

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

на основание чл. 111, ал. 5 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа и във връзка с чл. 16а от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел

ОТПРАВЯ

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ОБРАТНО ИЗКУПУВАНЕ

ПРИ УСЛОВИЯТА И ПО РЕДА НА ТЪРГОВО ПРЕДЛАГАНЕ ПО ЧЛ. 149Б ОТ ЗППЦК

НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА

„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ISIN номер:	BG1100083077
Вид на акциите:	Обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност:	1 (един) лев
Брой акции обект на предложението:	650 000 броя
Предлагана цена на акция:	1.75 лева (един лев и седемдесет и пет стотинки)

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА	5
1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.....	5
1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ	5
1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ	5
1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ.....	5
1.5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ	6
1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО	6
1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ.....	7
1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА НЕ Е ОДОБРИЛА, НИТО Е ОТКАЗАЛА ОДОБРЕНИЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ И НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА И ПЪЛНОТАТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ОБОСНОВКАТА ДАННИ	7
1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ	7
1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА СЪЩЕСТВЕНА	7
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА	8
2.1. Основна информация за „ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ.....	8
2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО	8
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ.....	9
2.2.2. ВЗЕМАНИЯ	12
2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ.....	12
2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ	12
2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ	14
2.2.6. ХАРАКТЕРИСТИКА НА СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ (SWOT АНАЛИЗ)	16
2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО	16
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ	20
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ	21
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	21
4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ	21
4.1.2. ПРИХОДИ	24
4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	24
4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ	26
4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	26
4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ	27
4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)	31

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ	32
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	33
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ	34
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ.....	34
5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА	37
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	38
7. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА.....	39
8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	40
9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	41

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ

Цената, предложена от Предложителя е в размер на 1,75 лв. Цената е определена с решение на ОСА, проведено на 22.06.2020г. по предложение на Съвета на директорите на Дружеството. Следва да се има предвид, че в настоящата процедура е налице значителен период от време между представянето на Предложението като материал към дневния ред на ОСА, изготвянето на обосновка на справедливата цена и одобрението на Предложението, съответно на Обосновката от КФН. Затова СД е предпочел да предложи на ОСА такава цена, която да осигурява достатъчен буфер за последващи корекции в резултат на бележки на регулатора, така че да се минимизира необходимостта от корекция на предложената цена в каквато и да е посока от СД без да е налице санкция на ОСА.

Съгласно приетото по т. 3 от дневния ред на решение, Събранието възлага на членовете на Съвета на директорите и изпълнителния директор на дружеството да изготвят обосновка на цената на Предложението за обратно изкупуване на основание чл. 111, ал. 5 от ЗППЦК, във връзка с чл. 16а от ЗДСИЦ, при спазване на изискванията по ЗППЦК и Наредба № 41, като предложената цена по предложението регистрирано в КФН не може да бъде по-ниска от тази, представена на акционерите при приемане на проекта на предложението за обратно изкупуване.

На база на горното решение, СД няма правомощията да намали гласуваната от ОСА цена, независимо дали определената на база обосновката справедливата цена е по-ниска от нея.

1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Изчислената справедлива цена на акциите е в размер на 1,739 лв.

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

Таблица 1: Използвани методи за оценка на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	1.943 лв	60%
Нетна стойност на активите	1.432 лв	40%
Справедлива цена	1.739 лв	100%

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

1. 5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

Акциите на “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ, се търгуват на Алтернативен пазар (BaSe Market) организиран от „Българска фондова борса” АД (БФБ). За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на предложението (от 26 септември 2019 г. до 26 март 2020 г.) са изтъргувани 400 акции на дружеството на обща стойност 608 лева. Доколкото датата на обосновката съвпада с последната дата преди регистрацията на Предложението в КФН, то средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на обосновката съвпада със средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на регистрацията на Предложението в КФН.

При изчислението на средната претеглена цена на акциите на “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ за предходния 6-месечен период, са отчетени всички сделки с акциите на Дружеството.

Таблица 2: Данни за търговията с акциите на “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

Последна цена на затваряне на акциите – лв.	1.540
Брой изтъргувани акции	400
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на Обосновката – лв.	1.520
Най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя и от свързаните с него лица през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.	1.540

Източник: БФБ

1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО

Средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката, не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 650 000 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 65 броя акции.

Също така е необходимо през предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции за периода да са сключвани сделки с акции на дружеството през не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни е не по – малко от пет.

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Общият брой изтъргувани акции на "ТУРИН ИМОТИ" АДСИЦ за разглеждания период е 400 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 3.20 броя (изчислен на база 125 борсови сесии за периода). Следователно не е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 125 търговски сесии, акции на "ТУРИН ИМОТИ" АДСИЦ са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 2 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б”, б. „бб” от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на "ТУРИН ИМОТИ" АДСИЦ, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 при използване на методите, посочени по-горе в Таблица 1.

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

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на Дружеството от независим оценител. Съгласно изискванията на ЗДСИЦ е направена оценка от независим оценител на всеки от притежаваните от Дружеството недвижими имоти. На база на тези оценки, всички имоти на Дружеството към 31.12.2019г. са преоценени по справедлива стойност.

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

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

1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката е извършена към 27 март 2020 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Предложението.

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

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

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. Основна информация за „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ е акционерно дружество със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти, по смисъла на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел.

Дружеството е учредено на Учредително събрание, проведено на 15.06.2007 г., и е вписано в търговския регистър с Решение № 1 по ф.д. № 10692/2007 г. на СГС на 15.08.2007 г. Дружеството е учредено без срок. За осъществяване на дейността си дружеството притежава лиценз, издаден с Решение № 17-ДСИЦ/04.01.2008 г. от Комисията за финансов надзор.

Предметът на дейност на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ е: инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти (секюритизация на недвижими имоти) посредством покупка на право на собственост и други вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения, с цел предоставянето им за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда и продажбата им.

В съответствие с изискванията на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ е сключило Договор от 20.11.2008 г. с “Обслужващо дружество”- “РЕСТА СЪРВИЗ ЕНД МЕНИДЖМЪНТ” ООД относно обслужването на недвижимите му имоти (експлоатация, поддръжка, управление, извършването на подобрения), както и относно воденето и съхраняването на счетоводната му отчетност.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО

Дружеството притежава следните недвижими имоти:

- 1) магазин с площ 158.12 кв. м. и 11.33% идеални части от терена, находящ се в гр. София, ул. Неофит Рилски 35, УПИ Х10 със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **340 596 лв.**
- 2) 2 броя паркоместа по 35.85 кв. м. с обща площ от 71,70 кв. м. и 4,348% идеални части от терена находящ се в гр. София, ул. Неофит Рилски 35, УПИ Х10 със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **97 783 лв.**
- 3) поземлен имот с идентификатор 10450.67.47 по кадастралната карта и кадастрални регистри на гр. Велинград, общ. Велинград, обл. Пазарджик, с площ от 2413 кв. м., начин на трайно ползване: нива със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **12 834 лв.**
- 4) поземлен имот с идентификатор 10450.67.55 по кадастралната карта и кадастрални регистри на гр. Велинград, общ. Велинград, обл. Пазарджик, с площ от 3460 кв. м., начин на трайно ползване: друг вид земеделска земя със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **24 469 лв.**
- 5) поземлен имот с идентификатор 10450.67.45 по кадастралната карта и кадастрални регистри на гр. Велинград, общ. Велинград, обл. Пазарджик, с площ от 9 282 кв. м., начин

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

на трайно ползване: нива със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **65 322 лв.**

- 6) поземлен имот № 144038 по плана за земеразделяне на землището на с. Цалапица, местността “Гърбища”, с площ от 29,129 дка, пета категория на земята, с начин на трайно ползване: нива със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **55 710 лв.**
- 7) Поземлен имот № 144016 по плана за земеразделяне на землището на с. Цалапица, местността “Гърбища”, с площ от 9,899 дка , пета категория на земята, с начин на трайно ползване: нива със справедлива стойност съгласно актуална оценка на независим оценител **56 297 лв.**

Финансовата информация за „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, представена по-долу, включва данни за последните три финансови години, както и актуална финансова информация на базата на последния публикуван финансов отчет и е извлечена от годишните и междинните финансови отчети, изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти.

На 31.03.2020г. Дружеството е информирало обществеността, че поради извънредната епидемична обстановка в страната и свързаните с нея затруднения в дейността, то възнамерява да публикува годишния финансов отчет за отчетната 2019 г. в срок до един месец от отмяната на извънредното положение, но не по-късно от срока определен в Закон за мерките и действията по време на извънредното положение, обявено с решение на Народното събрание от 13 март 2020 г., а именно 31.07.2020 г.

Въпреки отмяната на извънредното положение на 13 май 2020г., основната част от ограничителните мерки, касаещи дистанционна работа и ограниченията за събиране на хора и спазването на дистанция в закрити помещения бяха запазени на база заповедите на здравния министър за извънредна епидемиологична обстановка. Всичко това не позволи на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ да изготви годишния отчет на Дружеството в пълния му обем, изискван съгласно нормативната уредба в първоначално предвидения срок до средата на май. Отчетът за 2020г. бе публикуван на 29.07.2020г., тоест преди изтичане на крайния срок, посочен в Закона за мерките и действията по време на извънредното положение.

Горепосоченото забавяне не се е отразило на данните и прогнозите, посочени в тази Обосновка, доколкото не са налице никакви съществени разлики между неаудитирания междинен отчет на Дружеството към 31.12.2019г. и аудитирания годишен финансов отчет към същата дата.

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Предвид основния предмет на дейност на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, дълготрайните активи представляват предимно инвестиционни имоти. Намалението им за разглеждания период се дължи на направените продажби на имоти (предимно сгради), както и на начислените обезценки на тези активи.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "ТУРИН ИМОТИ" АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 3: Активи на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

АКТИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	1 746	978	684	622
Инвестиционни имоти	1 746	978	684	622
Земи	658	182	182	215
Сгради с прилежащ терен	1 088	796	502	407
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	116	438	380	329
Стоки	110	110	-	-
Търговски и други краткосрочни вземания	4	9	49	7
Парични средства и парични еквиваленти	2	319	331	322
ОБЩО АКТИВИ	1 862	1 416	1 064	951

Готовите инвестиционни имоти са представени във финансовия отчет по справедлива стойност. В стойността на имотите са включени и всички трайно прикрепени друг тип дълготрайни активи, без които съответният имот не би могъл да осъществява предназначението си.

Инвестиционните имоти под строителство са представят във финансовия отчет по историческа цена на придобиване (себестойност), намалена със загубите от обезценка.

Инвестиционните имоти не се амортизират.

При първоначалното си придобиване имотите се оценяват по цена на придобиване (себестойност), която включва покупната цена и всички преки разходи, необходими за привеждане на имота като актив в работно състояние. Преките разходи са: разходи за подготовка на обекта, разходи за първоначална покупка и/или изграждане, разходи за хонорари на лица, свързани с проекта по изграждането на имота, невъзстановяеми такси и данъци и др.

Покупната цена на всеки имот предварително, преди сделката, се подкрепя от оценка на независим лицензиран оценител.

След първоначално признаване инвестиционните имоти (с изключение на имотите под строителство) се оценяват и отчитат по справедлива стойност. Справедливата стойност се определя към датата на всеки отчет, на база пазарни цени на активен пазар на имотите и/или пазарни нива на наеми, възможни за генериране от тях, с корекции за отразяване на всякакви специфични особености в естеството, местонахождението и състоянието на имота, и респ. промените, тенденциите и спецификите на пазара. При отсъствието на текущи цени на активен пазар дружеството използва алтернативни оценъчни методи на основата на скорошни цени на други подобни имоти на по-малко активни пазари или прогнози на дисконтирани парични потоци на очаквани доходи от имотите. Оценка на справедливата стойност на имотите всяка година се правят със съдействието на независим оценител.

Справедливата стойност на инвестиционните имоти отразява, наред с други фактори и пазарни ценови равнища, обичайните равнища на доходите от наеми на настоящи лизингови договори и предположенията относно доходите от наеми на бъдещи лизингови договори, в светлината на тенденциите на пазарните условия. Справедливата стойност на имотите също така отразява на съпоставима база, и всички изходящи парични потоци, които могат да се очакват по отношение на съответния имот. Някои от тези изходящи парични потоци може

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

вече да са отразени в пасива на отчета за финансовото състояние (задължения по имоти на финансов лизинг), а други (условни наеми) – може да се признаят на по-късна дата.

Ефектите от преоценката до справедлива стойност се третират и представят в състава на основните приходи/разходи от дейността.

Инвестиционните имоти се отписват от отчета за финансовото състояние, когато се извадят трайно от употреба и не се очакват от тях бъдещи стопански изгоди или се продадат. Печалбите или загубите от продажби на отделни активи от групата на “инвестиционните имоти” се определят чрез сравняването на приходите от продажбата и балансовата стойност на актива към датата на продажбата. Себестойността на продадените инвестиционни имоти се посочва на лицевата страна на отчета за всеобхватния доход.

Част от имотите на Дружеството, планирани за незабавна продажба в рамките на отчетния период са представени в баланса към 31.12.2016 и 31.12.2017 г. като „Стоки“. Доколкото паричните потоци от продажба на инвестиционни имоти надхвърлят тези от покупка, то стойността на паричните средства на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ нараства през целия разглеждан период.

Таблица 4: Собствен капитал и пасиви на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

ПАСИВИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	928	1 337	991	931
Основен капитал	650	650	650	650
Резерви	347	347	347	347
Непокрита загуба	0	-69	0	-6
Текуща печалба/загуба	-69	409	-6	-60
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	934	79	73	20
Текущи задължения	934	79	73	20
<u>в т. ч. задължения към свързани лица</u>	28	-	-	-
<u>в т. ч. търговски задължения</u>	71	73	4	12
<u>в т. ч. задължения към акционерите</u>	828	-	6	-
<u>в т. ч. задължения към персонала и за осигуровки</u>	-	-	-	-
<u>в т. ч. данъчни задължения</u>	1	-	55	1
<u>в т. ч. други</u>	6	6	8	7
ОБЩО ПАСИВИ	934	79	73	20
СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	1 862	1 416	1 064	951

За разглеждания период регистрираният акционерен капитал на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ възлиза на 650 000 лв., разпределен в 650 000 бр. обикновени поименни безналични акции с право на глас с номинална стойност на акция 1 лв.

Законовите резерви в размер на общо 347 хил. лв. представляват Фонд Резервен по смисъла на Търговския закон и Закона за дружествата със специална инвестиционна цел. Те включват премия от емисия, формирана в резултат на първото увеличение на капитала на дружеството в размер на 2 хил. лв., суми от разпределение на печалба от предходни години в размер на 238 хил. лв. и 107 хил. лв., разпределени от печалбата за 2015г., съгласно решение на Общото събрание на акционерите на дружеството.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ финансира основно дейността си със собствени средства, като Дружеството няма лихвоносни задължения и други дългосрочни пасиви.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията на Дружеството са с незначителна стойност и включват основно дължимите, но неплатени към края на периода приходи от наеми. Изключение се наблюдава единствено през 2017г., когато стойността на тези вземания е по-значителна във връзка с извършената продажба на имот, чиято пълна продажна цена не е платена до края на отчетния период.

2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ

Пасивите на Дружеството включват основно текущи задължения (към доставчици и клиенти, свързани лица, персонал, социалното осигуряване, данъчни и други задължения).

Таблица 5: Задължения на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ТЕКУЩИ ПАСИВИ	934	79	73	20
Текущи задължения	934	79	73	20
<u>в т. ч. задължения към свързани лица</u>	28	-	-	-
<u>в т. ч. търговски задължения</u>	71	73	4	12
<u>в т. ч. задължения към акционерите</u>	828	-	6	-
<u>в т. ч. задължения към персонала и за осигуровки</u>	-	-	-	-
<u>в т. ч. данъчни задължения</u>	1	-	55	1
<u>в т. ч. други</u>	6	6	8	7
ОБЩО ПАСИВИ	934	79	73	20

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

2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Обичайните приходи на Дружеството са от отдаване под наем и продажба на инвестиционни имоти.

Приходите в дружеството се признават, когато контролът върху обещаните в *договора с клиента* имоти, стоки и/или услуги се прехвърли на клиента. Контролът се прехвърля на клиента при удовлетворяване на задълженията за изпълнение по договора чрез прехвърляне на обещаните имоти, стоки и/или предоставяне на обещаните услуги.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 6: Приходи от продажби на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ПРИХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q
ПРИХОДИ НАЕМИ	54	54	51	53
годишно изменение	-	0.00%	-5.56%	3.92%
ПРИХОДИ ПРОДАЖБИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ	426	1 166	306	94
годишно изменение	-	173.71%	-73.76%	-
ДРУГИ ПРИХОДИ	10	8	86	1
годишно изменение	-	-	975.00%	-98.84%
ОБЩО ПРИХОДИ	490	1 228	443	148
годишно изменение	-	150.61%	-63.93%	-

Приходите от наеми се признават във времето на предоставяне на договорните права за ползване на имота.

Оценките за приходите, разходите и/или степента на напредък към пълно удовлетворяване на задълженията се преразглежда в края на всеки отчетен период, вкл. при промяна на обстоятелствата и/или настъпване на нови такива. Всяко последващо увеличение или намаление на очакваните приходи и/или разходи се отразява в печалбата или загубата в периода, в който обстоятелствата, довели до преразглеждането, станат известни на ръководството.

Дружеството е направило анализ и е определило, че продължителността на срока между момента, в който клиента плаща за обещаните и/или получени имоти, стоки/или услуги и момента на прехвърляне на контрола върху тези имоти, стоки и/или услуги е в рамките на дванадесет месеца и договореното възнаграждение няма съществен компонент на финансиране. Събраните авансово плащания от клиента се представят в отчета за финансовото състояние като пасиви по договори с клиенти.

Дружеството е притежавало трафопост, държан за продажба, който продава във финансовия период на 2018г., а приходите от продажбата му са отчетени като приходи от продажби на стоки. При продажбата контролът върху стоката се прехвърли към клиента в точно определен времеви момент, което е при сключване на договор за покупко-продажба на съоръжения за присъединяване и клиентът може да се разпорежда с продадените стоки като управлява употребата и получава по същество всички останали ползи.

Таблица 7: Оперативни разходи на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q
Приходи	490	1 228	443	148
годишно изменение	-	0.00%	-5.56%	3.92%
Разходи за материали	2	1	-	-
годишно изменение	-	-50.00%	-100.00%	
дял от продажбите	0.41%	0.08%	0.00%	0.00%
Разходи за външни услуги и други разходи	56	33	37	29
годишно изменение	-	-41.07%	12.12%	-21.62%
дял от продажбите	11.43%	2.69%	8.35%	19.59%

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	7	7	7	7
<i>годишно изменение</i>	-	0.00%	0.00%	0.00%
<i>дял от продажбите</i>	1.43%	0.57%	1.58%	4.73%
Разходи за обезценка	7	9	0	77
<i>годишно изменение</i>	-	28.57%	-100.00%	
<i>дял от продажбите</i>	1.43%	0.73%	0.00%	52.03%
Отчетна стойност на продадените инвестиционни имоти	486	768	294	95
<i>годишно изменение</i>	-	58.02%	-61.72%	-67.69%
<i>дял от продажбите</i>	99.18%	62.54%	66.37%	64.19%
Балансова стойност на продадените стоки	-	-	110	-
<i>годишно изменение</i>	-			-100.00%
<i>дял от продажбите</i>	0.00%	0.00%	24.83%	0.00%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	558	818	448	208

През разглеждания период разходите на Дружеството включват основно разходи за материали, външни услуги и други разходи, разходи за персонал и отчетна стойност на продадените инвестиционни имоти/стоки. С изключение на печалбите/загубите от сделки с имоти, останалите са сравнително постоянни в рамките на периода.

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани неконсолидирани финансови отчети за 2016, 2017 и 2018 г. и междинните неодитирани неконсолидирани финансови отчети към 31 декември 2019 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. Предложителят смята, че не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от него или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 8: Систематизирана финансова информация за „ТУРИН ИМОТИ” АД СИЦ

Финансови данни и коефициенти (неконсолидирана база)	2016	2017	2018	2019-4Q
1. Данни от отчета за доходите (ТТМ):				
1.1. нетни приходи от продажби;	490	1,228	443	148
1.2. оперативни разходи;	558	818	448	208
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА) (=1.1. - 1.2.)	-68	410	-5	-60
1.4. разходи за амортизация	-	-	-	-
1.5 печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.- 1.4.)	-68	410	-5	-60
1.6. финансови приходи;	-	-	-	-
1.7. финансови разходи;	1	1	1	-
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.-1.7.)	-69	409	-6	-60
1.9. данъци;	-	-	-	-
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	-69	409	-6	-60
2. Данни от счетоводния баланс:				
2.1. парични средства;	2	319	331	322
2.2. краткосрочни финансови активи;	-	-	-	-
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	4	9	49	7
2.4. материални запаси;	-	-	-	-
2.5. краткосрочни задължения	934	79	73	20
2.6. краткосрочен дълг	-	-	-	-
2.7. дългосрочен дълг	-	-	-	-
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	-930	-70	-24	-13
2.9. обща стойност на активите;	1,862	1,416	1,064	951
2.10. обща стойност на пасивите;	934	79	73	20
2.11. обща стойност на собствения капитал;	928	1,337	991	931
2.12. брой акции	650,000	650,000	650,000	650,000
3. Финансови коефициенти				
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	-7.44%	30.59%	-0.61%	-6.44%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5./2.9.)	-3.65%	28.95%	-0.47%	-6.31%
3.3. маржин преди данъци; (=1.8. / 1.1.)	-14.08%	33.31%	-1.35%	-40.54%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	-14.08%	33.31%	-1.35%	-40.54%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	-7.28%	518.99%	-6.85%	-300.00%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.01	4.15	5.21	16.45
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.01	4.15	5.21	16.45
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.26	0.87	0.42	0.16
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	122.50	136.44	9.04	21.14
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	1.428 лв	2.057 лв	1.525 лв	1.432 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	-0.106 лв	0.629 лв	-0.009 лв	-0.092 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	0.754 лв	1.889 лв	0.682 лв	0.228 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0.00	1.20	0.00	0.00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0.00%	83.10%	0.00%	0.00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100.00%	16.90%	100.00%	100.00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0.00 лв	0.5227 лв	0.00 лв	0.00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;	-	-23.95%	-24.86%	-10.62%
3.18. Темп на растеж на продажбите;	-	150.61%	-63.93%	-66.59%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;	-	-	-	-
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	2.01	1.06	1.07	1.02
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0.00	0.00	0.00	0.00
3.22. заеман/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.00	0.00	0.00	0.00
3.23. цена на затваряне*	п.а.	п.а.	п.а.	1.500 лв
към дата	-	-	-	10/28/2019
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	-	-	-	-16.30
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. /3.10.)	-	-	-	1.05
3.26. коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	-	-	-	6.58

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

2.2.6. ХАРАКТЕРИСТИКА НА СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ (SWOT АНАЛИЗ)

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Дългогодишни договори за наем	Увеличаване на портфейла от имоти
Липса на задлъжнялост	Използване на ефекта на финансовия лост
	Подобряваща се пазарна конюнктура
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Ниска ликвидност	Навлизане на нови конкуренти с големи парични възможности
Не особена разпознаваемост на дружеството	Слабо икономическо възстановяване в страната и намаляващи чуждестранни инвестиции
Липса на имоти, които носят висок текущ доход	Недоверие на инвеститорите

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

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

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

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

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж в посока надолу са основно по линия на външното търсене. Растежът на европейската икономика може да се забави повече от очакваното в резултат на фактори като несигурността, свързана с предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, по-неблагоприятни условията за финансиране в глобален мащаб, засилването на протекционистичните политики в някои страни, най-вече в САЩ,

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

нарастването на геополитическото напрежение и по-силното от очакваното забавяне на китайската икономика. По-слабата икономическа активност на основните ни търговски партньори от ЕС би имало негативно влияние не само върху износа на България, но и върху вътрешното търсене, както чрез ограничаване на ръста на потреблението, така и чрез по-слаба инвестиционна активност.

Коефициентът на безработица се понижи до 4.7% през четвъртото тримесечие на 2018 г., което бе под исторически най-ниските нива на показателя, реализирани в края на 2008 г. Тази тенденция е съпроводена с понижение на коефициента на икономическата активност на населението в трудоспособна възраст (15 г. - 64 г.), но неговата стойност от 71.1% остава на едно от исторически най-високите си равнища. Нивото на участие на населението в работната сила, според възрастовия профил показва понижение при по-младите възрастови групи (15 г. - 24 г. и 25 г.- 34 г.), както и при групата 35 г. - 44 г., и повишение при възрастните работници над 55 г. Тези процеси са обективно отражение на демографските тенденции – намалението на входящите потоци в работната сила при младите възрастови групи и повишението при по-високите възрасти, поради застаряване на населението и провежданите политики за по-дълго оставане на пазара на труда. Подкрепен от увеличението на заетостта сред хората в по-зряла възраст (45 г. - 54 г.) и възрастните работници (над 55 г.), общият коефициент на заетост (15 г. - 64 г.) продължава да нараства и достига 67.7% - исторически най-високата стойност на показателя към края на годината.

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

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

Забавянето на растежа на доходите от труд през периода отразява и по-високото търсене на труд сред лицата със средна и ниска квалификация в услугите. Номиналното нарастване на показателя в търговията се забавя до 0.9% на годишна база, а при недвижимите имоти е

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

отбелязан спад от 6.9%. За разлика от тях, част от дейностите в икономиката се характеризират със съществено нарастване на средната заплата в т.ч. създаване и разпространение на информация (13.9%), добивна промишленост (10.4%), преработваща промишленост (9.1%), хотели и ресторанти (9%). Продължаващото нарастване на годишна база на цените допринася за забавянето на реалния растеж на средната работна заплата - до 3.8% на годишна база.

В условията на ускорен растеж на производителността на труда и нарастване на цените в страната, компенсацията на един нает ще се повиши до 8.4% през 2019 г. Заедно със заложените увеличения на заплатите в сектор образование, както и нарастването на минималната работна заплата, положителен принос се очаква и по линия на планираните допълнителни разходи за труд в бюджетната сфера. След 2019 г. динамиката на компенсацията на един нает ще се забави и ще достигне до ниво от около 6.4% през 2021 г. Както и в предходната прогноза, с очакванията за по-бавно нарастване на наетите лица темпът на нарастването на доходите от труд ще се забави. Освен това, ефектът от повишението на социално-осигурителните вноски върху нарастването на компенсацията на един нает също се очаква да отслабва. По-нисък принос се планира и по линия на публичния сектор.

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

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

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

Очакването е инфлацията за 2019 г да е около 2.6%. Базисната инфлация ще има основен принос за нарастването на общия индекс поради очакванията за стабилно нарастване на

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

Част II – Обосновка на предлаганата цена

вътрешното търсене, докато влиянието на международните цени ще бъде минимално поради слабото им очаквано изменение през следващата година.

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

Таблица 9: Основни макроикономически показатели за България за периода 2016 г. – 2021 г.

Индикатор	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.2	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	1.9	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7
Валутен курс USD/EUR	1.11	1.13	1.19	1.16	1.16	1.16
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	44.0	54.4	71.5	70.8	67.7	65.0
БВП, млн. лв.	94,130	101,043	108,141	116,412	124,627	132,884
БВП, реален ръст (%)	3.9	3.8	3.6	3.7	3.5	3.5
Заетост, ръст в %	0.5	1.8	0.6	0.3	0.2	0.0
Безработица (% от работната сила)	7.6	6.2	5.4	4.8	4.3	4.0
Компенсации на един нает, ръст %	5.8	10.5	6.6	8.4	6.7	6.4
Дефлатор на БВП, %	2.2	3.4	3.3	3.8	3.4	3.0
Инфлация, средногодишна (%)	-1.3	1.2	2.7	3.0	2.5	2.3
Текуща сметка (% от БВП)	2.5	6.4	2.9	0.9	0.4	-0.3
Търговски баланс (% от БВП)	-2.0	-1.5	-4.1	-6.1	-6.2	-6.9
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5
Паричен показател МЗ, ръст в %	7.6	7.7	8.1	8.2	8.3	8.3
Кредити за фирми, ръст в %	1.6	3.8	6,3	6,9	7.4	7.8
Кредити за домакинства, ръст в %	2.0	6.1	9.6	5.4	6.1	6.4

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

Източник: Министерство на финансите (МФ)

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

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

При определяне методите за оценка на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ са приложени следните критерии:

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

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ:

1. Метод на дисконтираните парични потоци, при използване на е модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2020 г. – 2025 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.

2. Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван междинен неконсолидиран финансов отчет на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ към 31.12.2019 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството.

4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

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

Крайните стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая, каквато е и практиката за котиране на цени на БФБ.

4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на стойността на парите във времето. Оценъчният метод на базата на стойността на парите във времето е принципен начин за определяне стойността на едно дружество чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци.

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

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

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

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

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

където:

$FCFF_i$ - нетни парични потоци на дружеството,

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

A_i - разходи за амортизация,

I_i - инвестиции в дълготрайни активи,

NWC_i - изменение в нетния оборотен капитал.

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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

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

където:

V_0 – настоящата стойност на оценяваното предприятие,

$FCFF_i$ – бъдещ нетен паричен от дейността на Дружеството,

P_n – терминална стойност,

$WACC_i$ – норма на дисконтиране (среднопретеглена цена на капитала),

i – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

Забележка: доколкото „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ не използва привлечен капитал, съответно няма парични потоци, свързани с дългово финансиране и не възнамерява да използва привлечен капитал и в прогнозния период, възниква въпросът дали в конкретния случай не е по-коректно да се използва моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал съгласно Приложение 1 към Наредба 41. Нашето мнение е, че това не е така, поради следните причини:

1. По отношение на прогнозните стойности на нетните парични потоци, при използването на двата модела се получават идентични резултати, което се вижда от показаните по-долу формули:

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

$$FCFE_i = NI_i + A_i - I_i \pm NWC_i \pm ND_i,$$

където:

$FCFE_i$ - нетни парични потоци на собствения капитал,

NI_i - печалба след финансови и извънредни операции и след данъци (нетна печалба)

ND_i – нетно изменение на привлечения капитал (дълга).

Доколкото Дружеството няма да използва дългово финансиране през прогнозния период, то няма да отчита финансови разходи, то в конкретния случай няма да има разлика между NOPLAT и NI за нито един от периодите, а стойността на ND ще е нулев за всеки един от периодите. При тези параметри, стойностите на FCFF и FCFE са еднакви във всеки един от прогнозните периоди, както и в следпрогнозния (терминалния период).

2. По отношение на дисконтовия фактор, при използването на двата модела се получават идентични резултати, което се вижда от показаните по-долу формули:

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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

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

$$V_{FCFE} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+R_{Ei})^i} + \frac{P_n}{(1+R_{En})^n}$$

При използване на модела на нетни парични потоци на собствения капитал, нетните парични потоци се дисконтират с цената на собствения капитал, докато при модела на нетните парични потоци на дружеството – със среднопретеглената цена на капитала. Но в конкретния случай, доколкото делът на финансиране с привлечен капитал е нулев, то съгласно горепосочената формула среднопретеглената цена на капитала е равна на цената на собствения капитал, тоест дисконтовите фактори в конкретния случай са еднакви и при двата модела.

3. Разликата между справедливата стойност на една акция по двата модела в конкретния случай се съдържа в дефиницията на чл. 9 от Наредба 41, където се казва, че за определяне на крайната стойност според модела на нетните парични потоци на дружеството, стойността, получена по горепосочените формули, се увеличава/намалва с нетната стойност на дълга на Дружеството. Под „нетна стойност на дълга“ се разбира стойността на дълга, намалена със стойността на паричните средства на Дружеството. При използването на модела на нетните парични потоци на собствения капитал подобна корекция не се извършва.

В случая с „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, нетната стойност на дълга е положителна и включва притежаваните от Дружеството парични средства, които към 31.12.2019 г. са в размер на 322 хил. лв. Посочената стойност представлява значителен дял от крайната оценка на Дружеството и по наше мнение нейното неотчитане (което би се случило ако се използва модела на FCFE) би изкривило значително крайната оценка на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, съответно на неговите акции. Изчисленията показват, че стойността на една акция по метода на ДНПП при изключване на стойността на паричните средства ще бъде 1.448 лв. за една акция или почти с 35% по-ниско от стойността, получена по метода с отчитане на тази стойност. За да се избегне подобно, неоснователно според нас изкривяване, нашата преценка е, че в съответствие с Наредбата е по-коректно да се използва модела FCFE, доколкото той позволява отчитане на стойността на паричните средства при равни други условия с FCFE.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

4.1.2. ПРИХОДИ

Историческа и прогнозна информация за приходите от продажби на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ е представена в таблицата по-долу:

Таблица 10: Приходи на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ за периода 2016 г. –2024 г.

ПРИХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ПРИХОДИ НАЕМИ	54	54	51	53	55	56	58	60	61	62
годишно изменение	-	0.00%	-5.56%	3.92%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%
ПРИХОДИ ПРОДАЖБИ ИНВЕСТИЦИОННИ ИМОТИ	426	1,166	306	94	-	-	-	-	-	-
годишно изменение	-	173.71%	-73.76%	-	-	-	-	-	-	-
ДРУГИ ПРИХОДИ	10	8	86	1	-	-	-	-	-	-
годишно изменение	-	-	975.00%	-98.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОБЩО ПРИХОДИ	490	1,228	443	148	55	56	58	60	61	62
годишно изменение	-	150.61%	-63.93%	-	-87.68%	3.00%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%

За разглеждания исторически период, „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ има приходи почти изцяло само от продажби и наеми на инвестиционни имоти.

Приходите от наеми включват Предоставяните от дружеството имоти под наем към датата на обосновката включват магазин находящ се в гр. София, ул. Неофит Рилски №35. За прогнозния период е заложено, че наема от този обект ще нараства с 2,6% средногодишно, което надхвърля с малко очаквания процент на инфлацията.

В прогнозния период не са заложени приходи от продажби на инвестиционни имоти поради заявеното намерение от мениджмънта и основните акционери да не продават такива, както и поради значителната сложност и субективност на подобна прогноза. Поради същата причина не са заложени и печалби/загуби от преоценка на инвестиционните имоти.

Другите приходи имат непостоянен и незначителен характер и съответно такива не са заложени в прогнозния период.

Заложения темпове на растеж са прогнозиран на база отчетените такива за периода 2016 г. – 2019 г., както и очакванията на Дружеството. Средногодишния ръст на продажбите за прогнозния период е 2,8%, а конкретните разчети са представени в Таблица 10.

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ

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

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 11: Оперативни разходи на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ за периода 2016 г. –2025 г.

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ /в хил. лв./	2016	2017	2018	2019-4Q	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Приходи	54	1 220	443	148	55	56	58	60	61	62
<i>годишно изменение</i>	-	0.00%	-5.56%	3.92%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%
Разходи за материали	-	1	-	-	0	0	0	0	0	0
<i>годишно изменение</i>	-		-100.00%							
<i>дял от продажбите</i>	0.00%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Разходи за външни услуги и други разходи	63	42	37	29	31	33	35	37	38	39
<i>годишно изменение</i>	-	-33.33%	-11.90%	-21.62%	7.00%	7.00%	5.00%	5.00%	2.00%	2.00%
<i>дял от продажбите</i>	116.67%	3.44%	8.35%	19.59%	56.79%	58.69%	60.43%	62.03%	62.45%	62.84%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	7	7	7	7	7	8	9	9	10	10
<i>годишно изменение</i>	-	0.00%	0.00%	0.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	5.00%	5.00%
<i>дял от продажбите</i>	12.96%	0.57%	1.58%	4.73%	13.72%	14.25%	14.81%	15.38%	15.83%	16.30%
Разходи за обезценка	-10	-8	0	77	-	-	-	-	-	-
<i>годишно изменение</i>	-	-20.00%	-100.00%							
<i>дял от продажбите</i>	-18.52%	-0.66%	0.00%	52.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Отчетна стойност на продадените инв. имоти	486	768	294	95	-	-	-	-	-	-
<i>годишно изменение</i>	-	58.02%	-61.72%	-67.69%	-100.00%					
<i>дял от продажбите</i>	900.00%	62.95%	66.37%	64.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Балансова стойност на продадените стоки	-	-	110	-	-	-	-	-	-	-
<i>годишно изменение</i>	-			-100.00%	-100.00%					
<i>дял от продажбите</i>	0.00%	0.00%	24.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	546	810	448	208	38	41	44	46	48	49
<i>годишно изменение</i>	-	48.35%	-44.69%		-91.41%	6.56%	6.24%	5.97%	3.16%	3.11%
<i>дял от продажбите</i>	1011.11%	66.39%	101.13%	140.54%	70.51%	72.94%	75.24%	77.41%	78.29%	79.14%

Темповете на промяна на основните групи разходи (за външни услуги и други разходи и разходи за персонал) са прогнозирани като темп на нарастване спрямо историческите данни за периода 2016 г. – 2019 г., както и на база очакванията на мениджмънта на Дружеството.

Сред разходите за външни услуги най-сериозен дял имат разходите за обслужващото дружество, както и разходите, свързани с публичния статут на дружеството (одит, такси и т.н.). Предвижда се тези разходи да нарастват с 4,7% средногодишно за прогнозния период. Първоначалната стойност на този ръст (7%) се базира на данните за очакваните разходи за външни услуги за 2020-2021г. Впоследствие, в прогнозния период е заложена известна оптимизация, свързана с евентуалния отказ от лиценз и свързаното с това намаляване на разходите.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки, са прогнозирани на база отчетените такива към 31.12.2019 г. и очакванията за развитие на Дружеството. Заложеният среден ръст на възнагражденията ще се движи сравнително успоредно с ръста на приходите, но реалния ръст на нетните разходи за един зает се очаква да е по-висок, вследствие на очаквания по-висок среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Ефектът от повишаването

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да се движи в съответствие с ръста на продажбите.

Доколкото инвестиционните имоти се преоценяват по справедлива стойност, то за тях не се начислява амортизация, а само разходи за обезценка. Доколкото техният размер се определя на база на конкретна оценка на всеки имот към съответната дата, то с цел предпазливост такива не са заложи.

Доколкото, както е посочено в т. 4.1.2 по-горе, не се залагат приходи от продажба на инвестиционни имоти, то съответно не е заложен и кореспондиращия разход под формата на „балансова стойност на имотите“.

Въпреки че в момента на основание чл. 175 от ЗДСИЦ, Дружеството е освободено от „данък печалба“ в качеството му на акционерно дружество със специална инвестиционна цел, в прогнозния период е заложен разход за данък печалба, като е направено допускането, че в изпълнението на решението на ОСА, то ще се откаже от лиценза си като АДСИЦ и ще продължи дейността си като обикновено акционерно дружество.

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОТИЗАЦИЯ

При първоначалното си придобиване имотите се оценяват по цена на придобиване (себестойност), която включва покупната цена и всички преки разходи, необходими за привеждане на имота като актив в работно състояние. След първоначално признаване инвестиционните имоти (с изключение на имотите под строителство) се оценяват и отчитат по справедлива стойност. Инвестиционните имоти не се амортизират.

В рамките на прогнозния период не са заложи и нови придобивания на инвестиционни имоти.

4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

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

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

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

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

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “ТУРИН ИМОТИ” АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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

Плановите на Предложителя са размерът на оборотния капитал в рамките на прогнозния период да се запази неизменен като дял от продажбите при относително константни относителни стойности спрямо продажбите на всички негови компоненти.

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

Таблица 12: Нетен оборотен капитал за периода 2016 г. – 2025 г. (в хил. лв.)

Нетен оборотен капитал (НОК)	2016	2017	2018	2019-4Q	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Материални запаси	110	110	0	0	0	0	0	0	0	0
% от продажбите	203.70%	9.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<i>годишно изменение</i>	-	-95.57%	-	-	-	-	-	-	-	-
Вземания	4	9	49	7	5	6	6	6	6	6
% от продажбите	7.41%	0.74%	11.06%	4.73%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<i>годишно изменение</i>	-	-90.04%	1399.37%	-57.24%	111.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Задължения	934	79	73	20	16	17	17	17	17	17
% от продажбите	1729.63%	6.48%	16.48%	13.51%	30.00%	30.00%	30.00%	29.00%	28.00%	28.00%
<i>годишно изменение</i>	-	-99.63%	154.48%	-17.99%	122.00%	0.00%	0.00%	-3.33%	-3.45%	0.00%
Нетен оборотен капитал (НОК)	-820	40	-24	-13	-11	-11	-11	-11	-11	-11
% от продажбите	-1518.52%	3.28%	-5.42%	-8.78%	-20.15%	-19.56%	-18.99%	-18.44%	-18.08%	-17.72%
<i>годишно изменение</i>	-	-100.22%	-265.24%	62.13%	129.40%	-2.91%	-2.91%	-2.91%	-1.96%	-1.96%
Промяна НОК	-	860	-64	11	2	0	0	0	0	0

По отношение на вземанията и задълженията е заложено тяхното запазване като дял от приходите. Тази прогноза отчита, че размерът на вземанията към 31.12.2019 г., спрямо приходите, е нормален за обичайната търговска дейност на Дружеството. Не се очаква нарастване нито на вземанията, нито на задълженията с темп, по-висок от този на растежа на продажбите.

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

4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор /коэффициент/ r се използва като мярка за възвращаемостта, която съответният инвеститор би търсил при съответно ниво на риск. За определяне на подходящ дисконтов фактор обикновено се използва изискваната възвращаемост на инвестиция с

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

подобни характеристики и сравнимо ниво на риск. При използването на непрекия метод за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на средно претеглената цена на капитала на дружеството /WACC/ - цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Формулата за средно претеглената цена на капитала е следната:

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

където:

R_E - цена на собствения капитал;

R_D - цена на привлечения капитал;

E - стойност на собствения капитал;

D - стойност на привлечения капитал;

$V = E + D$;

E/V - дял на собствения капитал;

D/V - дял на привлечения капитал;

T_c - корпоративна данъчна ставка.

Анализът на счетоводния баланс на Дружеството показва, че то финансира дейността си изцяло посредством елементите на собствения капитал /акционерен капитал и реализирана печалба/, без да използва заеми /привлечен капитал/.

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

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

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

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

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

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

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвращаемост;

β – „бета“;

R_g – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

R_b – премия за риска на съответната държава.

За целите на оценката, като безрискова норма на възвращаемост е използвана доходността на германските дългосрочни десетгодишни BUNDS (GTDEM10Y:GOV), публикувана в Bloomberg към датата на обосновката, които отговарят на изискването да не носят кредитен и реинвестиционен риск, като същевременно доходността им се определя от общото лихвено ниво в Еврозоната.

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

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

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

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

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

На база на горепосоченото, използваната стойност на премията за март е 5.77%.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (какъвто е рейтинга на България според Moody’s) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към януари 2018 г. сочат, че този спред е в размер на 215 б.т. (2.15%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет държавни ценни книжа с рейтинг Ваа2. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 188 б.т. (1.88%).

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

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

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „АДСИЦ, опериращи в сектора „недвижими имоти“ (R.E.I.T.) относно дружества от Европа, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.36. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като Дружеството се финансира изцяло със собствен капитал, то не е налице допълнителен финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга и не са необходими допълнителни корекции на бездълговата (unlevered) „бета“.

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

Таблица 13: Цена на собствения капитал на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

Показател	Стойност
Безрискова доходност	-0.32%
Рискова премия за развит пазар	5.81%
Премия за странови риск	1.88%
Сектор	R.E.I.T.
Бета без дълг	0.36
Цена на собствения капитал	3.65%

ЧАСТ II – ОБСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Като краен резултат е получена цена на собствения капитал в размер на 3.65%. Тази стойност е използвана като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на Дружеството.

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

$$D = \frac{I}{(1+r)^i}$$

където:

D – дисконтов фактор за съответния прогнозен период,

r – норма на дисконтиране,

i – степенен фактор.

Степенния фактор се определя като частно на броя дни между датата на оценката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366).

Пример: За първия прогнозен период броя дни между датата на обосновката (26.06.2020г) и края на първия прогнозен период (31.12.2020г) е 188, съответно частното между 188 и 366 (броя дни за 2020 г), закръглено до 6 знак е 0.513661. Аналогично за втория прогнозен период степенния фактор е 1.512996, за третия - 2.512774, за четвъртия - 3.512663, за петия - 4.512863 и за шестия - 5.512774.

Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (G)

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

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

където:

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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

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

Съгласно една от най-авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОЕСД) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСД до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж за периода 2023 г. - 2060 г. е 1,8% средногодишно.

Към този процент е добавена и надбавка от 0,6% заради очаквания по-висок ръст на българската икономика в процеса на конвергенция, като така прогнозите са, че тя ще расте със 33% по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2023-2050 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и във връзка с това очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии

Така получената стойност от 2,4% е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период при разглеждания сценарий.

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез прилагането на стандартната процедура за дисконтиране на бъдещи приходи се получава стойността на търговската дейност на Дружеството към датата на обосновката. Към получената сума е прибавена сумата на паричните средства към 31.12.2019г.

Подробни разчети са представени в таблицата по-долу.

Таблица 14: Крайна оценка на стойността на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АД СИЦ

Крайна оценка по метода на дисконтираните парични потоци (хил. лв.)	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
ЕБИТ	17	16	15	15	14	14
Данъци	0	2	2	1	1	1
NOPLAT (ЕБИТ след данъци)	17	14	13	14	13	13
Нетен оборотен капитал (НОК)	0	0	0	0	0	0
Нетни парични потоци	17	14	13	14	13	13
Дисконтов фактор	0.981754	0.947204	0.913856	0.881679	0.850624	0.820673
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	16	13	12	12	11	11
Настояща стойност на ДНПП	75					
Терминална стойност	866					
ДНПП към датата на оценката	941					
Парични средства към 31.12.2019г.	322					
Стойност за акционерите (лв.)	1,263,000					
Брой акции в обращение	650,000					
Стойност на една акция (лв.)	1.943 лв					

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

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

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

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

За определянето на цената на една акция на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ по този метод са използвани данни от последния публикуван счетоводен отчет за четвъртото тримесечие на 2019 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции в обращение към тази дата са 650 000 броя.

По отношение на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Таблица 15: Оценка на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ по метода на нетна стойност на активите

Оценка по метода на нетната стойност на активите (хил. лв.)	Стойност
Сума на активите	951
Сума на дългосрочните задължения	0
Сума на краткосрочните задължения	20
Нетна стойност на активите	931
Нетна стойност на активите на една акция	1.432 лв

5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

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

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

Най-съществената стъпка при прилагането на този метод е изборът на дружества-аналози, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Дружество-аналог е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното, предмета на дейност и източниците на приходи. От група „подходящи“ дружества се избират тези, които са най-сравними с оценяваното. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големина на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял.

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

Търсенето на подходящи дружества-аналози, започва на първо място с преглед на компаниите от същия отрасъл („недвижими имоти“), търгувани на официалния пазар на БФБ. В тази посока дружества-аналози на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ на БФБ следва да се търсят сред дружествата със специална инвестиционна цел, които инвестират в недвижими имоти. При по-детайлен анализ обаче се вижда, че преобладаващата част от активно търгуваните АДСИЦ имат приходи, активи и капитал на стойност значително по-висока от тази на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ.

Като подкрепа на казаното по-горе, в таблица 16 е направен сравнителен анализ на основните финансови показатели на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ и някои от най-ликвидните АДСИЦ за недвижими имоти - „Софарма имоти“ АДСИЦ, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

„Актив Пропъртис“ АДСИЦ и „Булленд Инвестмънтс“ АДСИЦ. Информацията в нея е базирана на междинните неаудитирани финансови отчети на посочените дружества към 31.12.2019 г. Информацията за „Арома Риъл Естейт“ АД, „Софарма Имоти“ АДСИЦ, „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ и „Булленд Инвестмънт“ АДСИЦ е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 31.12.2019 г., а тази за „Актив Пропъртис“ АДСИЦ – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 31.12.2019 г.

Таблица 16: Основни финансови показатели на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ и избрани АДСИЦ

Показател (хил. лв.)	„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ (31.12.2019)	„Софарма Имоти“ АДСИЦ (31.12.2019)	„ФНИ България“ АДСИЦ (31.12.2019)	„Актив Пропъртис“ АДСИЦ (31.12.2019)	„Булленд Инвестмънт“ АДСИЦ (31.12.2019)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	148	11 545	8 490	2 127	1 692
Нетна печалба/загуба (ТТМ)	-60	7 187	5 054	-28	446
Общо активи	951	84 558	118 603	22 781	26 198
Собствен капитал	931	61 657	105 492	22 630	16 833
Лихвоносен дълг	0	13 797	7 846	0	9 328
Брой акции	650 000	20 953 944	34 641 925	2 192 011	15 008 125
Последна борсова цена (лв.)	1.50 лв.	6.45 лв.	1.98 лв.	6.85 лв.	1.07 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	975 000 лв.	135 152 939 лв.	68 591 012 лв.	15 015 275 лв.	16 058 694 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	-6.44%	11.66%	4.79%	-0.12%	2.65%
Рентабилност на активите, %	-6.31%	8.50%	4.26%	-0.12%	1.70%
коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	1.047	2.192	0.650	0.664	0.954

Както е видно от таблицата, разглежданите компании са в пъти по-големи от Дружеството и като стойност на активите, и като приходи, и като акционерен капитал. Това според нас прави тези компании неподходящи за аналог на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ.

Сред останалите АДСИЦ, търгувани на Официален пазар (Ексклузив Пропърти АДСИЦ-София, Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ, ФеърПлей Пропъртис АДСИЦ, Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ, Браво Пропърти Фонд АДСИЦ, Експат Бета АДСИЦ и Рой Пропърти Фънд АДСИЦ) също няма сравними по отношение на мащабите и основните оперативни и финансови показатели дружества, а освен това акциите им не се търгуват активно, което ги прави неприложими като аналози за целите на метода.

Освен дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в имоти, на Официалния пазар на БФБ се търгуват и обикновени акции на няколко „класически“ акционерни дружества, инвестиращи в имоти. Информация за тях и сравнителен анализ на основните им финансови показатели спрямо тези на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ е представена в таблицата по-долу. Информацията в нея е базирана на междинните неаудитирани финансови отчети на посочените дружества към 31.12.2019 г. Информацията за „Инвестиционна компания Галата“ АД, „Регала Инвест“ АД е на база неконсолидирани междинен неаудитиран финансов отчет към 31.12.2019 г., а тази за „Велграф Асет Мениджмънт“ АД и „Химснаб България“ АД – на база междинен консолидиран неаудитиран финансов отчет към 31.12.2019 г.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Таблица 17: Основни финансови показатели на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ и избрани дружества от сектора „Недвижими имоти, търгувани на Официалния пазар на БФБ

Показател (хил. лв.)	Велграф Асет Мениджмънт АД (31.12.2019)	Химснаб България АД (31.12.2019)	Инвестиционна Компания Галата АД (31.12.2019)	Регала Инвест АД (31.12.2019)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	5 558	28 546	173	0
Нетна печалба/ загуба (ТТМ)	647	4 257	27	-533
Общо активи	159 052	206 501	78 137	27 348
Собствен капитал	115 563	131 967	77 002	23 242
Лихвоносен дълг	29 339	36 432	0	3 489
Брой акции	68 979 758	2 494 631	68 571 234	18 428 734
Последна борсова цена (лв.)	3.92 лв.	46.20 лв.	1.90 лв.	2.86 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	270 400 651 лв.	115 251 952 лв.	130 285 345 лв.	52 706 179 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	0.56%	3.23%	0.04%	-2.29%
Рентабилност на активите, %	0.41%	2.06%	0.03%	-1.95%
коефициент цена/счетоводна стойност P/BV	2.340	0.873	1.692	2.268

Както е видно от таблицата, разглежданите компании са в пъти по-големи от Дружеството и като стойност на активите, и като мащаб, и като основни оперативни и финансови показатели. Това, както и фактът, че акциите на тези дружества не се търгуват активно според нас прави тези компании неподходящи за аналог на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ.

На Неофициалния пазар на БФБ (BaSe Market), където са листвани акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, има и други АДСИЦ за инвестиции в недвижими имоти. Съгласно информацията, публикувана на сайта на Неофициалния пазар на БФБ (www.basemarket.bg) на пазарния сегмент „Акции“ се търгуват акциите на около 50 АДСИЦ за инвестиции в имоти. Акциите на нито едно от горепосочените дружества обаче не се търгуват активно по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно техните борсови цени не могат да бъдат използвани за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-анализи.

На база на горепосочения преглед на потенциални дружества-анализи на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, нашият извод е, че на БФБ няма подходящо дружество-аналог, което да покрива изискванията за подобен предмет на дейност, сравним мащаб и сравними оперативни и финансови показатели с „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, чийто акции да могат да се използват за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-анализи.

Сравнението между „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ и публични дружества от друг отрасъл, според нас е недопустимо, тъй като това би довело до значителни изкривявания заради различната зрялост на пазара, ниво на конкуренция, структура на разходите, съотношение собствен/привлечен капитал и т.н.

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

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

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

5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА

Средната претеглена цена не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален средно дневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 650 000 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 65 броя акции.

Също така е необходимо през предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода да са сключвани сделки с акции на дружеството през не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни е не по-малко от пет.

Общият брой изтъргувани акции на "ТУРИН ИМОТИ" АДСИЦ за разглеждания период е 400 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 3.20 броя (изчислен на база 125 борсови сесии за периода). Следователно не е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0.01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 118 търговски сесии, акции на "ТУРИН ИМОТИ" АДСИЦ са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 2 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б“, б. „бб“ от ДР на Наредба №41).

По тази причина средно претеглената цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 при използване на методите, посочени по-долу в Таблица 18.

6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложили тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ. Предложителят счита, че използваните относителни тегла на оценъчните методи дават достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество.

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

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

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

Основанията за това са следните:

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

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

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

7. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА

Предвид обосновката на съответните относителни тегла на използваните оценъчни методи и в съответствие с разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, предмет на настоящото Предложение е определена на 1,739 лв.

В Таблицата по-долу синтезирано е представена съответната информация.

Таблица 18: Справедлива цена на акциите на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	1.943 лв	60%
Нетна стойност на активите	1.432 лв	40%
Справедлива цена	1.739 лв	100%

8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ е представена в Таблица 8 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41,

Данните към 31 декември 2016 г., 2017 г. и 2018 г. са от одитираните неконсолидирани годишни финансови отчети на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ, а тези към 31 декември 2019 г. – от междинните неконсолидирани отчети към четвъртото тримесечие на 2019 г.

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

Няма други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от Предложителя или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

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

Българска народна банка - www.bnb.bg

Министерство на финансите – www.minfin.bg

Българска фондова борса - www.bse-sofia.bg

Национален статистически институт - www.nsi.bg

Данни от публикувани финансови отчети на „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

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

Информационна агенция Bloomberg - www.bloomberg.com

Рейтингова агенция Moody's – <https://www.moody.com>

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ

ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Предложителят и ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД декларират, че Предложението съответства на изискванията на закона.

За Предложителя:

За „Елана Трейдинг“ АД:



Лукан Луканов,

Изпълнителен директор на
„ТУРИН ИМОТИ“ АДСИЦ



Радослава Масларска

Председател на Съвета на директорите на
ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД



2. Момчил Тиков

Изпълнителен директор
на ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД