

АНЕКС N:1
към ДОГОВОР ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ
НА ТЪРГОВСКИ ДРУЖЕСТВА ЧРЕЗ ВЛИВАНЕ

Днес, 19.07.2016г, страните:

1. „АЛБЕНА“ – АД, регистрирано в търговския регистър към Агенцията по вписванията с ЕИК: 834025872, със седалище и адрес на управление Област Добрич, общ. Балчик, с. Оброчище, п.код 9630, КК „АЛБЕНА“ – административна сграда, представлявано от изпълнителния директор Красимир Веселинов Станев, ЕГН: 5211027967, с лична карта № 646111543, издадена от МВР-София на 02.10.2015год, с постоянен адрес гр.София, бул.„Княз Александър Дондуков“ 78 , наричано по-долу „Приемащо дружество“ или „Албена“

и

2. „АЛБЕНА ИНВЕСТ-ХОЛДИНГ“ – АД, регистрирано в търговския регистър към Агенцията по вписванията с ЕИК: 124044376, със седалище и адрес на управление : Област Добрич, общ. Балчик, гр. Балчик, п.код 9600, к.к.АЛБЕНА, Централно Управление, офис 219, представлявано от Иванка Стоилова Данчева, ЕГН: 5101087158, с лична карта № 643764318, издадена от МВР-София на 23.12.2011год, с постоянен адрес гр.София, ул.„Средорек“ 10, вх.„В“, ап.84, наричано по-долу „Преобразуващо се дружество“ или „Албена инвест-холдинг“,

всяка от тях наричана поотделно и „Страна“, а заедно „Страни“,

след като се запознаха с Писмо Изх.N: РГ-05-462-2 от 04.07.2016г на Комисията за финансов надзор,

приемат изцяло дадените с това писмо указания, включително за корекции в договора за преобразуване,

поради което се съгласяват да направят следните изменения и допълнения в договора за преобразуване на търговски дружества чрез вливане на „Албена инвест-холдинг“ – АД в „Албена“ – АД, сключен между тях на 31.05.2016г, а именно:

§1.В раздел II. „Правен статут преди преобразуването и основна информация за страните“ се въвежда нова точка – 2.1.3 със следното съдържание:

2.1.3. „Албена Инвест-Холдинг“ АД има участия в следните дружества:

- 98.15% от капитала на „Соколец-Боровец“ АД, ЕИК 000745364, със седалище и адрес на управление в гр. Самоков, п.к. 2626, к.к. „Боровец“, хотел „Бор“. Дружеството оперира в сектора на туристическите услуги. Собственик е на два хотела в к.к. Боровец – хотел „Бор“ и хотел „Еделвайс“;

- 98.39% от капитала на „Хемустурист“ АД, ЕИК 817045644, със седалище и адрес на управление в гр. Габрово, п.к. 5300, ул. „Емануил Манолов“ № 14. Дружеството оперира в туристическия сектор с основна дейност хотелиерство и ресторантьорство. В експлоатация е хотелски комплекс „Балкан“ в гр. Габрово. Дружеството притежава и





втори хотел в града – хотел „Янтра“, който не се експлоатира по предназначение. Под наем се отдават 240 кв.м от фойето на хотела за склад строителни материали;

- 93.69% от капитала на „Добруджански текстил“ АД, ЕИК 124000458, със седалище и адрес на управление в гр. Добрич, п.к. 9301, ул. „Антон Стоянов“ № 2. Дружеството оперира в сектора на недвижимите имоти като отдава сградния си фонд и прилежащите незастроени площи под наем. Предприятието се намира в индустриалната зона на гр. Добрич и обособените помещения са основно за наемане на складове;

- 86.94% от капитала на „България-29“ АД, ЕИК 121097587, със седалище и адрес на управление в гр. София, п.к. 1619, район Витоша, бул. „Никола Петков“ № 73. Дружеството оперира в сектора на недвижимите имоти като отдава сградния си фонд и прилежащите незастроени площи под наем. Отдаваните под наем площи се намират в непосредствена близост до булевардите Цар Борис III и Околовръстен път в София. Основно наемателите използват складови помещения и в допълнение офис площи, паркинг и площадки;

- 98.88% от капитала на „Идис“ АД, ЕИК 103149776, със седалище и адрес на управление в гр. Варна, п.к. 9010, район Приморски, ул. „Осми Приморски полк“ № 128. Дружеството оперира в сектора на недвижимите имоти като отдава сградния си фонд под наем – офиси и търговски площи. Сградата, собственост на компанията, е на четири етажа и се намира в район с отлична локация, в близост до централната част на град Варна, НАП Варна и Административния съд. Непосредствената близост на сградата на главната пътна артерия на града осигуряват възможност за бърз достъп до нужната дестинация. „Идис“ АД предоставя и конферентни зали под наем;

- 99.68% от капитала на „Ико Бизнес“ АД, ЕИК 000654587, със седалище и адрес на управление в гр. София, п.к. 1606, район Красно село, ул. „Свети Иван Рилски“ № 33-35. Основна дейност на дружеството е управление и стопанисване на недвижими имоти като отдава сградния си фонд под наем. Дружеството отдава под наем офисни площи и ресторант в собствена сграда в гр. Пловдив и почивна база в к.к. Албена, която представлява двуетажна сграда с ресторант, 19 стаи и 2 апартамента. Почивната база в Албена на „Ико Бизнес“ АД се отдава под наем на „Албена“ АД за битово пастаняване на обслужващ персонал през летния сезон. В к.к. Албена дружеството притежава и втора сграда - технически корпус, представлява масивна двуетажна сграда, която не се отдава под наем. „Ико Бизнес“ – АД е собственик и на 100% от капитала на „Ахтопол Резорт“ БАД, ЕИК 202634884, със седалище и адрес на управление в гр. Пловдив, п.к. 4000, район Централен, ул. „Капитан Райчо“ № 95. Основна дейност на дружеството е управление на имоти, находящи се на брега на Черно море, а именно почивна база с 11 бунгала в гр. Ахтопол. Бунгалата в Ахтопол са отдадени под наем;

- 99.70% от капитала на „Фохар“ АД, ЕИК 831628267, със седалище и адрес на управление в гр. София, п.к. 1616, район Витоша, кв. Бояна, ул. „Кумата“ № 77. Основна дейност на дружеството е управление и стопанисване на недвижими имоти като отдава сградния си фонд под наем – складови и офис помещения. Имотът на компанията е на главна улица в кв. Бояна, в близост до Киноцентъра. Клиентите получават качествена услуга с възможност да наемат разнородни по вид складови помещения и към тях офис площи в реновирана административна сграда;

- 100% от капитала на „Алфа консулт 2000“ ЕООД, ЕИК 130335258, със седалище и адрес на управление в гр. София, п.к. 1606, район Красно село, ул. „Свети Иван Рилски“ № 33-35. Дружеството е собственик на земеделски земи, които отдава под наем. През август 2015 г. в дружеството се влива „Прима финанси“ ЕООД, което е едноличен собственик на капитала е бил „Албена Инвест-Холдинг“ АД, с което придобива допълнителни поземлени площи, находящи се в с. Китеп, к.к. Албена;





2011-04-11
12:45:11
12:45:11

- 69.28% от капитала на „Албена - Автотранс“ АД, ЕИК 124000958, със седалище и адрес на управление в с. Оброчище, община Балчик, област Добрич, п.к. 9630, к.к. Албена. Дружеството оперира в сферата на транспортните услуги. Основна дейност е транспорт на пътници - работнически превози и туристически превози (трансфери и екскурзии). Автобусният парк се състои от 72 превозни средства, от които 58 автобуса са за превоз на пътници, 8 товарни коли, 2 мотокара и 4 леки автомобили. Превозват се туристи за различни дестинации по българското Черноморие;

- 45.90% от капитала на „Бряст - Д“ - АД, ЕИК: 834025242, със седалище и адрес на управление област Добрич, община Добрич, гр. Добрич 9300, ул. Поп Богомил № 6. Дружеството е специализирано в производство на мебели и обзавеждане на хотели, ресторанти, офиси, магазини, вили и домове;

- 18.51% (пряко и непряко) от капитала на „Перпетуум Мобиле БГ“ АД, ЕИК 202009651, със седалище и адрес на управление в с. Оброчище, община Балчик, п.к. 9620, к.к. Албена, ЦУ на „Албена“ АД, офис 335. Дружеството е с предмет на дейност: проучване, финансиране, строителство и експлоатация на инсталации за оползотворяване на отпадъци. Дружеството е собственик на Биоелектрическа Централата „Момчил“, находяща се край гр. Балчик, която е с мощност 1 MWh. Централата е въведена в експлоатация през 2013г. по немска технология и използва индиректно оползотворяване на биомаса;

- 5.06% от капитала на „Хотел Де Маск“ - АД, Швейцария, което е собственик на хотелски комплекс с ресторант (Hotel Des Masques), разположен в центъра на планинския комплекс Анзер в Швейцария. Той е категория 3 звезди и разполага с 40 мебелирани стаи с 90 легла, с ресторант и бар с общо 100 места. Дружеството е учредено на 23.06.2000 г. и вписано в рамките на съответното регистърно местно производство на 07.07.2000 г.;

- 34.92% от капитала на „Птици и птичи продукти“ по счетоводни данни (28,29% от капитала по данни на „Централен депозитар“ АД), ЕИК:114037668 със седалище и адрес на управление гр. Плевен, ул. „Васил Левски“ 1, ет. 8. На последното общо събрание на акционерите от 20.05.2016г е взето решение за прекратяване на дружеството и обявяването му в ликвидация;

- 9.79% от капитала на „Бялата лагуна“ - АД, ЕИК 124601487, със седалище и адрес на управление в с. Топола, община Каварна, п.к. 9654, к.к. „Бялата лагуна“, административен офис. Предметът на дейност на дружеството е предлагане на завършен туристически продукт на международния и вътрешния пазар. По-конкретно дружеството е собственик на Ваканционно селище Бялата Лагуна, с. Топола, общ. Каварна, което е ситуирано на самия морски бряг. В него дружеството осъществява хотелиерство и ресторантьорство, като предоставя на гостите си основни и допълнителни туристически услуги;

- 20.57% от капитала на „Албена“ - АД, съгласно посоченото в т.2.1.2 от настоящия договор и в което „Албена инвест-холдинг“ - АД се влива.

§2.В раздел I. „Предмет на договора“ т.1.3 се изменя, както следва:

1.3.Вливането се извършва на база чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) и справедливата стойност на дяловете на Приемачното и Преобразуващото се дружества, както и при еквивалентно съотношение на замяна, определени в съответствие с Обосновка на справедливата цена на акциите на „Албена инвест-холдинг“ - АД и Обосновка на справедливата цена на акциите на





„Албена“ – АД, изготвени от инвестиционен посредник „ПЪРВА ФИНАНСОВА БРОКЕРСКА КЪЩА“ ООД, ЕИК 000694724, със седалище и адрес на управление: гр. София, район Триадица, 1408, ул. Енос № 2, ет. 4 и 5, и които обосновки съставляват Приложение N:1 към настоящия договор и са неразделна част от него.

§3.В заглавието на раздел V. думите „увеличаване капитала на приемащото дружество“ се заличават.

§4.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.4. се изменя, както следва:

5.4.Съгласно изчисленията за определяне на съотношението на замяна, направени в съответствие с обосновката на справедливата цена на акциите на участващите в преобразуването дружества, изготвена от инвестиционен посредник „Първа финансова брокерска къща“ - ООД, чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) на Преобразуващото се и Приемащото дружество и справедливата стойност на една акция на всяка от страните към 20.05.2016г е както следва:

5.4.1.Чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) на Приемащото дружество „Албена“ – АД е определена на 269 082 669 лева, а справедливата стойност на всяка акция в обращение на „Албена“ – АД – на 64.92 лева. 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 броя. („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).

5.4.2. Чистата стойност на имуществото (справедливата стойност на собствения капитал) на Преобразуващото се дружество „Албена инвест-холдинг“ - АД е определена на 61 720 909 лева, а справедливата стойност на всяка акция в обращение – на 11.22 лева. Справедливата стойност на акциите на „Албена инвест-холдинг“ – АД се изчислява като чистата стойност на имуществото му се раздели на броя акции в обращение – 5 500 000 броя.

5.4.3.Чистата стойност на имуществото на „Албена инвест-холдинг“ - АД по смисъла на чл. 262ф, ал. 2 от Търговския закон което преминава към Приемащото дружество при вливането и коригирана съгласно чл.262у ал.2 т.2 от ТЗ е определена на 4 651 735 лева.

5.4.4.Съотношението на замяна по смисъла на чл.261б от ТЗ се определя на 0.1728, изчислено, като се раздели справедливата стойност на една акция в обращение в Преобразуващото се дружество (11.22 лева) на справедливата стойност на една акция в обращение в Приемащото дружество (64.92 лева).

5.4.5.Еквивалентното съотношение на замяна за акции от серия А на „Албена инвест-холдинг“ – АД е както следва: една акция на „Албена инвест-холдинг“ се заменя за 0.1728 броя акции в „Албена“ – АД.





5.4.6. При спазване на посоченото по-горе съотношение на замяна от 0.1728, общият брой акции от капитала на Преобразуващото се дружество – 5 500 000 броя се заменят с 950 400 броя акции от капитала на Приемащото дружество.

§5.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.5. се изменя както следва:

5.5. Страните приемат за валидни следните констатации, които са от ключово значение за прилагането на съотношението на замяна и разпределението на акциите, които акционерите на Преобразуващото се дружество следва да получат от капитала на Приемащото дружество:

5.5.1. Преобразуващото се дружество „Албена инвест-холдинг“ притежава 879 131 броя акции от капитала на Приемащото дружество „Албена“ АД, които ще се разпределят за целите на вливането между акционерите на Преобразуващото се дружество, като недостига до необходимите 950 400 броя акции (съгласно изчислението, посочено т.5.4.6. от настоящия договор) е 71 269 броя акции.

Тъй като са налице, условията по чл.262у ал.2 т.1 и т.2 от ТЗ, а именно: приемащото дружество притежава собствени 128 000 броя акции, а преобразуващото се дружество притежава 879 131 броя акции от капитала на приемащото дружество и те са изплатени изцяло, то страните приемат, че на посоченото по-горе правно основание няма да се увеличава капитала на приемащото дружество, а вместо това приемащото дружество ще предостави на акционерите на преобразуващото се дружество недостигащите 71 269 броя акции от собствените си 128 000 броя акции.

5.5.2. Поради математическа невъзможност да се заменят акциите на всеки отделен акционер в Преобразуващото се дружество за съответно цяло число - брой акции в Приемащото дружество, броят на акциите, предназначени за всеки акционер, след прилагане на приетото съотношение на замяна от 0.1728, следва да бъде математически закръглен към цяло число. За постигане на еквивалентно съотношение на замяна обичайната практика в тези случаи е а) закръгляне на дробното число надолу към по-малкото цяло число или б) закръгляне надолу към по-малкото цяло число, когато дробната част е по-малка от $\frac{1}{2}$ и закръгляне нагоре към следващото цяло число, когато дробната част е по-голяма или равна на $\frac{1}{2}$, като в случаите на закръгляне надолу Приемащото дружество следва да компенсира съответния акционер с парични плащания съгласно чл. 261б. ал. 2 от ТЗ.

Поради огромния брой акционери на Преобразуващото се дружество (над 76 000) – от една страна, и от друга страна - поради законовото ограничение, въведено с чл.216б ал.2 от ТЗ, съгласно който паричните плащания за компенсиране не могат да надхвърлят 10% от съвкупната **номинална** стойност на придобитите акции, посочените по-горе варианти за закръгляне към цяла акция са невъзможни и неприложими за вливането на „Албена инвест-холдинг“ в „Албена“. Това е така защото при настоящата акционерна структура на Преобразуващото дружество и брой акционери, частите от акции, които следва да бъдат доплатени на акционерите при закръгляне надолу по вариант „а“ формират сума в размер на 2 120 756 лева, а по вариант „б“ – 1 493 984 лева. Същевременно максимално разрешените по чл.216б ал.2 от ТЗ Обществено дружество с ограничена отговорност ОБРЕТЕНОВ 950 400 броя акции влизат едва на 950 400 лева.





И двете страни по настоящия договор считат, че разпределянето само на 95 040 лева между акционерите за компенсирането им е крайно несправедливо и по тези два варианта е невъзможно постигането на еквивалентно съотношение на замяна. По тази причина страните се съгласяват еквивалентното съотношение на замяна да бъде постигнато по начина, посочен по-долу в следващата точка от договора.

§6.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.6. се изменя, както следва:

5.6.Броят акции в капитала на преобразуващото се дружество, които притежава всеки акционер, се умножава по съотношението на замяна, т.е. по 0.1728. В случаите когато резултатът е дробно число, той ще бъде закръглен само нагоре до следващото цяло число. Полученото цяло число определя броя акции в капитала на Приемащото дружество, които съответният акционер в Преобразуващото се дружество ще има право да получи срещу акциите си в последното. При настоящата акционерна структура на Преобразуващото се дружество (76 545 акционера съгласно Книга на акционерите, издадена към 30.04.2016г), допълнителния брой акции, които акционерите на преобразуващото се дружество трябва да получат, в резултат на закръгляването нагоре, е приблизително 43 872 броя акции.

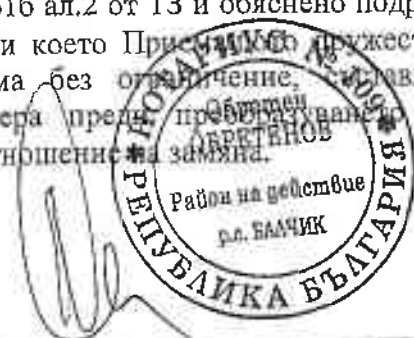
Тъй като са налице условията по чл.262у ал.2 т.1 и т.2 от ТЗ, то страните приемат, че на посоченото правно основание няма да се увеличава капитала на приемащото дружество, а вместо това приемащото дружество ще предостави на акционерите на преобразуващото се дружество необходимите за целите на закръгляването нагоре до следващо цяло число 43 872 броя акции от собствените си 128 000 броя акции.

Поради закръглянето само нагоре към цяло следващо число акции, няма да бъдат правени парични плащания съгласно чл.261б ал.2 от ТЗ.

§7.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.7. се изменя, както следва:

5.7.За акционерите на Преобразуващото се дружество, които в резултат на прилагането на приетото съотношение на замяна от 0.1728, получат по-малко от една акция, възниква право да получат една акция без да бъдат длъжни да довнесат разликата до пълния размер на справедливата стойност на една акция в Приемащото дружество. Акциите от капитала на Приемащото дружество, необходими за прилагане на това правило, са включени в посочените в предходната точка 43 872 броя акции.

Акционер, който не желае да получи тази една акция от капитала на Приемащото дружество, може да упражни правото си на напускане по чл.263с от ТЗ и да получи равностойността на притежаваните преди преобразуването акции съобразно предвиденото в настоящия договор съотношение на замяна. В тази хипотеза закона не предвижда прилагането на ограничението по чл.261б ал.2 от ТЗ и обяснено подробно в т.5.5.2 абзац втори от настоящия договор, поради което Приемащото дружество ще изплати на такива акционери всяка една сума без ограничение, представляваща равностойността на притежаваните от акционера преди преобразуването акции съобразно предвиденото в настоящия договор съотношение на замяна.





§8.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.8. се изменя, както следва:

5.8.В следствие на договорното по-горе относно реда и начина на получаване и разпределяне на необходимия брой акции, които ще бъдат предоставени на акционерите на „Албена инвест-холдинг“ – АД в резултат на преобразуването, страните приемат следното:

- необходим брой акции, получен вследствие на приложеното съотношение на замяна: 950 400 броя акции (5 500 000 x 0.1728);
- приблизителен брой акции, получен в резултат на закръгляването нагоре до следващото цяло число: 43 872 броя акции;

В обобщение: Общият брой акции, необходим за целите на преобразуването, които ще получат настоящите акционери на „Албена инвест-холдинг“ – АД е 994 272 броя акции (950 400 + 43 872).

Необходимият брой акции – 994 272 ще бъде разпределен на настоящите акционери на „Албена инвест-холдинг“ – АД от:

- 879 131 броя акции от капитала на „Албена“ – АД, притежавани от „Албена инвест-холдинг“ – АД (съгласно чл.262у ал.2 т.2 ТЗ)

и

- 115 141 броя акции, които „Албена“ – АД ще предостави като част от собствените си 128 000 броя акции (чл.262у ал.2 т.1 ТЗ).

Общ брой акции, необходим за целите на преобразуването	
Брой акции, получен вследствие на приложеното съотношение на замяна	950 400
Приблизителен брой акции, получен в резултат на възприетия подход на закръгляване нагоре до следващото цяло число	43 872
Общ брой акции, необходим за целите на преобразуването, които ще получат настоящите акционери на „Албена инвест-холдинг“ – АД	<u>994 272</u>

Осигуряване на необходимия брой акции, които ще бъдат предоставени на акционерите на „Албена Инвест Холдинг“ АД в резултат на преобразуването	
Акции от капитала на „Албена“ – АД, притежавани от „Албена инвест-холдинг“ – АД (съгласно чл.262у ал.2 т.2 ТЗ)	879 131
Акции, които „Албена“ – АД ще предостави като част от собствените си 128 000 броя акции (чл.262у ал.2 т.1 ТЗ)	115 141
Общо акции, които ще бъдат предоставени на акционерите на „Албена Инвест Холдинг“ АД в резултат на преобразуването	<u>994 272</u>





§9.В раздел V. „Съотношение на замяна на акциите“, т.5.9. се изменя, както следва:

5.9.Доколкото след датата на подписване на настоящия договор могат да настъпят промени в акционерите и броя на притежаваните от тях акции в резултат на сключени сделки с акции, то на дата – 14 дни преди датата на общото събрание на акционерите по чл.262о от ТЗ, на което ще се вземе решение за преобразуването, Управителният съвет на Преобразуващото се дружество ще състави списък на лицата, вписани в регистрите на Централен депозитар като акционери на Преобразуващото се дружество, в който списък ще посочи актуалния към тази дата брой акции, които всеки акционер притежава в Преобразуващото се дружество, приетото с настоящия договор съотношение на замяна от 0.1728 и броя акции от капитала на Приемащото дружество, получен в резултат на това съотношение и при прилагане на правилата за закръгляне нагоре към следващото цяло число, посочени в предходните точки. Този списък се предоставя и на Съвета на директорите на Приемащото дружество. На база данните от този списък Управителните органи на Преобразуващото се дружество и на Приемащото дружество ще коригират при нужда точния брой акции, които ще бъдат предоставени от „Албена“ – АД (от пакета собствени акции, целият в размер на 128 000 броя акции) и разпределени на постоянните акционери на „Албена инвест-холдинг“ - АД, при спазване на посочените в по-горните точки правила.

§10.В раздел XVII. „Други задължения“, т.17.2. се измени, както следва:

17.2.След вписване на вливането в търговския регистър, Приемащото дружество се задължава да извърши необходимите административни регистрации в съответствие с разпоредбите на закона и по-специално следните регистрации:

- а).уведомление до Комисията за финансов надзор за вписване на Вливането;
- б).заявяване пред Централния депозитар на обстоятелствата по чл.262ч ал.5 ТЗ;
- в).подаване на заявление до „Българска фондова борса-София“ АД за прекратяване на регистрацията на емисията акции на Преобразуващото се дружество.

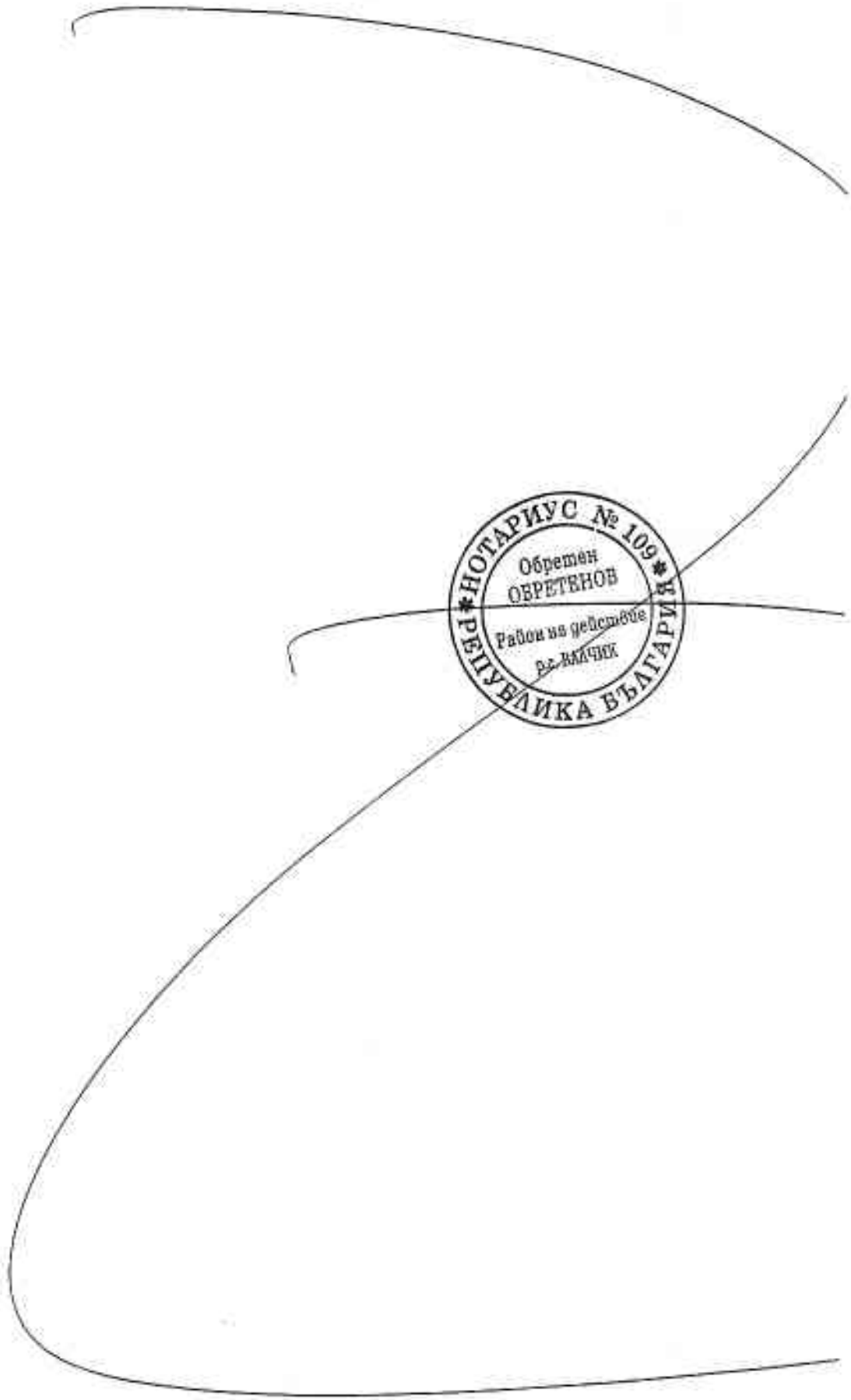
§11.В раздел XVIII. „Заклучителни клаузи“ се въвежда нова точка – 18.6. със следното съдържание:

18.6.Посочените по-долу в „Приложение“ документи са неразделна част от настоящия договор и за тях се прилага изискуемата от чл.262е ал.1 от ТЗ форма с нотариална заверка на подписите.

§12.Накрая в договора – „ПРИЛОЖЕНИЯ“, т.1 се изменя, както следва:


1.Обосновка на справедливата цена на акциите на „Албена инвест-холдинг“ – АД и Обосновка на справедливата цена на акциите на „Албена“ АД, изготвени от инвестиционен посредник „Първа финансова брокерска къща“



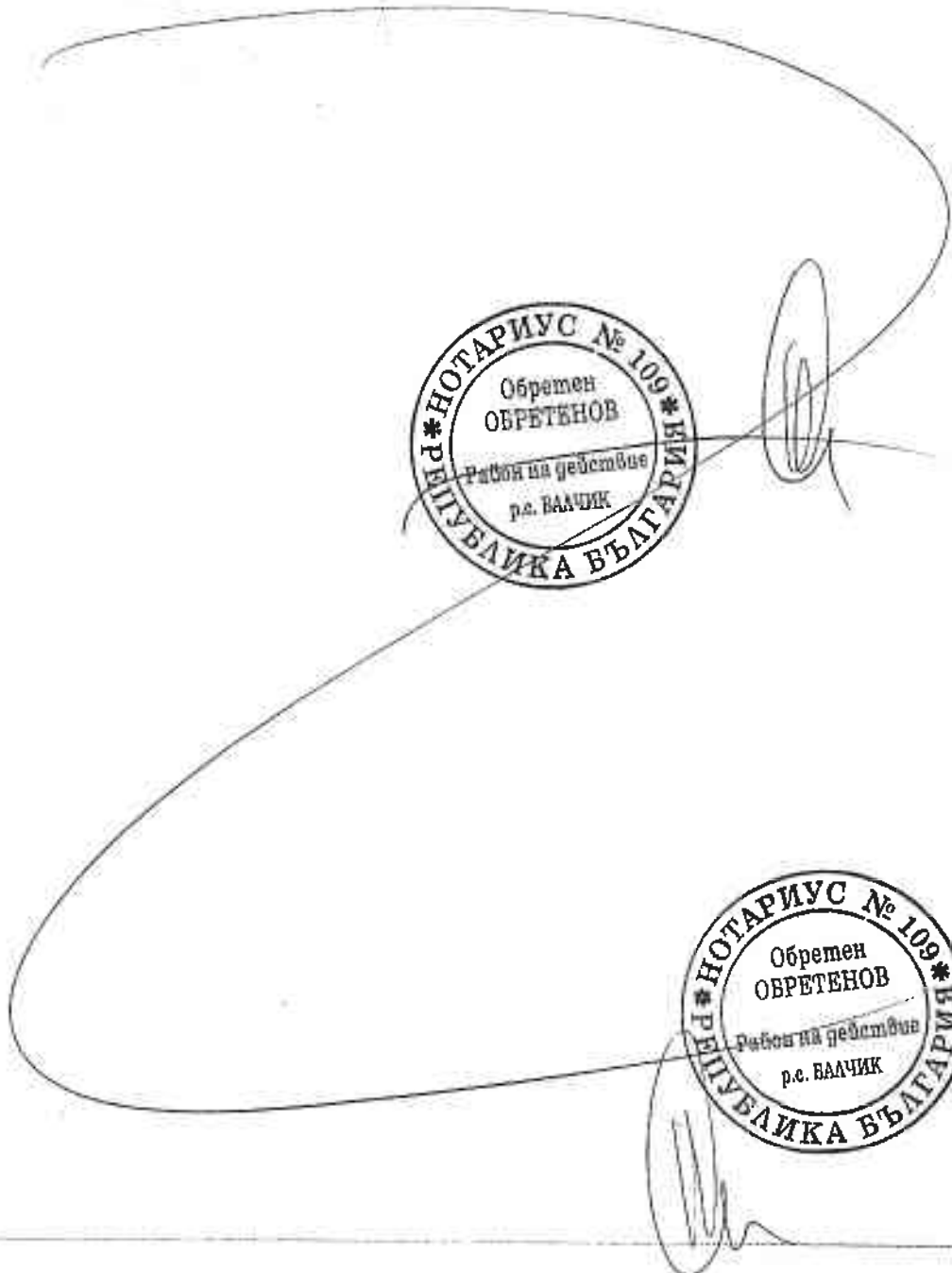


РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
НОТАРИУС № 109
Обретен
ОБРЕТНОВ
Работи на действие
гр. ВЛАНЧИК

Този Анекс се подписва в три еднообразни екземпляра - по един за всяка от страните и един за КФН.


Албена инвест-холдинг АД:
(Иванка Данчева)


Албена АД:
(Красимир Станев)





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 такса: 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“ АД

3в

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.





СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА.....	3
1.1. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА“ АД.....	3
1.2. ОЦЕНКА НА „АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ“ АД.....	4
1.3. СЪОТНОШЕНИЕ НА ЗАМЯНА.....	5
1.4. ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО.....	7
1.5. ОТГОВОРНОСТ НА КОМИСИЯТА.....	8
1.6. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ.....	8
1.7. 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).....	10
2.1.3. БИЗНЕС СТРУКТУРА НА ГРУПАТА.....	11
2.1.4. ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО.....	13
2.1.5. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ.....	14
2.2. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА.....	15
2.3. ОТНОСИМИТЕ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА.....	16
2.3.1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ.....	16
2.3.2. ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА.....	19
2.3.3. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ.....	26
2.3.4. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ.....	38
2.3.5. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ.....	40
2.3.6. ИНФОРМАЦИЯ ОТНОСНО ЦЕНАТА НА ЗАТВАРЯНЕ И ТЪРГОВИЯТА С АКЦИИ.....	41
2.3.7. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ.....	41
2.3.8. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ.....	42
2.3.9. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ НА „АЛБЕНА“ АД НА БАЗА МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА.....	43
3. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ.....	44
3.1. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД.....	44
3.2. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ.....	46
3.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА КОНСОЛИДИРАНА БАЗА.....	46
3.4. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД.....	47
3.5. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ.....	48
3.6. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА НЕКОНСОЛИДИРАНА БАЗА.....	49
3.7. ПРОГНОЗНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ НА „АЛБЕНА“ АД СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	50
3.7.1. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	51
3.7.2. ДАННИ ОТ КОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	51
3.7.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА КОНСОЛИДИРАНА БАЗА СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	52
3.7.4. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	53
3.7.5. ДАННИ ОТ НЕКОНСОЛИДИРАНИЯ ОТЧЕТ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	54
3.7.6. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА НЕКОНСОЛИДИРАНА БАЗА СЛЕД ВЛИВАНЕТО.....	55
3.8. ПРЕХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕРЕМНО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ.....	55
4. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА ПРИ ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ.....	56





1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

1.1. 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*	Текст	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	407 973	98.42	40%	163 189	39.37
Среднопретеглена 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 "Кантора АКОРД Полюс" ЕООД със сертифицирани оценители Атанас Атанасов, Христина Ангелова, Радослав Станчев и Иван Попов

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“ 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 изискване 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 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.

1.2. 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	Теглост	Претеглена цена на капитала, хил.лв	Претеглена цена на акция, лв
Дисконтирани парични потоци	54 486	8.81	50%	27 243	4.95
Нетна стойност на активите	96 924	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)				61 721	11.22
Ликвидационна стойност*				57 769	10.50
Справедлива стойност				61 721	11.22

Източник: Изчисления на ПФБК

* Ликвидационната оценка е изготвена от „Маране“ ЕООД със сертифицирани оценители арх. Мария Ангелова, инж. Панчо Панов и инж. Таня Кошева-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 сесии през периода (бр.)	57
Среднодневен обем (бр.)	7 608
Минимално изискване 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.

1.3. 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 269 082 669 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 ощетило 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. 261б, 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 законните 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



НОТАРИУС № 109
Обретен
ОВРЕТЕНОВ
Район на действие
р.с. ВЛАЗИМ
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

1.4. ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО

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(справедлива цена), 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
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	4 216 395	
Прогнозна оценка на "Албена" АД след вливането		
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 долусукването, 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.





1.5. 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.

1.6. 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 вписване на промяната в Търговския регистър.

1.7. 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“ АД
Седалище и адрес на управление:	България, област Добрич, община Балчик, с. Оброчище 9630, КК "АЛБЕНА" - Административна сграда
Телефон:	(+359) 579 62 052
Уебсайт:	www.albena.bg
Email:	dvi@albena.bg
ЕИК:	834025872

„АЛБЕНА“ АД е акционерно дружество с публичен статут съгласно Закона за публично предлагане на ценни книжа, вписано е в Регистъра на публичните дружества с протокол № 39/05.06.1998 година на Държавната комисия по ценните книжа. Акциите на Дружеството се търгуват на Българска фондова борса.

С разпореждане на Министерски съвет от 1991 г., съобразно изискванията на Търговския закон и ГПК, съществуващата от 1969 г. Държавна фирма "Албена" е преобразувана в Еднолично акционерно дружество "Албена" ЕАД, впоследствие през 1997 г. преобразувано в акционерно дружество. Датата на вписване в търговския регистър на „Албена“ АД е 5 май 1997 г.

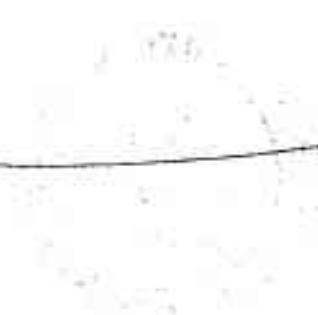
Съществуването на Дружеството не е ограничено със срок или друго прекратително условие.

Понастоящем Дружеството е регистрирано в търговския регистър, воден от Агенцията по вписванията (www.bvra.bg).

Дружеството функционира съгласно Търговския Закон, Закона за публично предлагане на ценни книжа, Закона за туризма, Закона за устройството на черноморското крайбрежие и съответните подзаконни нормативни актове, както и съгласно разпоредбите на Устава и други вътрешни актове.

Предметът на дейност на дружеството е отразен в чл. 5 от устава, приет на Общото събрание на акционерите, състояло се на 07.12.2002 г. и е изменен и допълнен от Общите събрания на





акционерите, проведени на 26.06.2004 г. и на 26.06.2011 г.от Общото събрание на акционерите на Дружеството.

Предметът на дейност на Дружеството е:

- хотелиерство, ресторантьорство, туроператорска дейност в съответствие с действащото законодателство и след получаване на необходимите разрешения;
- продажба на стоки от внос и местно производство;
- външно-икономическа дейност;
- начална квалификация и преквалификация в учебен център;
- организиране и провеждане на музикално-артистична дейност;
- организиране на екскурзии в страната и чужбина;
- предоставяне на транспортни информации, комунално-битови, рекламни, спортни, анимационни, културни и други видове услуги, свързани с международния и вътрешен туризъм;
- охранителна дейност в съответствие с действащото законодателство и след получаване на необходимото разрешение;
- изграждане, разработване и отдаване под наем на обекти;
- строителна и инженерингова дейност;
- транспортни услуги;
- сключване сделки и извършване плащания с местни и чуждестранни лица: извършване сделки с чуждестранна валута в наличност и по безкасов начин, в съответствие с действащото законодателство и след получаване на необходимото разрешение;
- авиационна дейност;
- производство, преработка, съхранение и реализация на растителна и животинска продукция; производство и реализация на хляб и хлебни изделия; изкупвателна и търговска дейност;
- профилактична дейност и рехабилитация;
- покупка на стоки или други вещи с цел тяхната препродажба в първоначален, преработен или обработен вид;
- продажба на стоки от собствено производство;
- търговско представителство и посредничество, консултантска дейност;
- комисионни, спедиционни и превозни сделки,
- както и всякакви други сделки, незабранени от закона.

Дружествата от икономическата група на "Албена" АД образуват най-голямата хотелиерска компания в България, управляваща черноморския курорт Албена, ваканционното селище "Приморско клуб" и комплекса "Бялата лагуна". С цел да подпомогне основния туристически бизнес и да предложи завършен туристически продукт, групата управлява различни дъщерни компании, опериращи в различни индустрии като летища и авиация, селско стопанство, производство на енергия от биомаса, медицина и балнеология, туроператорска дейност, строителство.





В момента Групата Албена включва „Албена“ АД и 14 дъщерни компании (и техните дъщерни дружества) в страната и чужбина, като най-голямо е значението на курорта Албена, който генерира над 79% от приходите на Групата през последната година. Съвкупният туристически продукт на курорта Албена включва следните основни направления:

- Нощувки в хотелската база на комплекса, включваща 34 хотела и близо 6 500 стаи, която през последните години вследствие на предприетата инвестиционна програма в по-голямата си част е модернизирана;
- Хранене и развлечения предлагани от ресторанти, барове и сладкарници;
- Спортни услуги: богат набор от услуги, сред които услугите на конна база, яхт-клуб, тенис-кортове, покрита спортна зала, 7 футболни игрища, лицензиран терен за хокей на трева, басейни и богата гама от съоръжения за водни спортове. Албена предлага на своите гости възможности за практикуване на над 42 вида спорт. От 2014 година в комплекса функционира и аквапарк „Аквамания“.
- Конгресни мероприятия - конгресни зали за мероприятия както от национален, така и от международен характер;
- Търговия – широк асортимент от сувенири и художествени произведения, както и хранителни стоки и стоки за бита;
- Балнеологичен туризъм – спа центърът в к.к. Албена разполага с аква зона- закрит басейн, сауна, парна баня и калдариум. Предлагат се над 120 разнообразни козметични процедури и масажи.

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

През 1969 г. стартира изграждането на курортен комплекс „Албена“, разположен на брега на Черно море в североизточна България, на 30 км от гр. Варна. Последният етап от изграждането на комплекса е завършен през 1978 г., като са построени 40 хотела върху площ от 140 хектара с 3.2 км. плажна ивица.

С разпореждане на Министерски съвет от 1991 г., съобразно изискванията на Търговския закон и ГПК, съществуващата от 1969 г. Държавна фирма „Албена“ е преобразувана в Еднолично акционерно дружество „Албена“ ЕАД, впоследствие през 1997 г. преобразувано в акционерно дружество. През 1997 г. „Албена“ АД става първата изцяло приватизирана компания от сектора, което позволява запазването на цялата инфраструктура на курорта и предотвратява презастрояването му. 25% от капитала на дружеството се раздържавяват по линия на масовата приватизация, 27% - чрез реституция, 33% в касова сделка и останалите 15% с прехвърлянето на преференциални акции на правоимащите служители. „Албена“ АД придобива останалите два курорта, които оперира - ММЦ Приморско („Приморско Клуб“ ЕАД) и „Бялата Лагуна“ - съответно през 2001 г. и 2002 г.

„Албена“ АД е публично дружество, като акциите му се търгуват на Българската фондова борса от 1998 г. Дружеството участва в индекса на „сините чипове“ (най-качествените и ликвидни компании) на БФБ-София SOFIX, както и в индексите BG TR30 (равно-претеглен индекс) и CGIX (индекс на компаниите с най-добро корпоративно управление на БФБ).





2.1.3.БИЗНЕС СТРУКТУРА НА ГРУПАТА

Албена" АД притежава и управлява множество дъщерни компании, обединени в Икономическа Група "Албена".

- От тях с основна дейност **хотелиерство, ресторантьорство и туризъм** са „Бялата Лагуна“ АД, „Приморско Клуб“ ЕАД и „Hotel des Masques“ Анзер, Швейцария.

Паралелно с основната туристическа дейност са развити следните дейности, подкрепящи основния бизнес:

- **Туроператорска дейност, организиране на екскурзии и мероприятия, конгресен туризъм, транспортна дейност и отдаване на автомобили под наем** – чрез „Албена Тур“ ЕАД, както и чрез „Фламинго Турс“ със седалище в Германия
- **Медицинска и балнеологична дейност** – чрез „Медицински Център „МЦ Медика Албена“ ЕАД, Специализирана Болница за Рехабилитация „СБР Медика – Албена“ ЕООД, „Дрогерии Медика Албена“ ЕООД и Здравно учреждение „ЗУ Медика Албена“ АД,
- **Земеделие и производство на селскостопанска продукция** – чрез дружествата „Еко Агро“ АД и „Екоплод“ ЕООД.
- **Строителство** – „Екострой“ АД и „Актив СИП“
- **Авиодейност и летищна дейност** – чрез „Интерскай“ АД
- **Производство на електрическа енергия от отпадъци и биомаса** - „Перпетуум Мобиле БГ“ АД
- **Инвестиции в недвижими имоти** – „Тихия кът“ АД





Към 31 декември 2015

Процент на инвестицията

Дъщерни предприятия регистрирани в страната:

Медицински център Медика Албена ЕАД – к.к. Албена	100.00%
Специализирана болница за рехабилитация Медика Албена ЕООД – к.к. Албена	100.00%
Албена тур ЕАД – к.к. Албена	100.00%
Екоплод ЕООД - гр. Добрич*	100.00%
Приморско клуб ЕАД - гр. Приморско	100.00%
Интерскай АД – с. Лесново, Елин Пелин	99.99%
Екоагро АД – к.к. Албена	97.05%
Бялата лагуна АД - с. Топола, община Каварна	90.21%
Екострой АД – гр. Добрич	67.00%
Тисия кът АД – гр. Балчик	75.00%
Перпетуум Мобиле БГ АД – к.к. Албена	47.59%

Дъщерни предприятия регистрирани в чужбина:

Хотел де Маск АД – Анзер, Швейцария	84.38%
Висит България ЕООД – Румъния	100.00%
Огашинго Турс ЕООД - Германия	100.00%

Дъщерни предприятия на Дъщерните дружества:

Актив СИП ООД - дъщерно дружество на Интерскай АД и асоциирано на Екострой АД	90.09%
ЕП Екострой Украйна – дъщерно дружество на Екострой АД	67.00%
Дрогерии Медика Албена ЕООД – дъщерно дружество на Медицински център Медика Албена ЕАД	100.00%

Източник: „Албена“ АД

Към датата на оценката Албена АД е прудела 100% от дяловете си в Екоплод ЕООД

Дружествата, в които Групата упражнява значително влияние, класифицирани като асоциирани предприятия са:

Към 31 декември 2015

Процент на инвестицията

Здравно Учреждение Медика Албена АД	49.00%
Медицински Център Медикс България ООД	40.00%
Албена Автотранс АД	28.95%
Албена Инвест Холдинг АД*	7.38%

Към датата на оценката акционерният дял на „Албена“ АД в „Албена Инвест Холдинг“ АД е продаден

Източник: „Албена“ АД

Синергията между различните дейности на Дружествата в Групата е от ключово значение за оперативното и финансово представяне на „Албена“. Като инкорпорира хотелските операции, земеделието и производството на електричество от отпадъци в един продукт, „Албена“ АД постига съвсем различно равнище на ефективност на операциите.





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

Акционер	Брой акции	% от капитала
„Албена Холдинг“ АД	2 309 584	54.05%
„Албена Инвест Холдинг“ АД	879 131	20.57%
Други юридически лица	862 874	20.19%
Физически лица	221 537	5.18%
Общо	4 273 126	100.00%

Източник: Дружеството

2.1.4. ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО

Основни пазари

Групата реализира значителна част от продажбите си на външни пазари. Динамиката на структурата по пазари е силна, но могат да бъдат открити ключовите пазарни сегменти – Вътрешен пазар, Германия, Русия, Румъния. Приходите от продажби по пазари за последните години, на база на държавата, от която е клиента, в хил. лв., са представени в следната таблица:

Приходи по пазари, хил.лв.	2013	2014	2015
Русия	22 095	18 789	10 976
Германия	10 377	11 533	11 908
Румъния	12 767	12 938	11 560
Скандинавски страни	3 354	4 139	6 535
Франция	3 283	3 856	3 581
Швейцария		623	600
Великобритания	563	623	425
Други държави	2 941	2 904	4 266
Вътрешен пазар	49 187	43 217	40 826
Общо	104 567	98 522	90 677

Източник: „Албена“ АД

Групата има един единствен сегмент на отчитане. Дейностите на Групата са организирани така, че нито един от тях не съставлява отделен сегмент съгласно изискванията на МСФО в Оперативни сегменти. В тази връзка, не се изготвя разбивка на приходите по категории дейности. Таблицата по-долу представя приходите на Групата по видове:

Приходи по видове, хил.лв.	2013	2014	2015
Приходи от продажби на услуги	51 929	41 081	40 856
Приходи от продажба на стоки	41 564	37 885	37 821
Приходи от продажба на продукция	4 598	13 434	6 601
Приходи от наеми	6 476	6 142	5 399
Общо	104 567	98 522	90 677

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



[Large handwritten signature]

НОТАРИУС № 109
Обремен
ОБРЕТЕНОВ
Работи на собствено
име: БАНСКИ
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

[Faint handwritten text]

Възможно е изявленията относно конкурентната позиция на Дружеството на неговите основни пазари в много трудно да бъдат обосновани поради спецификата на туристическия продукт. Дружеството предлага и продава разнообразни туристически услуги (хотелски и други) и свързаните с тях стоки като туристически пакети, което не позволява позиционирането на „Албена“ АД да бъде измерено със стандартен пазарен дял при отсъствието на адекватна обобщена информация за пазара.

Като референтна информация по-долу предоставяме данни от НСИ за 2013-2015 г. относно дейността по настаняване на черноморските курорти от национално значение¹.

Разположени пошувани	2013	2014	2015
Албена	1 509 347	1 316 410	1 230 396
Вели	291 993	278 562	250 926
Евразия	327 150	143 211	100 766
Златни пясъци	3 052 611	2 863 632	3 038 155
Св. Константин и Елена	916 391	665 293	557 761
Слънчев бряг	4 300 995	4 367 191	4 243 024

Източник: Национален статистически институт

2.1.5. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ

Условията на интензивна конкуренция силните страни на „Албена“ АД са:

- Най-голямата хотелиерска компания в България с 46 години история, изградено име и висок корпоративен имидж;
- Почти затворен бизнес цикъл и единна структура, чрез която се реализират значителни инвестиции от мащаба;
- Отлични природни дадености;
- Добра инфраструктура;
- Конкурентни цени;
- Стабилни дългогодишни контакти с всички големи европейски, включително руски, оператори;
- Диверсифициране на туристическите пакети и услуги със спортни, конгресни, геологични и други допълнителни дейности/услуги;
- Опитен висококвалифициран мениджмънт;
- Ниска цена на финансиране с дълг. Силен оперативен паричен поток.

Слаби страни:

- Липса на достатъчен брой квалифициран обслужващ персонал;
- Нужда от сериозни инвестиции на подобряване и поддържане на хотелската база;
- По-ниска, в сравнение с конкурентите категоризация на хотелската база;

¹ Определени с Решение № 45 на МС от 25.1.2005 г.





- Уязвимост за ценова конкуренция, както от чуждестранни конкурентни дестинации, така и на местно ниво;
- Зависимост от малък брой ключови пазари;
- Зависимост на бизнеса на Дружеството от икономическия цикъл.

Възможности:

- Ръст на туристическия сектор, вследствие подобряване на макроикономическите условия, както в страната, така и в чужбина. Потенциал за увеличение на цените на туристическите услуги, което би подобрило маржа на печалба;
- Развитие на експортната дейност и подобряване на търговския имидж на дружеството в резултат на проблемите в конкурентните пазари Турция, Египет, Тунис и Гърция и очакваното пренасочване на туристическия поток към България;
- Привличане на по-платежоспособни туристи вследствие повишаването на категоризацията на хотелите;
- Увеличаване на продължителността на сезона чрез предлагане на допълнителни услуги;
- Освобождаване на ресурс за инвестиции в ключовите дружества чрез реструктуриране на холдинга с отделяне на несъществени активи;

Залпахи:

- Свиване на потреблението при влошаване на макроикономическата обстановка в България и в световен мащаб. Изпреварващо увеличаване на цената на труда пред производителността на труда;
- Тенденция за все по-силен конкурентен натиск от местния пазар както и от регионалните пазари;
- Продължаващи санкции на ЕС спрямо Русия;
- Незадоволителна репутация на българския туристически продукт;
- Неблагоприятни климатични условия, които намаляват продължителността на туристическия сезон;
- Промени в данъчното законодателство.

2.2. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА

Консолидираните приходи от продажби на Дружеството за 2015 г. бележат спад с 8% в сравнение с 2014 г. главно в резултат на по-ниските продажби на руския, румънския и вътрешния пазар със съответно 41.6%, 10.7% и 5.5%. Спадът на приходите е в резултат на намаление на цените, намаляване на заетостта на хотелите, провеждането на по-малко мероприятия, и др. Няколко основни фактора изиграха роля за слабото представяне на руския пазар. Сред тях са обезценката на руската рубла, фалитите на няколко големи руски туроператори (в т.ч. един от най-крупните партньори на Албена – Нева и основния партньор на Солвекс в Новосибирск – Акрис), фалита на втората по големина авиокомпания в Русия – Трансаеро, невъзможността на държавните служители и силовите структури да пътуват зад граница, насърчаването на туристопотока към





Крим и Сочи, забраната да се разходват бюджетни средства и средства от държавни предприятия за детски почивки/ лагери в чужбина. Брутната печалба през 2015 г. намалява с 5.9% до 18.3 млн.лв. поради изпреварващия ръст на себестойността на продажбите пред ръста на продажбите, Печалбата след данъци на Групата за същия период регистрира спад от 15.4% до 5.7 млн. лв. Сладът на печалбата на Групата се дължи главно на намалението на брутната печалба и на по-високите разходи за данъци, докато по-ниските обезценки на нетекущи активи държани за продажба през 2015 г.ограничава отчасти сладът на нетната печалба.

Активите на Групата нарастват с 17.7 млн.лв. през 2015 г. достигайки 555.3 млн.лв. Основният дял (89%) от активите се представлява от имотите, машините и съоръженията. Тяхната балансова стойност нараства със 17 млн.лв. през 2015 г. поради направените инвестиции през годината в размер на 26.4 млн.лв. Текущите активи нарастват с 1.5 млн.лв. в резултат на ръста на материалните запаси, на нетекущите активи, държани за продажба и на паричните средства и еквиваленти.

Пасивите на Групата бележат ръст от 6.1 млн.лв. през 2015 г. спрямо 2014 г. в резултат на нарастването на лихвоносния дълг с 6.8 млн.лв. като задълженията към банки и финансов лизинг нарастват със 7.6 млн.лв., докато лихвоносният дълг към свързани предприятия намалява с 0.8 млн.лв. Другите пасиви (без лихвоносния дълг) намаляват с 0.7 млн.лв. в резултат на спада на задълженията за дивиденди с 1.4 млн.лв. (включени в текущи задължения към свързани предприятия), както и поради намалението на търговските и други задължения.

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	90.5	88.1	92.1	77.2
Текуща сметка (дефицит)/излишък, % от БВП	0.3	-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 щ.д., края на периода	1.51	1.46	1.42	1.61	1.79

Източник: БНБ, НСИ



1



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.

Глобалната финансова криза повиши нежеланието на инвеститорите да поемат рискове. В резултат на това през 2009 г. притокът на капитали 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 подобрение 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 несигурност 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 брутно капиталобразуване 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 износет и брутно капиталобразуване повлияха по-осезаемо развитието на БВП, отбелязвайки ръст от съответно 5% до 57.4 млрд. лв. и 2.8% до 18.4 млрд. лв.²

От гл. т. на приноса на отделните икономически сектори за динамиката на БВП, секторът на услугите, който е с най-голямо тегло (67.3% от Брутната добавена стойност) нараства с 0.9% на годишна база през 2015 г., индустрията (27.6% тегло) регистрира ръст от 0.8%, а селското

² Данните за 2015а. са предварителни; Източник: НСИ



НОТАРИУС № 109
Обретен
ОБРЕТЕНОВ
Район на съдебна
РС. ВЛЧИК
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

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 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^{та} поредна година.

Платежен баланс

Платежният баланс на страната, въпреки кризата от последните години, показва някои положителни тенденции. Най-съществената от тях в 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 подобрието 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), формирац 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 увеличението на дефицита 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).³

³ Източник: Министерство на финансите





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.

2.3.2. ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА

Туристическият сектор в България⁴

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.

Туристопотокът се формира 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.

⁴ 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 друг 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. засегна 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 навлизането на повече евтини самолетни превозвачи ще улесни туристопотока 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.

Изгладени за инфлация и разлики във валутни курсове, глобалните приходи от международен туризъм (без приходите от транспорт) са 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.





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 6-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 е 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	59	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 8% 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 глобалният 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 глобалният 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





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 излезе 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.





Хотели и настаняване

През 2015 г. България е разполагала с 3 202 хотела и места за настаняване с общо 322 456 легла. Относително най-голям брой обекти са съсредоточени в категория 1 и 2 звезди, докато легловият капацитет е най-висок в хотелите с 4 и 5 звезди. Разликата в концентрацията на обекти и легловата база е породена от наличието на множество малки хотели от семеен тип, предлагащи базово обслужване, и по-малко, но увеличаващ се на брой, големи комплекси с високо ниво на туристическа услуга.

Далечина на хотелите и местата за настаняване	1 и 2 звезди	3 звезди	4 и 5 звезди
Места за настаняване	57.6%	30.3%	12.1%
Леглова база	30.2%	29.2%	40.6%

Източник: НСИ

Наблюдава се и пренасочване на туристическата услуга към среден и висок клас хотели, което следва да доведе до увеличаване на средния приход на нощувка и привличането на по-висок клас туристи.

Промяна в структурата 2011 г. – 2015 г.	1 и 2 звезди	3 звезди	4 и 5 звезди
Места за настаняване	-28.6%	11.9%	32.8%
Леглова база	3.7%	3.7%	32.8%

Източник: НСИ

Тенденцията е да се въвеждат в експлоатация основно хотели с 3 или повече звезди, макар и по-малки от средното за категорията. Поради обновяването и изграждането на нови комплекси се наблюдава увеличени в нощувките във високата категория за сметката на другите две категории и съответно по рязко покачване на цените в хотели с 4 и 5 звезди.

Брой реализирани нощувки (млн. броя)	1 и 2 звезди	3 звезди	4 и 5 звезди	Общо
2011	3.8	6.3	8.8	18.9
2012	4.4	6.4	9.5	20.3
2013	4.5	6.7	10.4	21.6
2014	4.6	6.4	10.7	21.7
2015	4.4	5.8	11.2	21.4

Източник: НСИ

През миналия летен сезон, най-голям е бил дялът на нощувките, реализирани в средствата за подслон и местата за настаняване категория 4 и 5 звезди, където са осъществени 11 176 048 нощувки или 52.2% от всички нощувки в страната.

Среден приход на нощувка (лв.)	1 и 2 звезди	3 звезди	4 и 5 звезди
2011	23.0	34.6	48.8
2012	26.4	35.2	52.2
2013	24.5	35.7	53.5
2014	26.9	40.3	57.6
2015	27.4	40.5	60.6

Източник: НСИ

Въпреки развитието на алтернативни видове туризъм като зимен, спа и културен, все още 54.1% от посещенията и над 88.1% от нощувките на чужденци са реализирани през летните месеци. През 2015 г. е регистриран спад на броя на нощувките на годишна база през всяко от тримесечията, като спадът през летните месеци е най-малък (-0.5%).





Брой реализирани нощувки от чужденци	2012	2013	2014	2015
I Тримесечие	766 148	847 687	920 521	886 304
II Тримесечие	3 256 197	3 610 340	3 806 085	2 989 218
III Тримесечие	8 877 043	9 257 941	8 868 634	8 825 955
IV Тримесечие	552 052	654 458	682 558	651 804

Източник: НСИ

Морски туризъм

Основните дестинации за морски туризъм в България са Албена, Русалка, Златни Пясъци, Слънчев Бряг, Насебър, Елените, Св. Влас, Поморие, Созопол, Китен, Приморско, Лозенец и Синеморец.

Според НСИ в летните курорти Албена, Дюни, Елените, Златни пясъци, Приморско, Св. Константин и Елена и Слънчев Бряг са концентрирани 11.2% от хотелите и местата за настаняване в България, но над 42.6% от наличните легла и са реализирани 44.4% от общите нощувки през 2015. Значителната географска концентрация и големият брой участници са предпоставки за динамична конкурентна среда.

Данни за 2015г.	Средство за подслон и места за настаняване	Легла	Реализирани нощувки - брой	акт. чужденци	Нощувки на лице
Албена	34	15 850	1 230 396	75%	5.8
Дюни	6	3 450	250 926	87%	7.9
Елените	7	4 149	100 766	57%	5.1
Златни Пясъци	107	39 944	3 038 155	92%	5.8
Приморско	3	1 250	83 772	66%	7.5
Св. К. и Елена	48	9 663	557 781	63%	5.4
Слънчев Бряг	153	63 001	4 243 024	93%	6.5

Източник: НСИ

Чуждестранните туристи отново са основния фактор за представянето на летните курортни комплекси, като във всички курорти те са повече от две трети от всички посетители. Най-зависими от чуждестранните туристи са курортите Слънчев Бряг и Златни Пясъци, където над 90% от нощувките са били реализирани от чужденци. По-значителното присъствие на български туристи в курортите Елените, Приморско, Албена и Св. Константин и Елена, може да бъде обяснено с тяхната насоченост към семеен туризъм.

През месеците юни, юли и август на 2015г., според данни на НСИ летните ни курортни комплекси са реализирали висока заетост на легловата база. Най-голяма е била средната заетост в курортите Албена, Дюни и Слънчев Бряг - съответно 78.7%, 89.5% и 89.2%.

⁵ Според Национална стратегия за устойчиво развитие на туризма в Р България 2009-2013, в българския туристически сектор „има значителен дял „сива“ икономика“. В тази връзка, искаме да обърнем вниманието на възможността за съществени отклонения от представените статистически данни, поради значителния дял на „сивата“ икономика, изразен в по-голям брой налични легла и реализирани нощувки – особено в района на курортите Слънчев бряг и Златни пясъци, където широкото разпространеното мнение е, че броят легла достига съответно 200 хиляди и 80 хиляди.



НОТАРИУС № 109
Обретен
ОБРЕТЕНОВ
Раѝон на сеѝембрия
д.с. ВАРШИ
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

Обобщена статистика за сектора

	2011	2012	2013	2014	2015
БВП, млн. евро	40 854	41 693	41 911	42 750	44 162
Приходи от туризъм, млн. евро	2 852,39	2 917	3 058	3 116	2 873
Посещения на чужденци	8 712 821	8 866 552	9 191 782	9 408 821	9 316 624
в т.ч. с цел почивка и екскурзия	4 484 248	4 822 710	4 913 773	4 532 307	4 269 102
Пренощували лица	5 045 332	5 494 014	5 847 289	5 945 908	6 279 036
в т.ч. чужденци	2 422 524	2 632 062	2 820 673	2 791 578	2 864 371
Реализирани нощувки	18 855 331	20 252 038	21 617 474	21 698 391	21 397 816
в т.ч. чужденци	12 461 275	13 451 440	14 370 426	14 077 798	13 352 281
Общо приходи от нощувки, млн.	733,05 лв.	836,21 лв.	906,31 лв.	998,34 лв.	1 033,53 лв.
в т.ч. чужденци, млн.	521,53 лв.	597,97 лв.	655,22 лв.	711,76 лв.	728,05 лв.
Среден брой нощувки на българин	2,44	2,38	2,39	2,42	2,36
Среден брой нощувки на чужденец	5,14	5,11	5,09	5,04	4,66
Среден приход на нощувка	38,88 лв.	41,29 лв.	41,92 лв.	46,01 лв.	48,30 лв.
Брой места за настаняване	3 776	2 758	2 953	3 163	3 202
Брой легла	283 251	301 140	302 433	314 257	322 465

Източник: НСИ, МИЕ, Изчисления на ПФБК





Оценъчни методи

2.3.3.МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните парични потоци (Discounted Cash Flows, DCF) е водещ в световната практика на оценяване, тъй като отразява най-обстойно многообразието от фактори, влияещи върху оперативната дейност на дадена компания. В този смисъл, DCF предоставя сравнително широк поглед върху бъдещето представяне на компанията и по-конкретно върху паричните потоци, които тя би генерирала.

При прогнозирането на паричните потоци са взети предвид оперативната среда на дружеството (сектор, пазари, вид на предлаганите продукти, конкурентоспособност), текущото му финансово състояние, неговите инвестиционни лотребности, макроикономическата рамка на държавата, в която оперира дружеството, както и общата ситуация на международните финансови пазари (чрез рисковите премии и безрисковия лихвен процент).

Методология на оценката

Методът на дисконтираните парични потоци включва в себе си три под-метода: Модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), Модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) и Модел на дисконтираните дивиденди (DDM).

Моделът на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) е най-подходящ за оценката на „Албена“ АД, тъй като FCFF се използва в случаи, когато компанията има стабилна капиталова структура, като анализът се осъществява от гледна точка на контрол над дружеството, и също така е съобразен с жизнения цикъл на оценяваното предприятие (етап на зрялост).

Подробно описание на методологията на Модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (DCF) може да бъде консултирано в Приложение № 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.

Методология на прогнозите

Прогнозите са изготвени за периода от 2016 г. до 2021 г. като са базирани върху консолидирани годишни исторически данни за периода 2013 г. - 2015 г.

Прогнозите са разработени на база на принципа на действащо предприятие. Не са предвидени форсмажорни или други обстоятелства, които могат да нарушат нормалната дейност. Разработени са три модела: реалистичен, оптимистичен и песимистичен.

Приходи

В хиляди лева	2013	2014	2015
Приходи от продажби	104 567	98 522	90 677
Годишен ръст, %	7.3%	-5.8%	-8.0%
Други приходи	2 714	3 507	2 646
Годишен ръст, %	-28.4%	29.2%	-24.6%
Общи приходи	107 281	102 029	93 323
Годишен ръст, %	6.0%	-4.9%	-8.5%

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





Приходите от продажби на „Албена“ АД на консолидирана база са прогнозирани на база на концепцията за съвкупен туристически продукт, предлаган от дружествата от икономическата група на „Албена“ АД и са съобразени със счетоводната политика на дружеството по отношение на историческите финансови отчети, според която: „Групата има един единствен сегмент на отчитане. Дейностите на Групата са организирани така, че никоя от тях не съставя отделен сегмент съгласно изискванията на МСФО 8 Оперативни сегменти.“

В исторически план, приходите от дейността на Групата са били резултат от комбинация от фактори като икономическото развитие на България и Европа, развитието на туризма в България както и от възможността на Групата да предложи конкурентен продукт на пазара. Съставната годишна норма на растеж, (CAGR) на приходите от продажби през последните 3 години е минус 2.4% като се вземе в предвид, че през 2014 г. и през 2015 г. приходите отчитат намаление спрямо предходната година, главно в резултат на спада на приходите от руския и вътрешния пазар. При изготвянето на прогнозите за приходите се отчитат възможностите на Групата да се възползва от настоящите проблеми в конкурентните пазари като Турция, Египет, Тунис и Гърция, както и да наложи по-високи средни цени на продуктите си в следствие на увеличението на дела на 4- и 5-звездните хотели през последните години и на планираните инвестиции в подобряване на хотелската база и в обучението на персонала.

В реалистичния сценарий е прогнозиран ръст от 20% през 2016 г., дължащ се основно на ръст на нощувките в резултат на привличането на нови клиенти, поради проблемите на конкурентните пазари Турция, Египет, Тунис и Гърция. Доказателство за увеличаването на популярността на България като туристическа дестинация е ръста на чартърните полети към летище Варна и Бургас в сравнение с предходната година. През следващите години от прогнозния период ръстът на приходите от продажби се очаква постепено да спадне до 3% през 2021 г. като положителната динамика ще се дължи в по-голяма степен на увеличението на цените и в по-малка степен на ръста на нощувките. В резултат, съставната годишна норма на растеж на приходите за прогнозния период (2016-2021) се очаква да бъде 6.5%.

Реалистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	108 812	114 253	119 394	124 170	128 516	132 372
Годишен ръст, %	20.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
Други приходи	3 175	3 334	3 484	3 623	3 750	3 863
Годишен ръст, %	20.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
Общи приходи	111 988	117 587	122 878	127 794	132 266	136 234
Годишен ръст, %	20.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%

В оптимистичния сценарий е прогнозирано по-благоприятно развитие на пазарната конюнктура като съставната годишна норма на растеж на приходите от продажби за прогнозния период се очаква да бъде 9.0%.





Оптимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	113 346	121 280	129 164	136 914	144 444	151 666
Годишен ръст, %	25.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
Други приходи	3 308	3 539	3 769	3 995	4 215	4 426
Годишен ръст, %	25.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
Общи приходи	116 654	124 820	132 933	140 909	148 659	156 092
Годишен ръст, %	25.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%

В песимистичния сценарий е прогнозирано, че Дружеството няма да успее да привлече нови клиенти, да се възползва от проблемите в конкурентните пазари и няма да наложи по-високи цени на продуктите си като съставната годишна норма на растеж на приходите за прогнозния период се очаква да бъде 3.3%.

Песимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	99 745	102 737	105 305	107 412	109 023	110 113
Годишен ръст, %	10.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
Други приходи	2 911	2 998	3 073	3 134	3 181	3 213
Годишен ръст, %	10.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%
Общи приходи	102 656	105 735	108 378	110 546	112 204	113 326
Годишен ръст, %	10.0%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%

Другите приходи се формират основно от приходи от финансираня, приходи от застрахователни обезщетения, приходи от получени неустойки и гаранции, излишъци на материални запаси и други. Прогнозата за тези приходи е, че ще постигнат същия ръст както и приходите от продажби при съответния сценарий.

Разходи

в хиляди лева	2013	2014	2015
Разходи за материали	(17 227)	(16 693)	(12 869)
Разходи за външни услуги	(20 222)	(20 765)	(17 366)
Разходи за персонала	(21 576)	(23 877)	(22 598)
Разходи за амортизации	(14 413)	(14 376)	(16 410)
Други разходи	(2 703)	(2 350)	(1 882)
Отчетна стойност на продадените стоки	(13 687)	(12 662)	(13 148)
Увеличение/(намаление) на незавършеното производство	(1 465)	(1 286)	542
Прираст и приплод	-	-	141
Разходи за придобиване на активи по стопански начин	1 168	694	-
Общо	(90 125)	(91 335)	(83 620)

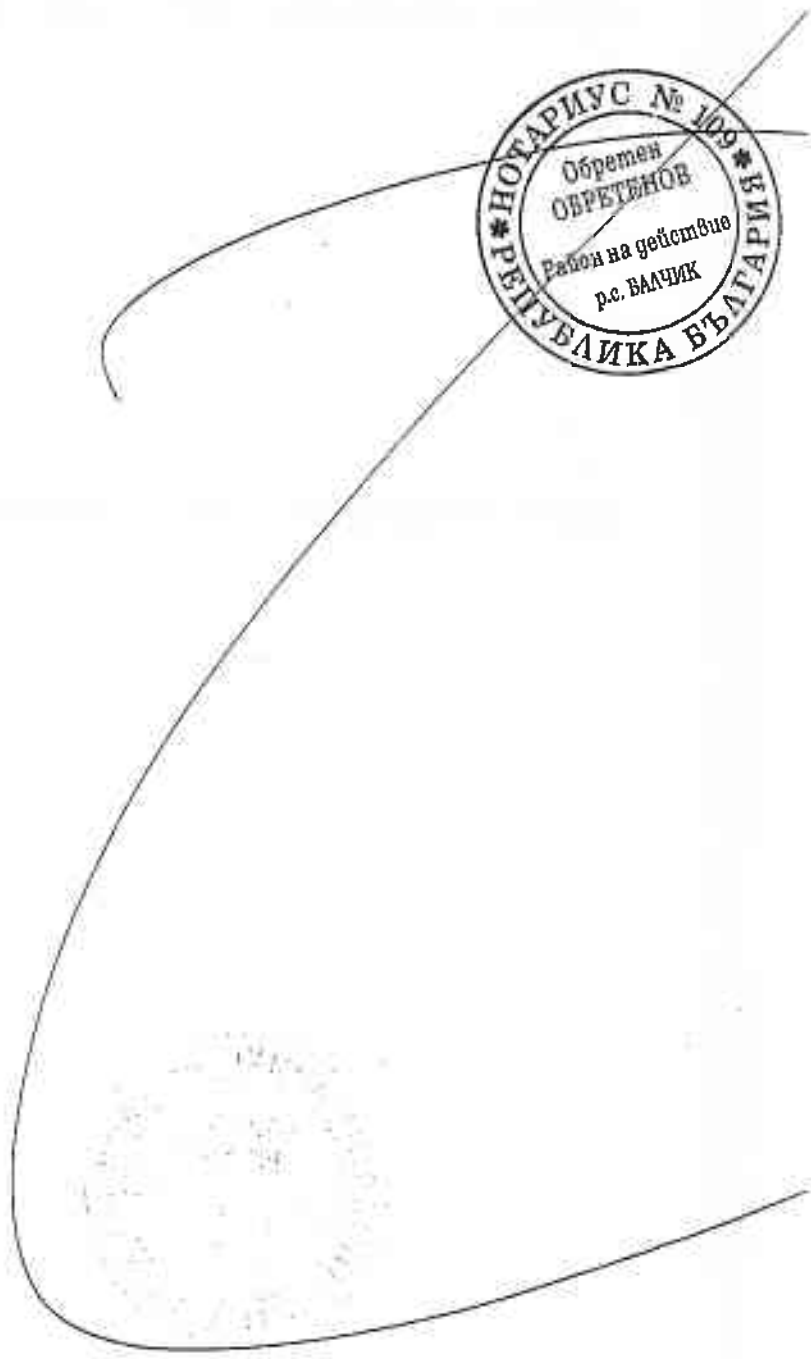
Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети за 2013 г., 2014 г. и 2015 г.; Изчисления на ПФБК

Разходите през 2015 г. намаляват поради спада на приходите и поради оптимизацията на разходите. От друга страна увеличените инвестиции водят до по-високи разходи за амортизации.



25

1
7



Разходите за периода 2016 г. – 2021 г. са прогнозирани на база историческите норми на рентабилност на Групата и по-специално на печалбата преди лихви, данъци и амортизации. Историческите данни на печалбата преди лихви, данъци и амортизации са показани в следващата таблица:

в хиляди лева	2013	2014	2015
Приходи от продажби	104 567	98 522	90 877
Други приходи	2 714	3 507	2 646
Общо оперативни разходи (без разходи за амортизации)	(75 712)	(76 959)	(67 210)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	31 569	25 070	26 113
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации*	30.2%	25.4%	28.8%

* Нормата на печалба преди лихви, данъци и амортизации е изчислена като печалбата преди лихви, данъци и амортизации е разделена на приходите от продажби (в знаменателя не се включват „Други приходи“)

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

Видно от представените данни, през историческия период нормата на печалбата преди лихви, данъци и амортизации варира от 30.2% през 2013 г. до 25.4% през 2014 г. и 28.8% през 2015 г. Влошаването на маржа през последните 2 години се дължи в голяма степен на проблемите пред един от основните пазари Русия (ограничения при пътуването, девалвация на рублата, фалити на туроператори), като през 2015 г. Дружеството успя да наложи строг контрол върху разходите си и почти възстанови оперативната рентабилност въпреки свитите продажби. Очакванията на Дружеството са, че нормите на печалба постепенно ще се увеличават от достигнатия минимум през 2014 г. в следствие на 1) очаквания ръст на продажбите 2) повишеното търсене, което води след себе си до по-малки отстъпки за ранно записване, и 3) увеличението на дела 4- и 5-звездните хотели. Очакванията са структурата на разходите да остане непроменена, като не се прогнозира корективните сметки - промяна в наличностите на незавършеното производство и разходи за придобиване на активи по стопански начин поради тяхната същност.

В реалистичния сценарий се прогнозира постепенно увеличение на нормата на печалбата преди лихви, данъци и амортизации до 32% през 2021. В зависимост от способността на Дружеството да наложи продукти с по-висока добавена стойност, както и в зависимост от развитието на макроикономическата обстановка, в оптимистичния сценарий се прогнозира по-бързо увеличение на средните цени на нощувките, което води след себе си и по-високи норми на печалбата преди лихви, данъци и амортизации, които достигат до 35% през 2021 г., а в песимистичния сценарий се прогнозира по-негативно развитие, което съответно намира изражение в по-ниски норми на печалбата преди лихви, данъци и амортизации, достигащи до 29% през 2021 г.

Реалистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за материали	(15 119)	(15 760)	(16 349)	(16 878)	(17 339)	(17 743)
Разходи за външни услуги	(20 438)	(21 304)	(22 100)	(22 815)	(23 438)	(23 984)
Разходи за персонала	(26 550)	(27 675)	(28 709)	(29 637)	(30 447)	(31 156)
Други разходи	(2 240)	(2 335)	(2 422)	(2 501)	(2 569)	(2 629)
Отчетна стойност на продадените стоки	(15 849)	(16 313)	(16 922)	(17 489)	(17 947)	(18 364)
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(79 997)	(83 387)	(86 502)	(89 299)	(91 739)	(93 875)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	31 991	34 200	36 376	38 494	40 527	42 359
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации*	29.4%	29.9%	30.5%	31.0%	31.5%	32.0%

* Нормата на печалба преди лихви, данъци и амортизации е изчислена като печалбата преди лихви, данъци и амортизации е разделена на приходите от продажби





Оптимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за материали	(15 657)	(16 516)	(17 337)	(18 110)	(18 824)	(19 469)
Разходи за външни услуги	(21 165)	(22 328)	(23 436)	(24 481)	(25 446)	(26 317)
Разходи за персонала	(27 494)	(29 002)	(30 444)	(31 801)	(33 055)	(34 187)
Други разходи	(2 320)	(2 447)	(2 569)	(2 683)	(2 789)	(2 884)
Отчетна стойност на продадените стоки	(16 206)	(17 095)	(17 945)	(18 745)	(19 484)	(20 151)
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(82 841)	(87 386)	(91 731)	(95 820)	(99 597)	(103 009)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	33 813	37 433	41 202	45 089	49 062	53 083
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации*	29.8%	30.9%	31.9%	32.9%	34.0%	35.0%

* Нормата на печалба преди лихви, данъци и амортизации е изчислена като печалбата преди лихви, данъци и амортизации е разделена на приходите от продажби

Песимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за материали	(13 967)	(14 379)	(14 732)	(15 020)	(15 238)	(15 383)
Разходи за външни услуги	(18 880)	(19 437)	(19 914)	(20 303)	(20 598)	(20 795)
Разходи за персонала	(24 525)	(25 250)	(25 869)	(26 375)	(26 758)	(27 013)
Други разходи	(2 069)	(2 130)	(2 183)	(2 225)	(2 258)	(2 279)
Отчетна стойност на продадените стоки	(14 456)	(14 883)	(15 248)	(15 546)	(15 772)	(15 923)
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(73 897)	(76 080)	(77 946)	(79 469)	(80 624)	(81 393)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	28 758	29 655	30 432	31 077	31 580	31 933
Норма на печалбата преди лихви, данъци и амортизации*	28.8%	28.9%	28.9%	28.9%	29.0%	29.0%

* Нормата на печалба преди лихви, данъци и амортизации е изчислена като печалбата преди лихви, данъци и амортизации е разделена на приходите от продажби

Инвестиции и разходи за амортизации

Историческите данни за инвестициите и разходите за амортизации са показани в следващата таблица:

Отчетна стойност, хил. лв.	2013	2014	2015
Имоти, машини и съоръжения	548 711	586 485	617 672
Нематериални активи	23 630	23 366	23 362
Биологични активи	4 446	4 890	5 610
Общо амортизируеми активи	576 787	614 741	646 644
Разходи за амортизации	(14 413)	(14 376)	(16 410)
Средна амортизационна норма	2.5%	2.4%	2.6%
Инвестиции в инвестиционни имоти	1 184	25	216
Инвестиции в ИМС	20 882	48 248	26 339
Инвестиции в нематериални активи	1 142	720	44
Инвестиции в биологични активи	1 003	758	1 446
Общо инвестиции	24 211	49 751	28 045
% от приходи от продажби	23.2%	50.5%	30.9%

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





НОТАРИУС № 109
Обратен
ОБРЕТЕНОВ
Район на състояние
г.с. БЛАЦИК
РЕПУБЛИКА БЪГАРИЯ

През последните 3 години Групата инвестира усилено в подновяване на материалната база, което води до постоянен ръст на дълготрайните активи. Инвестиционните разходи през 2016 г. и 2017 г. са прогнозирани съобразно стартиралите инвестиционни проекти на дружествата от групата. Планираните инвестиции през 2016 г. са в размер на 18.3 млн.лв. и са основно за реконструкция на хотелски комплекс Доростор (11.5 млн.лв.), реконструкция на хотел Гергана (1 млн.лв.), изграждане на тенис център (1.3 млн.лв.), инфраструктура и др. (4.5 млн.лв.). Планираните инвестиции през 2017 г. са в размер на 39.3 млн.лв. и са основно за реконструкция на хотелски комплекс Доростор (12 млн.лв.), реконструкция на хотел Гергана (2 млн.лв.), реконструкция на хотелски комплекс Елца (12.5 млн.лв.), изграждане на комплекс Бялата Лагуна (10 млн.лв.), инвестиции в Приморско клуб (2 млн.лв.), и други (0.8 млн.лв.). Инвестиционните разходи за периода 2018 г. – 2021 г. са прогнозирани въз основа на допускането, че ще се стабилизират на едно сравнително постоянно равнище поради факта, че все по-голяма част от хотелската база ще бъде осъвременена и необходимостта от нови инвестиции намалява. Предстоящите инвестиции ще обезпечат напълно развитието на планираните продажби както и ще спомогнат за оптимизиране на разходите. Инвестиционните разходи са прогнозирани като процент от приходите от продажби, като при реалистичния сценарий постепенно спадат до 15% от приходите от продажби през последната година от прогнозния период. При оптимистичния сценарий, инвестиционните разходи спадат до 16% от приходите от продажби, като разликата произхожда от факта, че положителното развитие на приходите и нивата на рентабилност е съпроводено с по-високи инвестиционни разходи, които да позволят увеличение на цените на предлаганите услуги. При песимистичния сценарий инвестиционните разходи спадат до 14% от приходите от продажби, поради по-ниските изисквания за инвестиране в продукти с висока добавена стойност и по-слабото амортизиране на легловата база при по-ниска заетост на хотелите.

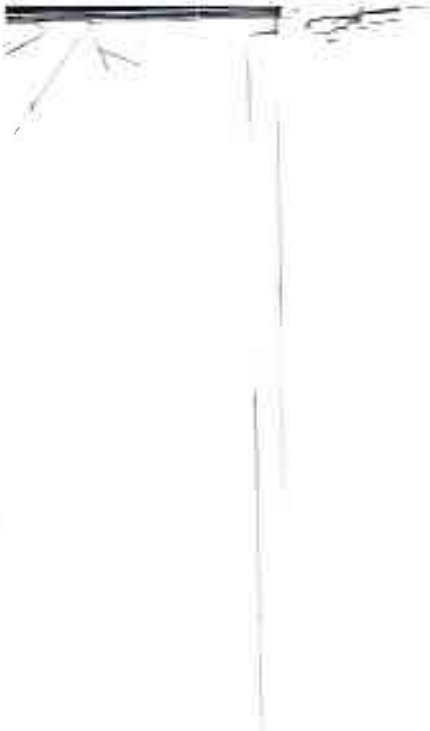
Амортизационните разходи на Дружеството са изготвени на база отчетната стойност на дълготрайните материални, нематериални и биологични активи, като са отчетени и прогнозните инвестиции и възприетата от Дружеството счетоводна политика относно методите на амортизация и очаквания полезен живот на активите. Предвижда се средната амортизационна ставка за целият прогнозен период да е 2.5% (равна на средноаритметичната стойност на ставката през историческия период, изчислена спрямо средногодишния размер на дълготрайните активи, подлежащи на амортизация). Допусканията за инвестициите и разходите за амортизации са представени в следващите таблици:

Реалистичен сценарий

Отчетна стойност, млн. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Амортизируеми активи	660 533	693 020	713 926	729 630	739 735	743 930
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 653)	(18 112)	(18 436)	(18 615)
Амортизационна норма	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Инвестиции в:						
Инвестиционни имоти	256	549	417	376	329	277
ИМС	17 128	36 765	27 935	25 179	22 051	18 583
Нематериални активи	342	734	558	503	440	371
Биологични активи	575	1 235	938	846	741	624
Общо инвестиции	18 301	39 283	29 849	26 904	23 561	19 856
% от приходи от продажби	16.8%	34.4%	25.0%	21.7%	18.3%	15.0%



31



НОТАРИУС № 1
Обретен
ОВРЕТЕНОВ
Рафон на действие
р.г. ВАРНА
РЕПУБЛИКА БЪЛГ.

Оптимистичен сценарий

Отчетна стойност, хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Амортизируеми активи	660 533	693 020	717 582	737 265	751 484	759 722
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 698)	(18 253)	(18 679)	(18 961)
Амортизационна норма	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Инвестиции в:						
Инвестиционни имоти	256	549	469	434	390	339
ИМС	17 128	36 765	31 430	29 045	26 136	22 711
Нематериални активи	342	734	627	580	522	453
Биологични активи	575	1 235	1 056	976	878	763
Общо инвестиции	18 301	39 283	33 583	31 034	27 926	24 267
% от приходи от продажби	16.1%	32.4%	26.0%	22.7%	19.3%	16.0%

Песимистичен сценарий

Отчетна стойност, хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Амортизируеми активи	660 533	693 020	709 446	720 623	726 348	726 508
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 596)	(17 943)	(18 155)	(18 229)
Амортизационна норма	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Инвестиции в:						
Инвестиционни имоти	256	549	353	310	264	215
ИМС	17 128	36 765	23 653	20 776	17 666	14 428
Нематериални активи	342	734	472	415	353	288
Биологични активи	575	1 235	795	698	594	485
Общо инвестиции	18 301	39 283	25 273	22 198	18 897	15 416
% от приходи от продажби	18.3%	38.2%	24.0%	20.7%	17.3%	14.0%

Нетен оборотен капитал

При изготвяне на прогнозите за нетния оборотен капитал – непаричните текущи активи минус нелихвените текущи пасиви - са взети предвид прогнозираното развитие на приходите както и историческия дял на оборотния капитал от приходите. Историческите данни за нетния оборотен капитал са показани в следващата таблица:

в хил.лв лева	2013	2014	2015
Текущи активи (без парични средства)	14 999	17 573	18 669
Текущи пасиви (без лихвоносен дълг)	11 929	15 039	13 077
Нетен оборотен капитал	3 070	2 534	5 592
% от приходи от продажби	2.9%	2.6%	6.2%
Промяна в нетния оборотен капитал	(1 053)	(536)	3 058

Нивото на нетния оборотен капитал се увеличава с повече от два пъти към края на 2015 г. спрямо края на 2014 г., което се дължи както на увеличението на непаричните текущи активи, така и на намалението на нелихвените текущи пасиви. Очакванията на Дружеството са, че нивата на нетния оборотен капитал през прогнозния период постепенно





претегленото ниво за представения исторически период (като процент от приходите) под влияние на подобряващата се пазарна среда. В трите разглеждани сценария са заложени съответно оптимистичен, песимистичен и реалистичен вариант на динамика на нетния оборотен капитал спрямо приходите от продажби. Допусканията за нетния оборотен капитал са представени в следващите таблици:

Реалистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетен оборотен капитал	5 477	4 458	4 656	4 843	5 012	5 162
% от приходи от продажби	5.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
Промяна в НОК	(115)	(1 024)	201	186	169	150

Оптимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетен оборотен капитал	5 139	3 517	3 746	3 970	4 189	4 398
% от приходи от продажби	4.5%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Промяна в НОК	(453)	(1 621)	229	225	218	209

Песимистичен сценарий

в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетен оборотен капитал	5 519	5 034	5 180	5 263	5 342	5 396
% от приходи от продажби	5.5%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Промяна в НОК	(73)	(485)	128	103	79	53

Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период

Постоянният темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период е един от показателите, които в най-голяма степен влияят на резултантната величина от модела на дисконтираните парични потоци. В реалистичния сценарий на модела е заложен дългосрочен номинален ръст на компанията от 2% на годишна база. Този ръст се базира на финансовата и икономическа теория, която предвижда зряла и развита компания да достигне до темповете на растеж на индустрията, в която оперира, а една развита индустрия да конвергира към темповете на растеж на икономиката. Българската икономика се очаква да покаже тренд на конвергенция към европейските нива на растеж в дългосрочен план, като част от Европейския съюз. Така, дългосрочният среден номинален ръст на компанията се очаква да достигне този на европейската икономика, който средно за последните 30 г. е почти 2%. В оптимистичния сценарий предвиждаме дългосрочен номинален ръст на компанията от 3%, поради вероятността за по-добро от средното развитие на българската икономика, както и поради положителните перспективи за развитието на туризма. В песимистичния сценарий, предвиждаме значителна част от рисковете за икономиката, сектора и Дружеството да се реализират и залагаме 1% темп на нарастване на паричните потоци.

Норма на дисконтиране

Нормата на дисконтиране е цената на финансиране на Дружеството като тя отразява търсената възвращаемост от инвеститорите. В метода на дисконтираните парични потоци на дружеството, това е среднопретеглената цена на капитала (СПЦК). Среднопретеглената цена на капитала е изчислена по формулата:



33



$$WACC = K_e * (E / (E + D)) + K_d * (D / (E + D)) * (1 - T)$$

където:

K_e - цената на финансиране със собствен капитал

K_d - цената на финансиране с привлечен капитал

E – размер на собствения капитал

D – размер на привлечения капитал

T – данъчна ставка на Дружеството

Цената на финансиране със собствен капитал е изчислена съгласно пар. 1, т.5, буква „а“ от Допълнителни разпоредби на Наредба 41 - като сбор между безрисковатата норма на възвръщаемост (R_f) и произведението на бета коефициента (β) с разликата между прогнозната пазарна възвръщаемост (R_m) и безрисковатата норма на възвръщаемост (R_f), а именно:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Безрисковата норма на възвръщаемост – 0.169135% - е определена на база на доходността на емисията германски ценни книжа с 10-годишен остатъчен матуритет (DE0001102390 с падеж 15.02.2026 г.).

Бета коефициентът отразява системния риск на акциите на Дружеството. Той измерва волатилността на акцията спрямо движението на пазара като цяло. Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, където коефициентът „бета без дълг“ (unlevered beta) за отрасъл хотели в развиващите се пазари е определен на 0.7312. Коефициентът „бета без дълг“ е коригиран с нивото на финансов ливъридж на Дружеството, като по този начин е изчислен коефициент „бета с дълг“ (levered beta). Изчислението на коефициентът „бета с дълг“ е постигнато чрез следната формула:

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

където:

β_l - коефициент „бета с дълг“ (levered beta)

β_u - коефициент „бета без дълг“ (unlevered beta)

T – данъчна ставка на Дружеството

D/E – съотношението на дългов капитал към собствен капитал

Мениджмънтът предвижда запазване на настоящите нива на дълг спрямо собствен капитал през прогнозния период. За целта при изчислението на коефициента „бета с дълг“ (levered beta) е използвано съотношението дълг към собствен капитал съгласно последния публикуван консолидиран отчет – 20.41/79.59. Така изчисленият коефициент „бета с дълг“ (levered beta) е:

$$\beta_l = 0.7312 * (1 + (1 - 10\%) * 0.2565) = 0.9000$$

За изчислението на рисковата премия за инвестиране в акции на българския пазар ($R_m - R_f$) сме използвали пазарната премия за инвестиране в акции на развитите пазари, като към нея сме прибавили пазарната премия за странови риск, коригирана с коефициента на волатилност на пазара на акции. Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, където рисковата премия за инвестиране в акции на развит пазар (в случая сме използвали Германия) е 6.25%, а коефициентът за волатилност на пазара на акции е 1.39334. Пазарната премия за странови риск, определена на база застраховката спрямо неплатежоспособност (CDS) е 1.99935% (източник Bloomberg към 09.11.2016 г.).





Финализирането на цената на финансиране със собствен капитал е представено по-долу:

$$K_e = 0.169135\% + 0.9000 \cdot (6.25\% + 1.99935\% \cdot 1.39334) = 8.3011\%$$

За цената на финансиране с дългов капитал са използвани данни от БНБ, според които средният лихвен процент по кредити за сектора "Нефинансови предприятия" към месец март 2016 г. е 5.96% (статистиката е за кредити в евро с всякакъв матуритет).

Имайки предвид горепосочените данни, среднопретеглената цена на капитала е:

$$WACC = 8.3011\% \cdot 0.7959 + 5.365\% \cdot 0.2041 \cdot (1 - 10\%) = 7.7018\%.$$

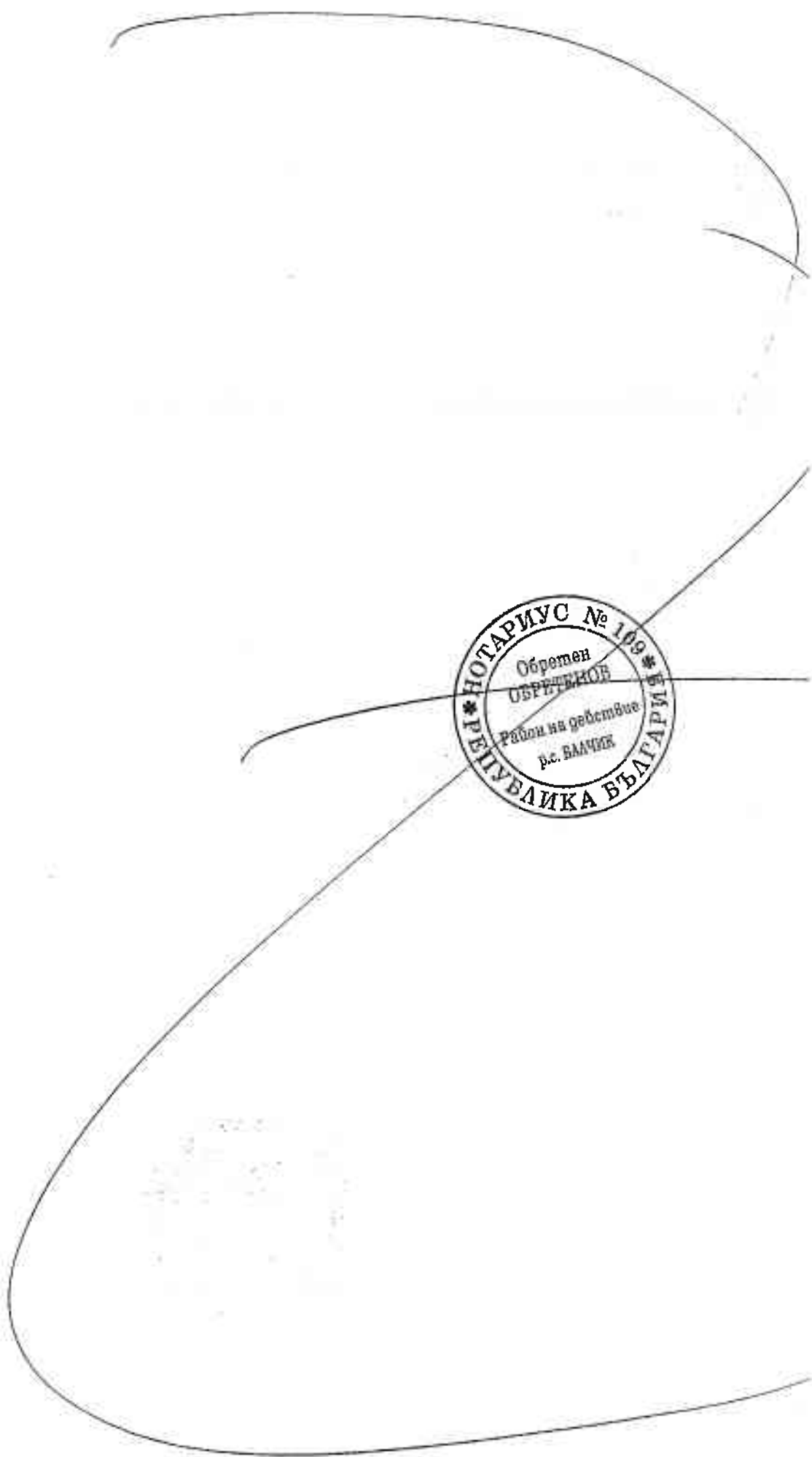
Прогнозни парични потоци и резултати от метода дисконтирани парични потоци на Дружеството (FCFF)

Реалистичен сценарий

Сумите са в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	108 812	114 253	119 394	124 170	128 516	132 372
Други приходи	3 175	3 334	3 484	3 623	3 750	3 863
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(79 997)	(83 387)	(86 502)	(89 299)	(91 739)	(93 875)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	31 991	34 200	36 376	38 494	40 527	42 359
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 653)	(18 112)	(18 436)	(18 615)
Оперативна печалба	15 590	17 218	18 724	20 382	22 092	23 744
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	14 031	15 496	16 851	18 344	19 882	21 369
+ разходите за амортизация	16 401	16 983	17 653	18 112	18 436	18 615
- инвестиции в нетекущи активи	18 301	39 283	29 849	26 904	23 561	19 856
- увеличение на нетния оборотен капитал	(115)	(1 021)	201	186	169	150
Свободен паричен поток	12 246	(5 783)	4 455	9 366	14 587	19 978
Норма на дискотиране	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%
Дисконтов фактор	1.05	1.13	1.21	1.31	1.41	1.52
Настояща стойност на паричните потоци	11 898	(5 130)	3 669	7 182	10 357	13 170
Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозия период						
Терминална стойност						357 398
Настояща стойност на терминалната стойност	235 599					
Справедлива стойност на дружеството	276 525					
- нетен дълг	102 303					
- неконтролиращи участия	7 900					
Справедлива стойност на собствения капитал	166 322					
Брой акции в обращение, хил.	4 146					
Стойност на акция (лв)	40.12					



35



НОТАРИУС № 109
Обретен
ОБРЕТЕНОВ
Работи на редствова
р.с. ВЛАДИКА
РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

Оптимистичен сценарий

Сумите са в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	113 346	121 280	129 164	136 914	144 444	151 666
Други приходи	3 308	3 539	3 769	3 995	4 215	4 426
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(82 641)	(87 386)	(91 731)	(95 820)	(99 597)	(103 009)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	33 813	37 433	41 202	45 089	49 062	53 083
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 698)	(18 253)	(18 679)	(18 961)
Оперативна печалба	17 412	20 451	23 503	26 836	30 383	34 122
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	15 671	18 406	21 153	24 152	27 345	30 710
+ разходите за амортизация	16 401	16 983	17 698	18 253	18 679	18 961
- инвестиции в нетекущи активи	18 301	39 283	33 583	31 034	27 926	24 267
- увеличение на нетния оборотен капитал	(453)	(1 621)	229	225	218	209
Свободен паричен поток	14 224	(2 273)	5 040	11 147	17 880	25 195
Норма на дисконтиране	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%
Дисконтов фактор	1.05	1.13	1.21	1.31	1.41	1.52
Настояща стойност на паричните потоци	13 588	(2 016)	4 151	8 524	12 694	16 609
Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период						
Терминална стойност						551 935
Настояща стойност на терминалната стойност	363 840					
Справедлива стойност на дружеството	417 389					
- нетен дълг	102 303					
- неконтролиращи участия	7 900					
Справедлива стойност на собствения капитал	307 186					
Брой акции в обращение, хил.	4 145					
Стойност на акция (лв)	74.11					





Песимистичен сценарий

Сумите са в хиляди лева	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	99 745	102 737	105 305	107 412	109 023	110 113
Други приходи	2 911	2 998	3 073	3 134	3 181	3 213
Общо разходи (без разходи за амортизации)	(73 897)	(76 080)	(77 946)	(79 469)	(80 624)	(81 393)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации	28 758	29 655	30 432	31 077	31 580	31 933
Разходи за амортизации	(16 401)	(16 983)	(17 596)	(17 943)	(18 155)	(18 229)
Оперативна печалба	12 357	12 673	12 836	13 134	13 425	13 704
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	11 121	11 405	11 652	11 821	12 083	12 334
+ разходите за амортизация	16 401	16 983	17 596	17 943	18 155	18 229
- инвестиции в нетекущи активи	16 301	39 283	25 273	22 198	18 697	15 416
- увеличение на нетния оборотен капитал	(73)	(485)	126	103	79	53
Свободен паричен поток	9 294	(10 410)	3 749	7 462	11 261	15 093
Норма на дисконтиране	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%	7.70%
Дисконтов фактор	1.05	1.13	1.21	1.31	1.41	1.52
Настояща стойност на паричните потоци	8 878	(9 233)	3 088	5 706	7 995	9 949
Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период						
Терминална стойност						227 463
Настояща стойност на терминалната стойност	149 945					
Справедлива стойност на дружеството	176 329					
- нетен дълг	102 303					
- неконтролиращи участия	7 900					
Справедлива стойност на собствения капитал	66 126					
Брой акции в обращение, хил.	4 145					
Стойност на акция (лев)	15.95					

Справедлива цена по метода дисконтирани парични потоци на Дружеството (FCFF)

При определяне на крайната оценка на стойността на една акция по метода на дисконтираните парични потоци са взети под внимание резултатите и от трите разгледани по-горе сценария, като най-високо тегло (50%) е дадено на цената, получена в следствие на прогнозите и допусканията, предвидени при реалистичния сценарий, който е и най-вероятен.

Другите два сценария – оптимистичен и песимистичен – участват в крайната оценка с равни тегла от 25 на сто.

Сценарий	Цена на капитала, хил. лв	Цена на акция, лв*	Тегло	Претеглена цена на капитала, хил. лв	Претеглена цена на акция, лв*
Реалистичен	166 322	40.12	50%	83 161	20.06
Оптимистичен	307 186	74.11	25%	76 797	18.53
Песимистичен	66 126	15.95	25%	16 531	3.99
Среднопретеглена цена					42.58

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





2.3.4. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

Методът Пазарни множители на дружества-анализи (peer multiples) се състои в изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на неговата печалба на акция, продажби, нетна стойност на активите или друг финансов параметър с пазарен множител. Пазарният множител изразява съотношението между цената на дружество - аналог, и съответно неговата печалба на акция, продажби на акция, нетна стойност на активите или друг избран параметър.

Този метод за оценка отразява възприятието на инвеститорите на капиталовия пазар за стойността на компаниите в даден сектор. Стойността на оценяваното дружество се определя непосредствено само с помощта на пазарните множители на дружествата – анализи, при наличие на дружества със сходни инвестиционни характеристики.

Критериите, на които трябва да отговарят дружествата-анализи, са да бъдат в сектор от икономиката, в който оценяваната компания оперира, да предлагат сходно продуктово портфолио, да имат сходно географско покритие, да имат аналогичен размер на приходите и активите и подобна балансова структура. За да бъдат определени техните пазарни множители, анализите също така трябва да имат публикувани финансови отчети и активно котирана цена.

Една селекция на компании-анализи традиционно стартира с подбор на група от дружества с аналогичен предмет на дейност и географски пазар, която впоследствие допълнително се прецизира, за да включва компании със сходен размер на операциите и приходите, балансова структура и пазарни коефициенти.

Хотелиерските услуги са развити в голям брой държави в света, но степента им на развитие в отделните държави се различава значително. Някои пазари – напр. Западна Европа – са в етап на зрялост, докато други, като развиващите се страни, все още растат с ускорени темпове. По тази причина, въпреки интернационализацията на бизнеса благодарение на хотелските вериги, които обединяват активи и операции в различни краища на света, все още съществува значителна разлика в параметрите на хотелиерската дейност в зависимост от географското присъствие. В допълнение, туризмът е един от секторите, които са обект на специално внимание от страна на всяка държава като източник на приходи в чуждестранна валута - съответно в много случаи те са обект на преференциално данъчно третиране, субсидиране и/или други форми на държавно подпомагане (например, финансиране за инфраструктура или маркетингови мероприятия на национално ниво). Това обуславя и наличието на съществените разлики в инвестиционните и рисковите характеристики на дружествата, които оперират на различни географски пазари. Поради тези съществени различия, считаме, че използването на дружества-анализи от страни, които не оперират в България не е достоверно и показателно за стойността на оценяваното дружество.

Предвид горното, търсенето на подходящи компании-анализи бе фокусирано върху публичните компании от туристическия сектор, търгувани на БФБ-София.





Компании с основен предмет на дейност в сферата на хотелиерските услуги, търгувани на Основен и Алтернативен пазар на БФБ-София

Код на БФБ	Име на дружеството	Географски пазар	Тип туристически продукт	Брой хотели	Коментар
OWJ	Орфей клуб уелнес АД-Пловдив	Смолян	Балнеологичен	1	
P0C	Приморско клуб ЕАД	Приморско	Сезонен черноморски	7	Част от група Албена
4IV	Интерхотели АД	Велико Търново	Градски хотели	1	
3ZB	София Хотел Балкан АД	София	Градски хотели	1	
3NJ	Св. Св. Константин и Елена Холдинг АД	Св. Константин и Елена	Сезонен черноморски	7	Има инвестиции в недвижими имоти, собственик е на инфраструктурата в курорта, концесионер на плажовете в курорта и марината в Балчик
3JP	Слънчев ден АД	Св. Константин и Елена	Сезонен черноморски	2	
4VE	Велина АД	Велинград	Балнеологичен	1	
4VT	Верея-тур АД	Стара Загора	Градски хотели	2	
3ZL	Златни пясъци АД	Варна	Сезонен черноморски	2	Притежава ЕРП, ВиК, инфраструктурата в целия курорт, има инвестиции в недвижими имоти

Източник: БФБ-София, интернет страници на дружествата

За целите на сравнителния анализ между дружествата от таблицата и „Албена“ АД сме имали предвид всички особености, описани подробно в т.2.1. от настоящия документ „Характеристики на оценяваното дружество“, но тези, които определяме като най-значими са:

- **Структурата на групата**

Албена е интегриран „бренд“, който съчетава хотелския бизнес с богато портфолио от съпътстващи и допълващи услуги. Групата „Албена“ включва множество дъщерни компании с разнообразна дейност: туроператорска дейност, земеделие, строителство, медицински и балнеологични услуги, летищна дейност, производство на електрическа енергия от отпадъци и биомаса, инвестиции в недвижими имоти и др. Интегрирането на отделните дейности на Групата в стратегически цикъл дава възможност за максимално ефективно използване на ресурсите и постигане на значителни синергии.

- **Географският пазар/видът туристически продукт**

Основният продукт на компанията са хотелиерските услуги за морски туризъм на българското Черноморие, като хотелската база оперира почти изцяло на сезонен принцип.

- **Размерът на компанията**

Албена е най-голямата хотелиерска компания в България, като нейните активи включват 44 хотела, в които годишно се реализират почти 1.4 милиона нощувки.

От гл.т. на географското и продуктовото позициониране на дейността (сезонен черноморски туризъм) единствените сходни публични компании от сектора в България са Приморско клуб ЕАД, Св. Св. Константин и Елена Холдинг АД, Слънчев ден АД и Златни пясъци АД. Приморско клуб ЕАД е част от Група Албена. Св. Св. Константин и Елена Холдинг АД, Слънчев ден АД и Златни пясъци АД оперират само по няколко хотела и размерът на активите и приходите им не е сравним с този на Албена АД, както се вижда от таблицата по-долу.



39



в хиляди лева	Албена	Слънчев док	Св. св. Константин и Елена	Златни пясъци
Приходи	90 677	5 332	17 871	43 426
Активи	555 268	47 779	97 712	104 550
Собствен капитал	415 873	13 906	32 223	97 433

Източник: Одитирани консолидирани годишни финансови отчети на дружествата за 2015 г.

В допълнение, въпреки че на консолидирана база Св. Св. Константин и Елена АД и Златни пясъци АД извършват и някои, значителни по размер съпътстващи туристическия продукт услуги и дейности (напр. концесиониране на плажна ивица, опериране на техническа инфраструктура и др.), тези дейности са отделени от основната дейност и не са част от стратегията за развитие на единен бизнес цикъл, както е при Албена.

Предвид съществените различия между организационната структура, бизнес стратегията, типа туристически продукт, мащаба на операциите и активите на „Албена“ АД и тези на компаниите-аналози, които се търгуват на БФБ-София, можем да кажем, че на практика няма други публични дружества, които могат коректно да бъдат квалифицирани като аналози на „Албена“ АД. По тази причина методът на пазарни множители на дружества-аналози не е реалистично приложим, и съответно е изключен от изчисленията на справедливата цена на „Албена“ АД.

2.3.5. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Стойността на акциите по метода на нетната балансова стойност на активите се определя като стойността на активите по баланса на Дружеството, намалена със стойността на краткосрочните и дългосрочните задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя обикновени акции в обращение. Стойността на активите и задълженията на Дружеството се определят на базата на информацията от последния изготвен счетоводен баланс към датата на изготвяне на обосновката. Ако Дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, информацията по предходното изречение трябва да бъде представена на базата на консолидирания счетоводен баланс.

Цената на една акция на „Албена“ АД по метода на нетната балансова стойност на активите е определена, съгласно изискванията на чл. 15 от Наредба № 41, на база последно публикувания консолидиран счетоводен баланс на Дружеството към 31.12.2015 г. Нетната стойност е изчислена като от сумата на актива са извадени дългосрочните и краткосрочните задължения и неконтролиращото участие и получената сума е разделена на броя акции в обращение на „Албена“ АД. Към 31.12.2015 г. обикновените акции на дружеството в обращение са 4 145 126 броя.

Нетна стойност на активите на една акция на „Албена“ АД към 31.12.2015 г.

Балансови стойности към 31.12.2015	в хиляди лева
Общо активи	555 268
Общо нетекущи пасиви	102 540
Общо текущи пасиви	38 855
Неконтролиращо участие	7 900
Нетна стойност на активите	407 973
Брой акции в обращение	4 145 126
Нетна стойност на активите на една акция в обращение, лв	98,42



40
[Handwritten signature]



2.3.6. ИНФОРМАЦИЯ ОТНОСНО ЦЕНАТА НА ЗАТВАРЯНЕ И ТЪРГОВИЯТА С АКЦИИ

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. Съгласно т.1 от § 1 от допълнителните разпоредби на същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01 на сто от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията.

Период	23.02.2016 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 изискване за среднодневен обем за предходните 3 месеца	427

Източник: БФБ-София.; Изчисления на ПФБК

Акциите на дружеството не отговарят на този критерий и съответно цената на затваряне не е взета под внимание при определяне на справедливата цена.

2.3.7. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

Методът на дисконтираните парични потоци отразява най-обстойно многообразието от фактори, влияещи върху оперативната дейност на компанията и взема предвид оперативната среда на дружеството (сектор, пазари, продукти, конкурентоспособност), текущото му финансово състояние, неговите инвестиционни потребности, макроикономическата рамка на държавите, в която оперира дружеството, както и общата ситуация на международните финансови пазари. Като недостатък на модела следва да се отбележи факта, че той се основава на предположения за бъдещото развитие на компанията, които биха могли да не се сбъднат, поради проявлението на различни фактори, които са във външен контрол на компанията. При все това, прогнозите за развитието на дружеството са направени след задълбочен анализ на инвестиционните планове на дружеството и на туристическия пазар, като обхвата на прогнозите включва оптимистичен и песимистичен сценарии за развитието на дружеството и на неговите финансови показатели. В тази връзка смятаме, че методът на дисконтираните парични потоци би трябвало да има по-високо тегло при определянето на справедливата цена на дружеството, като му даваме тегло от 60%.

Методът на нетната балансова стойност на активите има редица недостатъци, като това че счетоводната стойност на собствения капитал е слабо показателна за стойността на едно действащо предприятие каквото е „Албена“, това че балансовата стойност се влияе от възприетите счетоводни практики, и че балансовата стойност е също така силно повлияна от странични фактори като външни оценки за нетната реализируема стойност на активи в теоретични ситуации, инфлация, променящо се търсене и предлагане на активи и т.н. Въпреки това за компания с високо ниво на нетекущи активи този метод е широко използван в практиката, което му е дадено тегло от 40%.



41

