ ООД:

Стоян Николов  
УПРАВИТЕЛ  
ЕГН: 7204087143



л.к.: 644785757, изд. от МВР-София на 16.09.2013г.

КРАСИМИР ВЕСЕЛИНОВ СТАНЕВ

ЕГН: 5211027967

л.к. № 646111543, изд. от МВР-София на 02.10.2015г.

ИВАНКА СТОИЛОВА ДАНЧЕВА

ЕГН: 5101087158

л.к. № 643764318, изд. от МВР-София на 23.12.2011г.



На 19.7.2016 г., Обретен Обретен, нотариус в район Балчишки РС, рег. № 109 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:

Красимир Веселинов Станев, ЕГН 5211027967, лична карта № 646111543, изд. на 02.10.2015, от МВР-София, с местожителство: гр.София, като представител на "Албена" АД к.к. Албена, БУЛСТАТ/ЕИК 834025872, ф.д. 473/1990, ОС ДОБРИЧ, адрес к.к.Албена, Иванка Стоилова Данчева, ЕГН 5101087158, лична карта № 643764318, изд. на 23.12.2011, от МВР-София, с местожителство: гр. София, като представител на "Албена инвест - холдинг" АД к.к.Албена, БУЛСТАТ/ЕИК 124044376, адрес к.к.Албена Рег. № 2515/2016, Събрана табла, лв.

Нотариус:



Приложение №1  
към Договор за преобразуване  
между „Албена Инвест Холдинг“ АД и „Албена“ АД  
от 31 май 2016 г.

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА  
АКЦИИТЕ НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ  
ХОЛДИНГ“ АД**

за

преобразуване чрез вливане на „Албена Инвест Холдинг“ АД в  
„Албена“ АД

---

Комисията за финансов надзор не носи отговорност за верността на  
представената в обосновката информация.

---

Дата на изготвяне на оценката: 20.05.2016 г.



A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke.





## СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА .....	3
1.1. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД .....	3
1.2. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА“ АД .....	4
1.3. СЪОТНОШЕНИЕ НА ЗАМЯНА .....	5
1.1. ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО .....	7
1.2. ОТГОВОРНОСТ НА КОМИСИЯТА .....	8
1.3. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ .....	8
1.4. ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ .....	8
2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА .....	8
2.1. ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО .....	8
2.1.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ .....	8
2.1.2. ИСТОРИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО (ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН) .....	9
2.1.3. БИЗНЕС СТРУКТУРА НА ГРУПАТА .....	10
2.1.4. ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО .....	11
2.1.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ .....	13
2.2. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА .....	14
2.3. ОТНОСИМИТЕ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА .....	15
2.3.1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ .....	15
2.3.2. ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА .....	18
ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ .....	30
2.3.3. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ .....	30
2.3.4. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ .....	49
2.3.5. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ .....	50
2.3.6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ .....	50
2.3.7. СТОЙНОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА .....	51
2.3.8. ИНФОРМАЦИЯ ОТНОСНО ЦЕНАТА НА ЗАТВАРЯНЕ И ТЪРГОВИЯТА С АКЦИИ .....	51
2.3.9. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ЦЕНАТА НА ЗАТВАРЯНЕ И СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА .....	51
2.3.10. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ .....	52
2.3.11. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД .....	52
3. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ .....	53
3.1. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД .....	53
3.2. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ .....	54
3.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА КОНСОЛИДИРАНА БАЗА .....	55
3.4. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД .....	56
3.5. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ .....	57
3.6. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА НЕКОНСОЛИДИРАНА БАЗА .....	58
3.7. ПРОГНОЗНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ НА „АЛБЕНА“ АД СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	59
3.7.1. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	59
3.7.2. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	60
3.7.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА КОНСОЛИДИРАНА БАЗА СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	61
3.7.4. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	62
3.7.5. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	63
3.7.6. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА НЕКОНСОЛИДИРАНА БАЗА СЛЕД ВЛИВАНЕТО .....	64
3.8. ПРЕДХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ .....	64
4. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА ПРИ ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ .....	65





# 1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

## 1.1. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД

Оценката на справедливата стойност на собствения капитал на „Албена Инвест Холдинг“ АД е получена съгласно таблицата по-долу:

Използван метод	Цена на капитала, хил.лв	Цена на акция, лв	Теглест	Претеглена цена на капитала, хил.лв	Претеглена цена на акция, лв
Дисконтирани парични потоци	54 488	9.91	50%	27 243	4.95
Нетна стойност на активите	99 924	17.62	50%	48 462	8.81
Стойност на собствения капитал съгласно оценъчните методи (справедлива цена съгласно чл. 5, ал. 2, от Наредба №41)				75 705	13.76
Стойност по цена на затваряне към 19.05.2015 г.	35 750	6.50	35%	12 513	2.28
Стойност на собствения капитал съгласно оценъчните методи (справедлива цена съгласно чл. 5, ал. 2, от Наредба №41)	75 705	13.76	65%	49 208	8.95
Среднопретеглена стойност (справедлива цена съгласно чл. 5, ал. 1, от Наредба №41)					
Ликвидационна стойност*				61 721	11.22
Справедлива стойност				57 768	10.50
				61 721	11.22

Източник: Изчисления на ПФБК

\* Ликвидационната оценка е изготвена от „Мадена“ ЕООД със сертифицирани оценители арх. Мария Ангелова, инж. Панчо Панов и инж. Тая Колева-Кръстева

Съгласно чл.5 на 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, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопретеглена стойност от цената на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи.

Период	20.02.2016 г. – 19.05.2016 г.
Брой акции на „Албена Инвест Холдинг“ АД (бр.)	5 500 000
Общ брой акции изтъргувани на БФБ (бр.)	433 648
Цена на затваряне към дата 19.05.2016 г. (лв.)	6 500
Търговски обем през периода (бр.)	57
Среднодневен обем (бр.)	7 608
Минимално изискувано за среднодневен обем за предходните 3 месеца	550

Източник: БФБ-София; Изчисления на ПФБК

Акциите на „Албена Инвест Холдинг“ АД отговарят на критерия „търгувани активно“ и съответно цената на затваряне е взета под внимание при определяне на справедливата цена на акциите.

Съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 от 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, справедливата цена на акция е ликвидационната стойност, когато тя надвишава справедливата







цена, определена по реда на чл. 5 от същата Наредба. В ал. 3 на същия чл. 6 са изброени обстоятелствата, които предполагат изготвянето на ликвидационна оценка. Тъй като, съгласно последния публикуван консолидиран финансов отчет (одитиран годишен към 31.12.2015 г.), активите на „Албена Инвест Холдинг“ АД са в размер на 103 732 хил. лв., от които 47 653 хил. лв. (45.9%) е балансовата стойност на дяловите участия, бе възложена и изготвена ликвидационна оценка на Дружеството за целите на настоящата обосновка на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Изготвената от лицензиран оценител оценка на акциите на „Албена Инвест Холдинг“ АД по метода на ликвидационната стойност е по-ниска от справедливата цена на акциите, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41, поради което не се взема предвид при определянето на справедливата цена.

## 1.2. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА“ АД

Оценката на справедливата стойност на собствения капитал на „Албена“ АД е получена съгласно таблицата по-долу:

Използван метод	Цена на капитала, хил. лв.	Цена на акция, лв.*	Тежест	Протегирана цена на капитала, хил. лв.	Протегирана цена на акция, лв.*
Дисконтирани парични потоци	176 489	42.56	60%	105 893	25.55
Нетна стойност на активите	407 973	98.42	40%	163 189	39.37
Среднопротегирана стойност (справедлива цена съгласно чл. 5, ал. 2, от Наредба №41)				269 083	64.92
Ликвидационна стойност**				242 804	58.82
Справедлива стойност				269 083	64.92

Източник: Изчисления на ПФБК

\*Цената на акция е изчислена на база 4 145 126 акции в обращение

\*\* Ликвидационната оценка е изготвена от „Капитал АКОРД Полза“ ЕООД със сертифицирани оценители Атанас Атанасов, Христина Ангелова, Радолав Станчев и Иван Поляк

Съгласно чл.5 на Наредба №41 за изисванията 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, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопротегирана стойност от цената на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи.

Период	20.02.2016 г. – 19.05.2016 г.
Брой акции на „Албена“ АД (бр.)	4 273 126
Общ брой акции изтъргувани на БФБ (бр.)	12 582
Цена на затваряне към дата 19.05.2016 г. (лв.)	45.555
Търговски сесии през периода (бр.)	57
Среднодневен обем (бр.)	221
Минимално изисване за среднодневен обем за предходните 3 месеца	427

Източник: БФБ-София; Изчисления на ПФБК

Акциите на „Албена“ АД не отговарят на критерия „търгувани активно“ и съответно цената на затваряне не е взета под внимание при определяне на справедливата цена на акциите. В този







случай въз основа на чл. 5, ал. 2 от Наредба №41 справедливата цена на акциите се определя като среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно използваните оценъчни методи.

Съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 от 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, справедливата цена на акция е ликвидационната стойност, когато тя надвишава справедливата цена, определена по реда на чл. 5 от същата Наредба. В ал. 3 на същия чл. 6 са изброени обстоятелствата, които предполагат изготвянето на ликвидационна оценка. Тъй като, съгласно последния публикуван консолидиран финансов отчет (одитиран годишен към 31.12.2015 г.), активите на „Албена“ АД са в размер на 555 268 хил. лв., от които 494 107 хил. лв. (89%) са Имоти, машини и съоръжения, бе възложена и изготвена ликвидационна оценка на Дружеството за целите на настоящата обосновка на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Изготвената от лицензиран оценител оценка на акциите на „Албена“ АД по метода на ликвидационната стойност е по-ниска от справедливата цена на акциите, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41, поради което не се взема предвид при определянето на справедливата цена.

### 1.3. СЪОТНОШЕНИЕ НА ЗАМЯНА

Въз основа на извършената оценка на „Албена“ АД към 20 май 2016 г., чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) е определена на 269 062 669 лв. Справедливата стойност на акциите на „Албена“ АД се изчислява като чистата стойност на имуществото на „Албена“ АД се раздели на броя акции в обращение – 4 145 126 бр. При определянето на справедливата цена на акция са използвани акциите в обращение съгласно изискванията на Наредба 41, като по смисъла на наредбата „Акции в обращение са издадените от дружеството акции с изключение на обратно изкупените“. „Албена“ АД притежава 128 000 обратно изкупени акции, поради което броят на акциите в обращение възлиза на 4 145 126 спрямо регистриран капитал от 4 273 126 броя. Справедливата стойност на „Албена“ АД е изчислена на 64.92 лв. за всяка акция в обращение.

Оценката на „Албена Инвест Холдинг“ АД към 20 май 2016 г. определя чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) в размер на 61 720 909 лв. Справедливата стойност на акциите на „Албена Инвест Холдинг“ АД се изчислява като чистата стойност на имуществото на „Албена Инвест Холдинг“ АД се раздели на броя акции в обращение – 5 500 000 бр. и е 11.22 лв. за всяка акция в обращение.

На основание чл. 123, ал.1, т. 1 от ЗППЦК справедливата стойност на собствения капитал на всяко от преобразуващите се дружества е определена към дата, която не може да бъде по-рано от един месец от датата на договора за преобразуване. Справедливата стойност на собствения капитал на „Албена“ и „Албена Инвест Холдинг“ АД е определена към 20 май 2016 г.

Определянето на справедливата цена на акциите на всяко от преобразуващите се дружества и съотношението на замяна на акциите на преобразуващото се дружество „Албена Инвест Холдинг“ АД срещу акции на приемащото дружество „Албена“ АД е осъществено в съответствие с чл. 123, ал.1, т.1 и т. 2 и ал. 2 от ЗППЦК и Наредбата 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.







В резултат на вливането чистата стойност на имуществото, преминаващо от „Албена Инвест Холдинг“ АД към „Албена“ АД (преди корекции) ще бъде в размер на 61 720 909 лв. Чистата стойност на имуществото на „Албена“ АД преди вливането възлиза на 269 082 669 лв.

Съотношението на замяна е изчислено като справедливата стойност на акциите в обращение на преобразуващото се дружество „Албена Инвест Холдинг“ АД, изчислена на база чистата стойност на имуществото е разделена на справедливата стойност на акциите в обращение на приемащото дружество „Албена“ АД, изчислена на база чистата стойност на имуществото. Използването на акциите в обращение при изчисляване на съотношението на замяна на база чистата стойност на имуществото се базира на разпоредбата на чл. 187а, ал. 6 от ТЗ, която указва, че собствените акции не се вземат предвид при определяне на чистата стойност на имуществото на дружеството. Използването на регистрирания капитал би довело до намаляване на справедливата цена на акция на приемащото дружество. Това от своя страна би довело до определяне на съотношение на замяна, което би ошетило акционерите на приемащото дружество и би разводнило тяхното акционерно участие и съответно техният контролен дял в приемащото дружество след вливане. Икономическата логика показва, че стойността на обратно изкупените акции е разпределена между акциите в обращение. Елиминирането на тази допълнителна стойност, принадлежаща на всяка акция в обращение, при определяне на съотношението на замяна означава, че след преобразуването, нетната стойност на обратно изкупените акции ще се разпредели между всички акционери. В този случай на настоящите акционери на „Албена Инвест Холдинг“ АД ще се даде неправомерно част от стойността на „Албена“ АД в ущърб на акционерите на „Албена“ АД.

Съотношението на замяна на акциите на преобразуващото се дружество „Албена Инвест Холдинг“ АД срещу акции на приемащото дружество „Албена“ АД във връзка с вливането е определено на 0.1728, което означава, че срещу една акция от „Албена Инвест Холдинг“ АД всеки акционер на „Албена Инвест Холдинг“ АД на основание чл. 281б, ал. 1 от ТЗ ще придобие 0.1728 акции от приемащото дружество „Албена“ АД. Справедливата цена на придобитите акции след преобразуването ще бъде еквивалентна на справедливата цена на притежаваните преди преобразуването акции в преобразуващото се дружество. Съотношението на замяна на акциите е изчислено в съответствие със законовите изисквания и икономическите показатели на двете дружества.

Преобразуващи се дружества	Албена АД	Албена Инвест Холдинг АД
Регистриран капитал, бр акции	4 273 126	5 500 000
Акции в обращение, бр.акции	4 145 126	5 500 000
Чиста стойност на имуществото (ЧСИ), лв	269 082 669	61 720 909
Справедлива стойност на акция в обращение, лв	64.92	11.22
Съотношение на замяна на база ЧСИ	1.0000	0.1728



3



## 1.1. ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО

Преобразувачи се дружества	Албена АД	Албена Инвест Холдинг АД
Регистриран капитал, бр.акции	4 273 126	5 500 000
Акции в обращение, бр.акции	4 145 126	5 500 000
Чиста стойност на имуществото(справедлива цена), лв	289 082 669	61 720 909
Справедлива стойност на акция в обращение, лв	64.92	11.22
Съотношение на замяна на база ЧСИ	1.0000	0.1728
Полагащ се брой акции на база ЧСИ		950 400
Корекция преобразуващо в приемащо, ТЗ чл.262у ал.2, т.2:		
Брой акции на "Албена Инвест Холдинг" в "Албена"	879 131	
Полагащ се брой акции в капитала на "Албена" АД след корекция по ТЗ, чл. 262у, ал.2, т.2:	71 269	
Брой акции (регистриран капитал) на "Албена" АД след вливането*	4 273 126	
Брой акции в обращение на "Албена" АД след вливането	4 216 398	
<b>Прогнозна оценка на "Албена" АД след вливането</b>		
Справедлива стойност на "Албена" АД след вливането, лв	330 803 578	
Корекция преобразуващо в приемащо, чл.262у ал.2, т.2	-57 089 174	
Прогнозна оценка на "Албена" АД след вливането, лв	273 734 404	
Прогнозна цена на акция (регистриран капитал) на "Албена" АД след вливането, лв*	64.06	
Прогнозна цена на акция в обращение на "Албена" АД след вливането, лв	64.92	

\*При допълването, че за осигуряване на полагащия се на акционерите в "Албена Инвест Холдинг" брой акции в капитала на "Албена" АД се използват част от притежаваните от "Албена" АД 128 000 броя собствени акции

Прогнозната цена на акция на приемащото дружество "Албена" АД след вливането не взема под внимание допълнителния брой акции, който би се получил в резултат на закръгляването на полагащия се на акционерите на Преобразуващото се дружество брой акции от капитала на Приемащото дружество (получен вследствие на приложеното съотношение на замяна).

Прогнозната оценка на приемащото дружество "Албена" АД след вливането е изчислена като сума на чистата стойност на имуществото на приемащото дружество "Албена" АД и на преобразуващото се дружество "Албена Инвест Холдинг" АД. В резултат на преобразуването прогнозната оценка (чистата стойност на имуществото) на "Албена" АД след вливането (преди корекции) ще възлиза на 330 803 578 лв.

В съответствие с клаузите на чл.262у ал.2 т.2 от Търговския закон (ТЗ), касаещи акционерното участие на "Албена Инвест Холдинг" АД в "Албена" АД, сумата на чистата стойност на имуществото на двете дружества след вливането е коригирана със стойността на акциите, които холдингът притежава в "Албена" АД преди преобразуването, изчислена съгласно оценъчните методи от Наредба №41. Полагащият се на акционерите в "Албена Инвест Холдинг" брой акции в капитала приемащото дружество "Албена" АД се намалява с притежаваните от преобразуващото се дружество "Албена Инвест Холдинг" АД акции в капитала на приемащото дружество "Албена" АД. След вливането, акциите притежавани от "Албена Инвест Холдинг" АД в "Албена" АД се обезсилват като правоприменици на тези акции са акционерите на "Албена Инвест Холдинг" АД. Чистата стойност на имуществото на "Албена" АД след вливането след направените корекции по чл.262у ал.2 т.2 от ТЗ ще възлиза на 273 734 404 лв.









## 1.2. ОТГОВОРНОСТ НА КОМИСИЯТА

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

## 1.3. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката на изготвената оценка е направена към 20.05.2016 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вливане на промяната в Търговския регистър.

## 1.4. ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ

Не е налична друга съществена информация за цените на акциите.

## 2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

### 2.1. ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО

#### 2.1.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ

Наименование и правна форма:	„АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД
Седалище и адрес на управление:	България, област Добрич, община Балчик, к.к. "Албена" - Административна сграда, офис 219
Телефон:	(+359) 579 6 21 91
Уебсайт:	<a href="http://www.aih.bg">www.aih.bg</a>
Email:	<a href="mailto:office@aih.bg">office@aih.bg</a>
ЕИК:	124044376

„Албена Инвест Холдинг“ АД е акционерно дружество, чиито акции се търгуват на Българска фондова борса. Дружеството е създадено през 1996 г. в резултат от процеса на масова приватизация, който води до раздържавяване на управлявани от държавата активи. „Албена Инвест Холдинг“ АД е публично дружество съгласно Закона за публично предлагане на ценни книжа.

Съществуването на Дружеството не е ограничено със срок или друго прекратително условие.

Понастоящем Дружеството е регистрирано в търговския регистър, воден от Агенцията по вписванията ([www.brga.bg](http://www.brga.bg)).

Предметът на дейност на дружеството е отразен в чл. 3 от устава, приет на учредителното събрание на Дружеството, проведено на 26.09.1996 г. и променен с решение на общото събрание на акционерите от 12.01.1998 г. и 24.06.2000 г., променен на общо събрание на акционерите от 22.08.2001 г., 14.06.2003 г., 26.08.2004 г. и 25.06.2011 г.

Предметът на дейност на Холдинга според устава е:

- придобиване, управление, оценка и продажба на участия в български и чуждестранни дружества;



8



- придобиване управление и продажба на облигации;
- придобиване, оценка и продажба на патенти, отстъпване на лицензи за използване на патенти на дружества, в които холдинговото дружество участва;
- финансиране на дружества в които холдинговото дружество участва;
- извършване на всякаква друга не забранена от закона дейност.

От 1996 г. структурата на портфейла на Компанията се е променила и в момента основните дейности са в сферата на недвижимите имоти, сектора на туризма и транспорта.

## 2.1.2. ИСТОРИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО (ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН)

През 1996 г. се учредява Приватизационен фонд „Албена Инвест“ регистриран с решение № 2261/21.10.1996 г. на Добрички окръжен съд. През 1998 г. дружеството се преобразува в „Албена Инвест Холдинг“ АД.

В периода 1997-2000 г. са извършвани множество сделки на покупко-продажба на акции от капитала на различни дружества, като придобиванията са основно в рамките на масовата приватизация. Основните събития довели до формиране на текущия инвестиционен портфейл на „Албена Инвест Холдинг“ АД са описани по-долу.

През 1997 г. „Албена Инвест Холдинг“ АД участва в приватизацията на „Албена“ АД съвместно с BNP Paribas и РМД Албена 2000 АД. Участието на холдинга в Албена АД достига сегашния си размер след закупуване на допълнителни акции през 1998 г.

1998 е годината, в която „Албена Инвест Холдинг“ АД придобива повечето от активите от портфейла си, включително „Добруджански Текстил“ АД, „Торготерм“ АД, „Складова Техника“ АД, „България 29“ АД, „Фохар“ АД, „Бряст-Д“ АД, като някои от тези участия са увеличени допълнително впоследствие. Продадени са нестратегически за холдинга към онзи момент участия. Дяловото участие в „Складова техника“ АД е продадено през 2015 г.

През 2000 г. се учредява дъщерното дружество „Алфа Консулт 2000“ ЕООД, през 2005г. - „Бета консулт 2000“ ЕООД, а през 2008 г. - „Прима финанс“ ЕАД. Последните две дружества се алиават в „Алфа Консулт 2000“ ЕООД съответно през 2013 г. и 2015 г.

През 2006 г. се продават акциите от капитала на „Торготерм“ АД, което е едно от големите индустриални предприятия на холдинга и това е основното събитие в процеса на префокусиране на „Албена Инвест Холдинг“ АД почти изцяло към сектора на услугите (основно туризъм и недвижими имоти).

През годините след приватизацията холдингът закупува нови активи в сектор туризъм. През 2004 г. се закупуват акции от Хотел де Маск – Швейцария. През 2013 г. се учредява „Ахтопол Ризорт“ ЕАД с едноличен собственик „Ико Бизнес“ АД. През 2013 г. АИХ придобива участие в „Бялата лагуна“ АД и „Лерпетуум мобиле БГ“ АД. През 2015 г. „Албена инвест холдинг“ АД увеличава инвестицията си в дъщерното дружество „Соколец Боровец“ АД, като закупува 550 175 броя акции от капитала на дружеството.

„Албена Инвест Холдинг“ АД е публично дружество, като акциите му се търгуват на Българската фондова борса от 1996 г. Дружеството участва в индекса BG BX40 (индекс на дружествата с най-голям брой сделки и най-висока медианна стойност на дневния оборот).







### 2.1.3.БИЗНЕС СТРУКТУРА НА ГРУПАТА

Портфейлът на „Албена Инвест Холдинг“ АД се състои от 10 дъщерни дружества и 1 асоциирана компания.

- „Албена Автотранс“ АД е едно от големите транспортни предприятия в страната. Дружеството притежава 57 автобуса, 7 товарни автомобили, 2 мотоцикла и 4 леки коли които се използват за вътрешни и международни туристически дестинации, както и за чартърни превози между к.к. Албена и летището. Към 31.12.2015 г. „Албена Инвест Холдинг“ АД е собственик на 69.28% от дружеството, „Албена“ АД притежава 28.95% а остатъка се притежава от физически лица.
- „Алфа Консулт 2000“ ЕООД е собственик на 3 270 дка земеделски земи, които отдава под наем всяка столанска година, 35 дка УПИ в с.Китен, 12 дка УПИ в с.Оброчище, 2 дка УПИ в гр.Дряново и самолет Socata, който отдава под наем по договор за сух оперативен лизинг. „Албена Инвест Холдинг“ АД притежава 100% от капитала на дружеството.
- „Фохар“ АД е акционерно дружество с предмет на дейност управление и стопанисване на недвижими имоти. Активите на Дружеството се състоят от 2 имота на ул. Кумата в кв. Бояна, гр. София с обща квадратура на имота в размер на 37 170 кв.м. и разполагаеми площи за отдаване в размер на 12 424 кв.м. „Албена Инвест Холдинг“ АД притежава 99.70% от дружеството, а физически и юридически лица притежават 0.30% от капитала.
- „България 29“ АД е акционерно дружество с предмет на дейност управление и стопанисване на недвижими имоти. Активите на дружеството са формирани от имот в гр. София, част от бивша памукопрядна фабрика с площ от 52 880кв.м и дворно място от 928 кв.м. в с. Говедарци. „Албена Инвест Холдинг“ АД притежава 86.94% от дружеството, „Албена Холдинг“ АД притежава 6.76%, а физически лица притежават 6.30% от капитала.
- „Добруджански текстил“ АД оперира в сектора на недвижимите имоти. Предприятието се намира в индустриалната зона на гр.Добрич като отдава под наем помещения за складове. Общата площ на притежавания имот е 48 декара, от която застроената площ е 19 000 кв.м. „Албена Инвест Холдинг“ АД притежава 93.69% от дружеството, а физически лица притежават 6.31% от капитала.
- „Идис“ АД е с основна дейност отдаване под наем на офиси и търговски площи. Общият размер на отдаваните под наем площи е 2 544 кв.м. Притежаваната сграда се намира в близост до централната част на гр.Варна. „Албена Инвест Холдинг“ АД е собственик на 98.88% от капитала, а физически и други лица притежават 1.12% от капитала.
- „Ико Бизнес“ АД е акционерно дружество с предмет на дейност управление и стопанисване на недвижими имоти. Дружеството притежава сграда в центъра на гр.Пловдив, с обща отдаваема под наем площ в размер на 1 198 кв.м. и база в к.к. Албена, която се отдава под наем за битово настаняване. „Албена Инвест Холдинг“ АД е собственик на 99.68% от капитала, а физически притежават 0.32% от капитала.
- „Ахтопол Ризорт“ ЕАД е дъщерно дружество на „Ико Бизнес“ АД с основна дейност управление на недвижими имоти. Дружеството притежава поземлен имот на брега на Черно Море и 13 броя бунгала. „Ико Бизнес“ АД е собственик на 100% от капитала.
- „Соколец Боровец“ АД оперира в сектора на туристическите услуги. Дружеството е собственик на два хотела в к.к.Боровец. Хотелите „Бор“ и „Еделвайс“ са от категория 3 звезди. Хотел „Бор“ има 48 двойни стаи, 6 апартамента, 3 студиа, ресторант, лоби бар и конферентна зала. Хотел „Еделвайс“ разполага с 70 двойни стаи, ресторант, лоби







бар и конферентна зала. „Албена Инвест Холдинг“ АД е собственик на 98.15% от капитала, а физически лица притежават 1.85% от капитала.

- „Хемустурист“ АД е с основна дейност хотелиерство и ресторантьорство. Дружеството е собственик на два хотела в гр.Габрово – Балкан и Янтра. Хотел „Балкан“ е категория 3 звезди и се състои от две сгради - блок А и блок Б. Блок Б разполага с 68 стаи и 2 апартамента. Блок А разполага със 150 стаи и има разрешение за реконструкция. В хотела има заведения за хранене и развлечения. Хотел „Янтра“ е категория 3 звезди и разполага с 130 стаи и 27 апартамента, но не се експлоатира, освен 240 кв.м от фойето, които са отдадени под наем. Албена Инвест Холдинг“ АД е собственик на 98.39% от капитала, а физически и други лица притежават 1.61% от капитала.

Всички дъщерни дружества, с изключение на „Алфа консулт 2000“ ЕООД и „Ахтопол Ризорт“ ЕАД са приватизирани в рамките на масовата приватизация в България от 1996 г.

„Албена Инвест Холдинг“ АД притежава инвестиции в едно асоциирано дружество, а именно: 45.9% от „Бряст Д“ АД, специализирано в производство на мебели и обзавеждане на хотели, ресторанти, офиси, магазини, вили и домове.

Инвестициите в други дружества са: 20.57% от „Албена“ АД, 18.51% от „Перпетуум мобиле БГ“ АД (пряко и непряко), 28.29% от „Птици и птичи продукти“ АД, 9.79% от „Бялата лагуна“ АД и 5.06% от „Hotel des Masques“ Анзер, Швейцария.

Следващата таблица представя акционерната структура на „Албена Инвест Холдинг“ АД към 30.04.2016 г.

Акционер	Брой акции	% от капитала
„Албена Холдинг“ АД	2 309 198	41.99%
УПФ „Доверие“	376 123	6.84%
„Телекомплект Инвест“ АД	350 000	6.36%
Други юридически лица	519 595	9.45%
Физически лица	1 945 084	35.37%
Общо	6 500 000	100.00%

Източник: Дружеството

#### 2.1.4. ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО

##### Основни сегменти

Групата оперира в 4 основни бизнес сегмента – финансова дейност; автомобилни превози по вътрешни и международни линии; управление и стопанисване на недвижима собственост и туризъм и хотелиерство. Приходите от продажби по сегменти за последните години са представени в следната таблица:





Приходи по сегменти, хиляди	2013	2014	2015
<b>Приходи от продажби в т.ч.</b>			
Финансова дейност	6 298	6 027	5 927
Управление на недвижима собственост	33	28	12
Туризм и хотелиерство	1 767	1 700	1 744
Автомобилни превози	1 206	984	908
<b>Други приходи в т.ч.</b>	<b>3 292</b>	<b>3 317</b>	<b>3 263</b>
Финансова дейност	1 150	284	561
Управление на недвижима собственост	-	3	(1)
Туризм и хотелиерство	1 049	202	535
Автомобилни превози	75	24	14
<b>Финансови приходи в т.ч.</b>	<b>26</b>	<b>55</b>	<b>13</b>
Финансова дейност	1 126	780	240
Управление на недвижима собственост	1 031	756	236
Туризм и хотелиерство	95	24	4
Автомобилни превози	-	-	-
<b>Дял от резултатите на асоциирани дружества в т.ч.</b>			
Финансова дейност	76	304	(161)
Управление на недвижима собственост	76	304	(161)
Туризм и хотелиерство	-	-	-
Автомобилни превози	-	-	-

Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.

Видно от таблицата по-горе, основните източник на приходи от продажби на Групата са автомобилните превози, генерирани от единственото дъщерно дружество в този сектор – „Албена Автотранс“ АД. На второ място по значимост са управлението и стопанисването на недвижими имоти, в който сектор оперират по-голямата част от дружествата в Групата. Туризм и хотелиерство и финансова дейност са с най-малка значимост в размера на приходите, като финансовата дейност се извършва от дружеството-майка и всички приходи от асоциирани и свързани дружества се отчитат в този сегмент. Таблицата по-долу представя приходите на Групата по видове:



12



Приходи от продажби по видове, хил.лв.	2013	2014	2015
Продажби на услуги в т.ч.	5 666	5 586	5 473
Договори за оперативен лизинг (наеми)	1 827	1 839	1 929
Продажби на транспортни услуги (превоз на работници)	1 207	1 295	1 246
Продажби на транспортни услуги (превоз на туристи)	1 839	1 778	1 731
Продажби на транспортни услуги (превоз на товари)	116	88	78
Хотелиерски услуги	548	456	378
Други	129	130	112
Продажби на стоки в т.ч.	535	441	454
Продажби на стоки ресторант и бар	527	428	450
Продажби на платове	8	13	4
Други продажби	97	-	-
Общо	6 298	6 027	5 927

Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.

## 2.1.5. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ

### Силните страни:

- Диверсифициран инвестиционен портфейл
- По-голямата част от инвестициите са съсредоточени в едни от най-перспективните сектори в българската икономика в момента – туризъм и недвижими имоти
- Съществен дял от най-голямата хотелиерска компания в България
- Дългогодишна корпоративна история с утвърдени стандарти на управление и доказан имидж сред инвестиционната общност
- Почти нулева задлъжнялост към банки и финансови институции

### Слаби страни:

- Материалната база на голяма част от дъщерните дружества е остаряла
- Немалка част от активите са позиционирани (географски и пазарно) в нерентабилни сегменти
- Силна зависимост на нетната печалба от решенията за разпределяне на дивиденди от Албена АД

### Възможности:

- Оптимизиране на инвестиционния портфейл чрез продажба на участията в някои дружества и фокусиране на ресурсите върху останалите
- Инвестиции на собствени и заемни средства в дъщерните дружества, с които да се обезпечи бъдещото им развитие
- Развитие на проекти в областта на недвижимите имоти съвместно с други партньори (стратегически и финансови)







#### Заплахи:

- Свиване на потреблението в резултат на влошаване на макроикономическата обстановка в България и в световен мащаб, което ще засегне и двата основни бизнес сектора на холдинга;
- Засилване на конкурентния натиск върху дъщерните дружества, свиване на пазарната позиция и приходите им
- Продължаващ спад на лихвените нива, който да окаже допълнителен натиск върху финансовите приходи
- Промяна в дивидентната политика на Албена АД в посока намаление на разпределяния дивидент

#### 2.2. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА

Консолидираните приходи на Албена Инвест Холдинг за 2015 г. бележат спад от 1.7% в сравнение с 2014 г. в резултат на спада на приходите на сегментите туризъм и хотелиерство и автомобилни превози. Намалението на приходите на автомобилните превози, които са основният сегмент с 55% тегло в общите приходи от продажби, е в резултат на спада в броя на нощувките в курорта Албена АД (основният клиент на Албена Автотранс). Въпреки спада на приходите от продажби на „Албена Инвест Холдинг“, печалбата преди лихви, данъци и амортизации през 2015 г. се увеличава с 28.7% до 1.5 млн.лв. поради ръста на приходите от преоценки на инвестиционни имоти (включени в статия „Други приходи“) от 82 хил.лв. през 2014 г. на 477 хил.лв. през 2015 г. Нетният резултат на Групата за същия период, обаче, регистрира влошаване до 1.6 млн. лв. загуба в сравнение с 0.5 млн.лв. печалба през 2014 г. Спадът на нетния резултат на Групата се дължи главно на загубата от продажба на инвестиции в асоциирани предприятия в размер на 2 млн.лв. (продажба на акционерното участие в „Складова техника“ АД) и липсата на приходи от дивиденди от „Албена“ АД.

Активите на Групата намаляват с 9.7 млн.лв. през 2015 г. от 113.5 млн. лв. до 103.7 млн.лв. Основните причини за спада в размера на активите са продажбата на акционерното участие в „Складова техника“ АД, спада в балансовата стойност на инвестицията в „Албена“ АД (поради спада в цената на акциите) и по-ниската стойност на предоставените заеми.

Пасивите на Групата бележат слаб ръст от 0.3 млн.лв. през 2015 г. спрямо 2014 г. в резултат на нарастването на пасивите по отсрочени данъци и на търговските и други задължения. Собственият капитал намалява с 10 млн.лв. поради преоценката на Албена АД, разпределяния дивидент и нетната загуба за периода.



A handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized name.



## 2.3. ОТНОСИМИТЕ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА

### 2.3.1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ

Развитието на дейността на Дружеството е обвързано с тенденциите за развитие на общата макроикономическа среда в България.

Основни макроикономически показатели за България	2011	2012	2013	2014	2015
Брутен вътрешен продукт, млн. лв.	80 100	81 544	81 971	83 612	86 373
Годишен реален темп на изменение на БВП, %	1.6	0.2	1.3	1.6	3.0
ХИПЦ, годишно изменение, %	3.4	2.4	0.4	-1.6	-1.1
Безработица, %	10.4	11.4	11.8	10.7	10.0
Средна месечна работна заплата, лв.	686	731	775	822	894
БВП на глава от населението, лв.	10 673	11 162	11 275	11 561	12 001
Бюджетен (дефицит)/излишък, млн. лв.	-1 589.7	-508.4	-640.1	-4 826.1	-2 472.9
Бюджетен (дефицит)/излишък, % от БВП	-2.0	-0.6	-0.8	-5.8	2.9
Основен лихвен процент	0.19	0.11	0.02	0.03	0.01
Брутен външен дълг, % от БВП	88.6	90.6	88.1	92.1	77.2
Текуща сметка (дефицит)/излишък, % от БВП	0.9	-0.9	1.3	0.9	1.4
Преки инвестиции в България, % от БВП	3.6	3.2	3.3	3.1	3.6
Преки инвестиции в България, млн. евро	1 476.3	1 320.9	1 383.7	1 339.1	1 593.1
Валутен курс на лв. за 1 евро		Фиксиран курс на 1,95583 лв. за 1 евро			
Валутен курс на лв. за 1 щд., края на периода	1.51	1.48	1.42	1.61	1.78

Източник: БНБ, НСИ

Таблицата по-долу представя обобщена информация за текущия дългосрочен рейтинг на Република България в чуждестранна валута, определен от специализираните международни рейтингови агенции.

Рейтингова агенция	Дългосрочен рейтинг	Перспектива	Промяна
Moody's	Baa2	Стабилна	5 юни 2015 г.
Standard&Poor's	BB+	Стабилна	11 декември 2015 г.
Fitch	BBB-	Стабилна	04 декември 2015 г.

### Брутен вътрешен продукт

През периода 2004 – 2008 г. българската икономика се характеризираше със стабилен растеж от около 6% годишно, обусловен главно от значителния приток на капитали от чужбина. Тези потоци, насочени предимно към банковия сектор и недвижимите имоти, стимулираха както частното потребление, така и корпоративните инвестиции. Като резултат, засиленото търсене на потребителски и инвестиционни стоки доведе до увеличаване на дефицита по текущата сметка. Икономическият растеж предизвика дефицит на пазара на труда и съответно повишаване на заплащането, а това, в съчетание с увеличените цени на храните и горивата, доведе до скок на инфлацията.



15





Глобалната финансова криза повиши нежеланието на инвеститорите да поемат рискове. В резултат на това през 2009 г. притокаът на капитални намалва значително и българската икономика влезе в рецесия. Спадът на преките чуждестранни инвестиции ("ПЧИ") беше придружен от бързо влошаване на постъпленията от износ в резултат на отслабналото международно търсене. Икономиката реагира автоматично чрез свиване на дефицита по текущата сметка и намаляване на инфлацията.

През 2009 г. икономическата активност се сви с 5%, но през 2010 г. възстанови растежа си с 0.7% реален годишен ръст. Основен двигател на този икономически обрат бе стабилното подобрене на износа, докато вътрешното търсене запази ниски стойности (ръст от 0.8% на годишна база).

За периода 2011 - 2014 г. икономиката на България запази положителната си посока на развитие, макар и със забавящи се темпове на растеж. Основно влияние за това оказва цялостната обстановка и икономическата сигурност в Европа, обусловена от дълговата криза в Еврозоната. Като резултат, БВП достигна 80.1 млрд. лв. през 2011 г., 81.5 млрд. лв. през 2012 г., 82 млрд. лв. през 2013 г. и 83.6 млрд. лв. през 2014 г. Положителната тенденция се засилва през 2015 г. като БВП се покачва с 3% до 86.4 млрд. лв. Най-съществената причина за положителните резултати през 2011 г. и през 2013 г. бе износа, който продължи да расте, макар и с по-бавни темпове от тези през 2010 г. През 2011 г. той възлизаше на 49.9 млрд. лв. като регистрира ръст от 11.5%, докато през 2013 г. достигна 54.9 млрд. лв. след ръст от 9.2%. През 2012 г. и през 2014 г. вътрешното търсене изигра основната роля за положителния икономически ръст регистрирайки съответно 2.9% и 2.4% годишен реален темп на растеж. През тези две години инвестициите също имаха положителен принос, като брунтото капиталообразуване нарасна с 2% през 2012 г. и с 2.8% през 2014 г. През 2015 г. крайното потребление нарасна с 0.4% до 66.7 млрд. лв., докато износът и брунтото капиталообразуване повлияха по-осезаемо развитието на БВП, отбелязвайки ръст от съответно 5% до 57.4 млрд. лв. и 2.8% до 18.4 млрд. лв.<sup>1</sup>

От гл. г. на приноса на отделните икономически сектори за динамиката на БВП, секторът на услугите, който е с най-голямо тегло (67.3% от Брунтата добавена стойност) нараства с 0.9% на годишна база през 2015 г., индустрията (27.8% тегло) регистрира спад от 0.8%, а селското стопанство (5.1% тегло) спада с 0.2% спрямо 2014 г. През 2015 г. Операциите с недвижими имоти отчитат ръст от 4%. При Добивна промишленост, преработваща промишленост, производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива, доставяне на води, канализационни услуги, управление на отпадъци и възстановяване ръстът е от 3% за същия период. Най-висок ръст за периода отбелязват Строителството със 7% и Финансовите и застрахователни дейности с 8%.

### Инфлация

Под влияние основно на спада на международните цени на петрола и природния газ, инфлацията в България продължава да се движи надолу. Измерена чрез Хармонизирания индекс на потребителските цени, в България е налице дефлация. По предварителни данни към края на 2015г. индексът отчита годишен спад от 1.1% (2014: -1.6%).

### Заетост

Безработицата през последните години се очертава като един от основните проблеми на световната икономика, като за България този проблем е особено болезнен. От края на 2013 г., обаче, заетостта в страната започна да се подобрява и към края на 2015 г. безработицата в България е намаляла до 8.7%, най-ниската стойност от почти 6 години, сочат данни на Евростат. В

<sup>1</sup> Данните за 2015г. са предварителни; Източник: НСИ





допълнение, следва да се отбележи и продължаващата положителна тенденция за нарастване на икономическата активност на населението, както и повишаването на производителността на труда за 5<sup>та</sup> поредна година.

### Платежен баланс

Платежният баланс на страната, въпреки кризата от последните години, показва някои положителни тенденции. Най-съществената от тях е тенденцията за преминаване от дефицит към излишък по текущата сметка. През 2014 г. текущата сметка регистрира излишък от 365 млн. евро спрямо излишък от 536 млн. евро през 2013 г. и милиардни дефицити в годините преди кризата. През 2015 г. текущата сметка отново е на излишък от 609 млн. евро като ръстът на излишъка се дължи основно на подобреното на търговския дефицит до 1.9 млрд. евро, спрямо 2.7 млрд. евро през 2014 г. и ръст от 60.7% при нетния доход от преки инвестиции.

След като през 2014 г. финансовата сметка регистрира дефицит в размер на 280 млн. евро, през 2015 г. е налице излишък от 2 791 млн. евро. Основните причини за тази промяна са отрицателните нетни преки инвестиции в размер на 1 516 млн. евро и двойният ръст при резервните активи на БНБ.

### Публични финанси

Фискалната дисциплина на българските правителства бе една от най-положителните характеристики на икономиката на страната. През периода 2009-2013 г. България бе една от малкото страни, които успя да свие бюджетния си дефицит под 5% през 2009 г. и под 3% през следващите години. През 2014 г. тази тенденция се промени като страната приключи годината с дефицит от 3.7% от БВП. Към 2015 г. дефицитът по консолидираната фискална програма възлиза на 2 472.9 млн. лв. (2.9% от прогнозния БВП), формиращ се от дефицит по националния бюджет в размер на 2 195.1 млн. лв. и дефицит по европейските средства в размер на 277.8 млн. лв. Основните причини за увеличения дефицит са по-големите социални и здравноосигурителни плащания, както и ускореното усвояване на средства по европрограмите. Консолидираната фискална програма към първото тримесечие на 2016 г. отчита излишък от 1 856 млн. лв. (2.1% от БВП).<sup>2</sup>

### Задлъжнялост

Към края на 2015 г. общият държавен (вкл. държавно-гарантиран) дълг се увеличава с едва 13.9 млн. евро на годишна база до 11.6 млрд. евро. (26.4% от БВП за 2015 г.). Дългът на България остава третия най-нисък в ЕС като съотношение с БВП и се отличава с „похвално“ ниски нива на доходност. През март 2016 г. правителството успешно пласира 7- и 12-годишни еврооблигации за общо почти 2 млрд. евро с доходности от съответно 2.156% и 3.179%. Актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за 2017-2019г. не предвижда държавният дълг да надвиши 30% от БВП спрямо 25.7% в края на февруари 2016 г.

<sup>2</sup> Източник: Министерство на финансите







## 2.3.2. ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА

### 2.3.2.1. Туристическият сектор в България

#### Туристическият сектор в България<sup>3</sup>

България е една от най-конкументните туристически дестинации в региона на Централна и Източна Европа за 2015 г. Тя разполага с природни дадености и база за различни видове туризъм като освен основният летен-черноморски, има възможности и за практикуване на зимен, здравен, балнео-, спа и уелнес, къмпинг-, селски, културен, еко-, винен, ловен, голф- и конгресен туризъм.

#### Общ преглед

Туризмът е един от най-важните сектори за българската икономика, като през 2015 г. той е генерирал около 13% от БВП и през пиковия сезон е предоставил трудова заетост на 11.8% от населението.

Секторът е силно зависим от чуждестранните туристи, които отговарят за над две трети от регистрираните нощувки и над 70% от приходите от тях.

Туристопотоците се формират основно от посетители от Европа, но, в синхрон със световните тенденции, България се адаптира към свитото потребление на западноевропейските туристи и да привлича такива и от развиващите се пазари като Румъния, която заема едно от челните места по брой и ръст на чуждестранните туристи у нас.

Кризата засегна потреблението на туристически услуги от българските туристи, като разходите на българите за международни пътувания и за такива в страната остават по-ниски от тези преди 2009 г., а средният престой в местата за настаняване е с над 50% по-нисък от този на чуждестранните туристи. Ръстът и доближаването на покупателна способност в България към средните нива за Европа следва да допринесе за подем и сред българските туристи.

Туристическият сектор в България продължава да се отличава със силна сезонност.

В летните курорти Албена, Дюни, Елените, Златни Пясъци, Приморско, Св. Константин и Елена и Слънчев Бряг е концентрирана 42.6% от легловата база и се реализират 44.4% от всички нощувки (по данни на НСИ към 2015 г.).

Хотелската база е концентрирана основно в категорията с 1 или 2 звезди, но общият брой на леглата в хотелите с 4 и 5 звезди представлява 40.6% от цялата леглова база в страната.

България привлича основно ниско-бюджетни туристи, съответно предлагайки най-ниските цени на настаняване в Европа.

<sup>3</sup> За изготвянето на секцията "Туристическият сектор в България" са използвани данни на Националния статистически институт, Министерството на икономиката, Европейската Комисия, Евростат, Световната туристическа организация, освен ако не е посочен конкретен източник.







## Основни характеристики и тенденции

- Тече процес на позициониране на България като туристическа дестинация в по-висок клас на световния пазар - хотелската база се преориентира към по-високия клас и реализираните нощувки в 4 и 5 звездни обекти формират 52.2% от всички нощувки през 2015 г.
- Свиването на разходите за придобиване на дълготрайни материални активи от икономическите субекти в страната след 2008 г. засяга и туристическия бранш, най-вече чрез спад на големите инвестиционни проекти, които са водещ фактор за развитието на сектора. Според представители на бранша, водещ фактор за представянето му е наличието на евтино финансиране. С намаляването на лихвените равнища и възстановяването на банковия сектор конкуренцията на пазара на туристически услуги ще продължи да се засилва, и може да се очакват, както по-малки единични инвестиции, така и нови големи хотелски проекти. През последните години се наблюдават също и тенденции на консолидация на пазара.
- Нарастващата роля на иновациите и информационните технологии в туризма като например развитието на възможността за организиране на пътувания онлайн, се превърна във важен фактор за конкурентоспособността на туристическата индустрия.
- Данъкът върху печалбата в България - 10% - е сред най-конкурентните в Европа. В допълнение, секторът се ползва от преференциална ставка за данък добавена стойност от 9% (спрямо общата ставка от 20%) при предоставянето на настаняване - стойност съпоставима с тази в другите европейски държави.
- Браншът се характеризира с ниско ниво на заплащането, силно текучество на персонала и липса на инвестиции в обучението на кадри.
- Развитието на сухопътната инфраструктура, както и наализането на повече евтини самолетни превозвачи ще улесни туристо-потока към България.
- Освен с негативния ефект върху цените на услугите, презастрояването на морските комплекси се свързва и с лошо качество на прилежащата инфраструктура, чийто мащаб и модернизация изостават от бурното развитие на хотелите. Това допълнително влошава качеството на предоставяните услуги и имиджа на България като туристическа дестинация.

## Международен туризъм

България е разположена в Централна и Източна Европа ("ЦИЕ") и в Североизточната част на Балканския полуостров - стратегическо географско положение от гледна точка на международния туристически поток.

През изминалата 2015 г. туризмът в глобален мащаб продължи тенденцията си на растеж за пета поредна година, като броят международни туристи отбеляза ръст от 4.4% и достигна рекордното ниво от 1.184 млрд. души. Трябва да се спомене, че този ръст надминава средногодишния очакван ръст от Световната туристическа организация от 3.8% за периода 2010 - 2020 г.

Изгледени за инфлация и разлики във валутни курсове, глобалните приходи от международен туризъм (без приходите от транспорт) се нараснали с 3.6% на годишна база до 1 232 млрд. щатски долара. Добавяйки и приходите от транспорт (около 210 млрд. долара), общите приходи от международен туризъм за 2015 г. са достигнали 1.4 трилиона долара, или средно по 3.8 млрд. долара на ден.

През 2015 г. броят на международните туристи се е увеличил най-много в Азия и Тихоокеанския регион (+5.4% на годишна база) и в Северна и Южна Америка (+5.0% на годишна база), докато броят на туристите в Европа и Близкият Изток също е нараснал, но с по-бавни темпове от съответно 4.7% и 1.6%. Броят на международните туристи в Африка е намалял с 2.9% на годишна база.



19





Европа продължава да бъде най-посещаваната дестинация с 51.3% от общия брой международни туристи, като регистрира ръст от 608 милиона посетители или 4.7% на годишна база. За сравнение, броят международни туристи в Европа е нараснал с 2.4% през 2014 г. На второ място за 2015 г. се подреждат Азия и Тихоокеанския регион с 279 милиона туристи или 23.5% от общия брой международни туристи в глобален мащаб.

Регионът, в който се намира България - Централна и Източна Европа, е на 8-то място в света по ръст на международните туристи през 2015 г. (в процентно измерение), нараствайки с 5.8% на годишна база спрямо спад от 6.0% през 2014 г.

Водещите морски дестинации на стария континент традиционно са Испания, Португалия, Италия и Кипър. Основните регионални конкуренти с излаз към море са Гърция, Турция, Черна Гора и Хърватска. България в водещата морска туристическа държава на Черноморието, но отстъпва по конкурентоспособност на средиземноморските дестинации.

#### Индекс на конкурентоспособността в туризма за 2014-2015 г.

Избрани държави в Европа	Позиция (от 144)	Оценка (1-7)	Позиция 2013-2014
Испания	35	4.55	35
Португалия	36	4.54	51
Италия	49	4.42	49
Кипър	58	4.31	58
Гърция	81	4.04	91
Хърватия	77	4.13	75
Черна гора	67	4.23	67
Турция	45	4.46	44
България	54	4.37	57
Румъния	69	4.30	76

Източник: Световния Икономически Форум

Развиващите се пазари са основна движеща сила за международния туризъм през последните години. Китай заема първо място по разходи на изходящите туристи за пътуване през 2015 г., като те нарастват с 25% на годишна база до 292 млрд. щатски долара, а броят на изходящите туристи регистрира ръст от 10% спрямо 2014 г. до 128 млн. Следващите в това отношение са САЩ с 9% ръст на разходите на годишна база до 120 млрд. щатски долара и 8% годишен ръст на броя на изходящите туристи до 73 млн. Разходите на изходящите туристи от Обединеното Кралство са нараснали с 6% спрямо 2014 г. до 63 млрд., което ги поставя на 4-то място в света след Германия, чиито разходи за изходящ туризъм са отчели лек спад на годишна база до 76 млрд. долара. Следват Франция и Русия с годишни разходи от 38 млрд. и 35 млрд. долара през 2015 г.

Общите приходи от международен туризъм са достигнали 1 232 млрд. щатски долара през 2015г., 3.6% ръст спрямо 2014г, като Европа е привлякла най-висок дял от тях – 36.4% или 403.9 млрд. евро. Приходите на ЦИЕ остават със сравнително нисък дял в общите приходи от 4.1% и отбелязват спад от 0.2% през 2015г. Средният приход на посетител в региона също е най-нисък в Европа – 360 евро на посетител, спрямо 660 средно за цяла Европа и 700 евро за Европейския Съюз.

За 2016 г. СТО предвижда ръст на глобалния международния туризъм от 3.5% до 4.5% на годишна база, като се очаква, че броят на туристите в Европа ще расте със същото средно темпо - от 3.5% до 4.5%. Дългосрочната прогноза предвижда глобалния годишен брой на туристите да достигне 1.4 млрд. до 2020 г. и 1.8 млрд. до 2030 г., което означава среден годишен ръст от 3.3% за



20





периода от 2010 г. до 2030 г. Очакваният средногодишен ръст за Европа за този период е 2.3% до 744 млн. като очакванията за ЦИЕ са по-високи - 3.1%, но по-ниски от очаквания средногодишен ръст в глобален мащаб. Вследствие на това пазарният дял на Европа се очаква да намалее до 41.1% от всички туристи в глобален мащаб.

### Структура на туристическия пазар в България

Чуждестранните туристи са основната движеща сила в развитието на туризма в България. Техният дял в броя реализирани нощувки е бил 62.4%, а приходите, които са генерирани за хотелите са били 70.4% от общите през 2015 г.

Дял на чуждестранни туристи	2011	2012	2013	2014	2015
Приходи от нощувки	71.14%	71.51%	72.30%	71.29%	70.44%
Брой нощувки	66.09%	66.42%	66.48%	64.88%	62.40%

Източник: НСИ

По статистика на НСИ, през 2015 г. България е посетена от 9.3 млн. чуждестранните туристи, което представлява спад от 1.0% на годишна база. Динамиката на приходите от нощувки за годината, обаче, е положителна - +3.5% на годишна база, като те достигат 1 млрд. лв. или с 35 млн. лв. повече спрямо 2014.

След 2008 г. българският туристически сектор отчита същите пазарни тенденции, които са видими и на световно ниво - туристите от развиващите се пазари идват на челно място като двигател за растеж, а тези от развитите държави, като Германия, постепенно свиват темповете на потреблението си. В България през този период, традиционно силният западноевропейски пазар беше заместен като най-значим за сектора от пазари Русия и Румъния.

Вследствие на геополитическите проблеми в региона през последните 2 години, през 2015 г. притокът на руски туристи в България се сви значително като дял от общия брой реализирани нощувки до 10.2% спрямо 17.0% през 2014 и съответно Германия отново изпаде начело по този показател с реализирани 2.3 млн. нощувки (-0.1% на годишна база) или 17.5% от всички през годината. Очаквано, реализираните нощувки от украинци също намаляват, регистрирайки спад от 171 000 спрямо 2014 г. За сметка на това сериозни увеличения се наблюдават в реализираните нощувки от румънски и английски граждани, които са нараснали съответно с 259 000 и 115 000 на годишна база. Полша се превръща във все по-важен пазар за България, като реализираните нощувки от полски граждани нарастват с 56 000 спрямо 2014 и достигат дял от 7.4% от общите.

Разпределение на нощувки от чужденци	2011	2012	2013	2014	2015
Туристи от ЕС	64.6%	60.5%	57.8%	58.5%	64.9%
вкл. Германия	20.3%	18.7%	15.9%	16.6%	17.5%
вкл. Румъния	10.9%	10.0%	10.1%	8.6%	11.0%
вкл. Обединено кралство	7.1%	6.9%	7.3%	7.2%	8.4%
вкл. Полша	6.0%	5.9%	5.8%	6.6%	7.4%
Русия	16.7%	19.1%	19.6%	17.0%	10.2%
Украйна	3.3%	4.5%	5.0%	4.4%	3.4%

Източник: НСИ

Значим дял в броя реализирани нощувки имат и Израел, Чехия, Норвегия, Франция и Гърция, с между 1.5% и 3.5% от всички нощувки от чужденци.

Важен фактор за притока на туристи са и притежаваните от чужденци (основно от руснаци) ваканционни жилища. Смята се че значителен дял от руските туристи нощуват в собствено жилище в България.



21

НОТАРИУС № 109  
Обретен  
ОВРЕТЕНОВ  
Работи на действителност  
в с. ПАЗНИК  
РЕПУБЛИКА БЪГАРИЯ