

Приложение №2  
към Договор за преобразуване  
между „Унифарм“ АД и „Софарма“ АД  
от 14 септември 2017г.

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА  
„УНИФАРМ“ АД**

за преобразуване чрез вливане на „Унифарм“ АД в „Софарма“ АД

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В  
ОБОСНОВКАТА ДАННИ.

ДАТА НА ИЗГОТВЯНЕ НА ОЦЕНКАТА: 08.09.2017г.

ПРАВА СТРАНИЦА

Аксенія  
МОЛОВА  
Р. П. № 01

Аксенія  
МОЛОВА  
Р. П. № 015

**ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА РАЗМЕННА СТОЙНОСТ:****1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА****ОЦЕНКА НА „УНИФАРМ“ АД**

„Унифарм“ АД (Дружеството) предлага оценката за справедливата стойност на цената на една акция на Дружеството за целите на планираното преобразуване и изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи:

Таблица 1: Използвани методи за обосновка на справедливата цена на акциите на "Унифарм" АД:

Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	6.411	40%	2.564
Нетна стойност на активите	3.026	60%	1.816
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.380</b>

Настоящата оценка приема закръгляне надолу до третия знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „Унифарм“ АД.

Съгласно чл. 5 на Наредба 41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагане на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба 41) справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопретеглена стойност от цената на затваряне и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 2. на същия член. Съгласно § 1 от същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01 на сто от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца. Акции на „Унифарм“ АД се търгуват на сегмент акции "Standard" на „Българска Фондова Борса – София“ АД. За периода 08.06.2017 г. до 07.09.2017 г. са изтъргувани 2 928 броя акции на Дружеството при среднодневен обем от 45.05 (при 65 сесии на търговия). Предвид размера на акционерния капитал на Дружеството от 6 000 000 броя акции, този минимален изтъргуван обем се равнява на среднодневен обем на търговия от 600 броя акции. Това означава, че дневният оборот с акциите на „Унифарм“ АД е под изискването на Наредба №41, затова изчислената цена не се базира на цената на затваряне.

Таблица 2: Изчислена справедлива цена на акциите на „Софарма“ АД

Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Цена на затваряне към 07.09.2017г.	4.680	50%	2.340
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	7.441	15%	1.116
Нетна стойност на активите	3.890	30%	1.167
Пазарни множители на дружествата-аналози	5.803	5%	0.290
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.913</b>

Таблица 3: Изчислено съотношение на замяна:

Съотношение на замяна	Цена за една акция в лв.
Справедлива цена на акция на "Унифарм" АД	4.380
Справедлива цена на акция на "Софарма" АД	4.913
<b>Съотношение на замяна на една акция на "Унифарм" АД срещу акции на "Софарма" АД</b>	<b>0.891512</b>

ВЕРИТЕЛЬНОЕ  
ПОСЛАНИЕ  
№ 0015  
АКЦИИ  
МОЛОВА  
2007.08

ВЕРИТЕЛЬНОЕ  
ПОСЛАНИЕ  
№ 0015  
АКЦИИ  
МОЛОВА

*[Handwritten signature]*

ВЕРИТЕЛЬНОЕ  
ПОСЛАНИЕ  
№ 0015  
АКЦИИ  
МОЛОВА

*[Handwritten signature]*

**ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ**

Обосновката е извършена към 08 септември 2017 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

**ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО**

Обосновката на справедливата цена на „Софарма“ АД в ролята му на приемащо дружество е към дата 08.09.2017 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

Таблица 4: Прогнозна оценка на Софарма АД в качеството му на приемащото дружество

Показател	Софарма	Унифарм
Брой акции в обръщение	129,148,984	6,000,000
Справедлива цена на акция (лв.)	4.913	4.380
Стойност на дружеството (лв.)	634,508,958	26,280,000
<b>Справедлива цена на приемащото дружество след вливането</b>		
Брой акции на приемащото дружество след вливането	129,226,247	
Справедлива стойност на Софарма АД след вливането (лв.)	634,888,696	
<b>Справедлива цена на акция на Софарма АД след вливането (лв.)</b>	<b>4.913</b>	

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.

**ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ**

Две събития следва да бъдат отбелязани в това отношение:

I. Търгово предложение от „Софарма“ АД до акционерите на „Унифарм“ АД съгласно чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК:

На 19.05.2017 г., „Софарма“ АД като притежател пряко на 4 672 750 броя акции, представляващи 77.88% от капитала и от гласовете в общото събрание на „Унифарм“ АД обяви търгово предложение по чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК към останалите акционери в „Унифарм“ АД за закупуване на техните акции. Предложената цена за една акция беше 4.35 лв., която е най-високата цена за една акция на „Унифарм“ АД, платена от търговия предложител, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК за последните 6 месеца, предхождащи търговото предложение. Сроктът за приемане на търговото предложение изтече на 19.06.2017 г.

В резултат на осъщественото търговото предлагане, „Софарма“ АД придоби **1 125 021 броя акции** на „Унифарм“ АД, като дялът на собственост на „Софарма“ АД се увеличи с 18.75% до **96.63%** от акциите с право на глас в „Унифарм“ АД.

II. Изкупуване на акции от акционерите на „Унифарм“ АД съгласно чл. 1576 от ЗППЦК:

Тримесечният срок по чл. 1576 от ЗППЦК след приключване на търговото предложение, в който всеки акционер, който не е участвал в търговото предлагане, има право да изисква от „Софарма“ АД да изкупи неговите акции с право на глас в „Унифарм“ АД изтече на 19.09.2017 г., т.е. след датата на Договора за преобразуване чрез вливане от 14.09.2017 г. Съгласно правото, дадено от чл. 1576 от ЗППЦК, 17 акционери с общо **125 530 броя акции** на „Унифарм“ АД са отправили искане за изкупуване. Изкупуването се извърши по цена равна на цената в осъщественото търгово предлагане, т.е. 4.35 лв. за една акция.

За яснота следва да се посочи, че към 14.09.2017 г. (датата на Договора за преобразуване чрез вливане), в резултат на приключилото търговото предлагане и на изкупените до момента акции съгласно чл. 1576 от ЗППЦК,



*[Handwritten signature]*

1. *[Faint, illegible text]*  
2. *[Faint, illegible text]*  
3. *[Faint, illegible text]*  
4. *[Faint, illegible text]*  
5. *[Faint, illegible text]*  
6. *[Faint, illegible text]*  
7. *[Faint, illegible text]*  
8. *[Faint, illegible text]*  
9. *[Faint, illegible text]*  
10. *[Faint, illegible text]*



„Софарма“ АД придобил общо **1 240 552** броя акции от „Унифарм“ АД, с което прякото участие на акционера в „Унифарм“ АД е **5 913 302 броя** или **98.56%** от акциите с право на глас. Това акционерно участие е взето предвид при сключване на Договора за преобразуване чрез вливане и при изготвянето на настоящата обосновка.

След изтичане на тримесечния срок по чл. 157б от ЗППЦК общият брой на придобитите, съответно изкупени акции е **1 250 551** броя акции, а прякото участие на „Софарма“ АД в „Унифарм“ АД вече е **5 923 301 броя** или **98.72%** от акциите с право на глас в „Унифарм“ АД.

Освен горепосоченото, Съветът на директорите на „Унифарм“ АД не счита, че съществува друга съществена информация за акциите, освен съдържащата се в обосновката.

## 2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

### ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА „УНИФАРМ“ АД

„Унифарм“ АД, ЕИК 831537465, със седалище и адрес на управление област София (столица), община Столична, гр. София 1797, район Студентски, ж.к. Дървеница, ул. Трайко Станоев №3, с предмет на дейност: производство на лекарствени средства, научноизследователска и експериментална дейност в областта на производството на лекарствени средства, установяване качеството на произвежданите лекарствени средства, пласментно-снабдителска и търговска дейност в страната и чужбина. Дружеството има следните координати за връзка: адрес, идентичен на адреса на управление, тел.: 9712086, 9700310, факс: 9712086, Електронна поща: office@unipharm.bg, Интернет страница: www.unipharm.bg.

Капиталът на „Унифарм“ АД е 6 000 000 лв., разпределен в 6 000 000 броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции, всяка от които с номинал от 1 лв., представляващи един клас обикновени акции. „Унифарм“ АД няма издадени различни класове акции.

### СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ

Конкурентна позиция на „Унифарм“ АД в сектора – SWOT анализ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Добра продуктова структура	Увеличаване на износа към бившите съветски републики
Познаваемост на Дружеството и неговите продукти	Пробиване на нови пазари
Реализация на продукцията в международен план	Намаляване на цените на енергийните източници
Ниско ниво на задлъжнялост	
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Остаряло технологично оборудване	Увеличаване възрастта на управленския персонал
Сравнително ниско ниво на производителност	Силно конкурентен пазар
Липсва възможност за оптимизиране на себестойността, от където и увеличаване пазарния дял на продукцията	Влошена пазарна конюнктура в резултат на глобалната финансова криза
	Регионална липса на квалифицирани специалисти за възлови позиции в структурата на Дружеството

СЕРТИФИКАТ  
№ 1015  
от 10.10.2015 г.  
г. Москва



*[Handwritten signature]*



*[Handwritten signature]*



**ФИНАНСОВИ И ОПЕРАТИВНИ КОЕФИЦИЕНТИ**

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години, както и актуална информация на базата на последния финансов отчет към 30.06.2017 г., изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти (на консолидирана база):

**ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ**

Предвид основния предмет на дейност на “Унифарм” АД, дълготрайните активи представляват предимно имоти, машини, съоръжения и оборудване. Намалението им за разглеждания период се дължи на амортизационни отчисления.

За 2014-2016г. материалните запаси и търговските вземания запазват относително стабилен дял от 25-26% от размера на общите активи. Към 30.06.2017г. техният дял е нараснал до 28.5% от общите активи.

Таблица 5: Активи на „Унифарм“ АД

Актив в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Нетекущи активи, в т.ч.</b>	<b>12,647</b>	<b>11,799</b>	<b>11,370</b>	<b>11,406</b>
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	11,330	10,534	10,599	10,387
Нематериални активи	214	125	79	67
Инвестиционна разположение за продажба	994	1,029	582	842
Активи по отсрочени данъци	109	111	110	110
<b>Текущи активи, в т.ч.</b>	<b>8,672</b>	<b>8,738</b>	<b>8,503</b>	<b>9,588</b>
Материални запаси	2,942	2,950	2,707	2,838
Вземания от свързани предприятия	2,707	2,436	2,272	3,150
Търговски и други вземания	1,212	1,489	1,643	1,549
Парични средства и парични еквиваленти	1,811	1,863	1,881	2,051
<b>Сума на актива</b>	<b>21,319</b>	<b>20,537</b>	<b>19,873</b>	<b>20,994</b>

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

От представената таблица за пасивите на “Унифарм” АД е видно намаление на собствения капитал, което е резултат на умерените нива на печалба, реализирани през разглеждания период и изплащане на дивиденди към акционерите.

Нетекущите задължения намаляват в резултат на амортизиране на Разсрочения доход от финансиране. Текущите задължения намаляват в резултат на изплащане на Задълженията към финансови институции.

Таблица 6: Пасиви на „Унифарм“ АД



*[Handwritten signature]*

ПРАВА СТРАНИЦА



Пасив в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Собствен капитал</b>	<b>18,037</b>	<b>17,726</b>	<b>17,098</b>	<b>18,158</b>
Основен акционерен капитал	6,000	6,000	6,000	6,000
Резерви	10,088	10,698	10,937	10,980
Преоценъчен резерв	319	104	128	388
Резерв от актюерски печалби/(загуби)	-179	-214	-249	-249
Нагрупани печалби	1,809	1,138	282	1,039
<b>Нетекущи задължения</b>	<b>1,653</b>	<b>1,283</b>	<b>949</b>	<b>774</b>
Провизии за задължения	415	399	414	414
Дългосрочни задължения към персонала	0	5	5	5
Разсрочен доход от финансиране	1,238	879	530	355
<b>Текущи задължения</b>	<b>1,629</b>	<b>1,528</b>	<b>1,826</b>	<b>2,062</b>
Задължения към финансови институции	84	70	71	225
Задължения към свързани предприятия	71	40	4	1
Търговски и други задължения	309	371	559	644
Задължения към персонала и за социално осигуряване	633	623	606	613
Задължения за данъци	125	65	237	230
Разсрочен доход от финансиране	407	359	349	349
<b>Сума на пасива</b>	<b>21,319</b>	<b>20,537</b>	<b>19,873</b>	<b>20,994</b>

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

#### РАЗМЕР НА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ

Приходи от продажби на “Унифарм” АД намаляват през периода 2014-2016г. от 19.4 млн. лв. до 18.01 млн. лв.

За полугодieto на 2016г. Дружеството реализира 10.4 млн. лв. приходи спрямо 9.1 млн. лв. приходи за същия период на 2014г.

Таблица 7: Приходи на „Унифарм“ АД

Приходи в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Приходи от продажба на продукция</b>	<b>18,334</b>	<b>18,235</b>	<b>17,185</b>	<b>9,930</b>
Приходи от продажби на услуги	325	287	199	93
Други оперативни доходи от дейността	700	1,150	685	369
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>19,359</b>	<b>19,672</b>	<b>18,069</b>	<b>10,392</b>

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

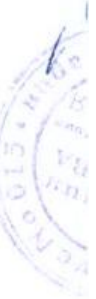
При разходите за продажби се наблюдава увеличение, най-вече в разходите за материали и за персонала, съчетано с намаление на разходите за външни услуги.

Таблица 8: Разходи на „Унифарм“ АД



Handwritten signature or initials.

Vertical text block, possibly a stamp or label, containing illegible characters.



Разходи в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Разходи за продажби</b>	<b>-17,306</b>	<b>-18,402</b>	<b>-17,813</b>	<b>-9,350</b>
Разходи за материали	-7,626	-8,100	-7,638	-3,916
Разходи за външни услуги	-1,956	-2,384	-1,838	-947
Разходи за персонала	-5,531	-5,462	-5,698	-2,728
Разходи за амортизация	-1,946	-1,948	-1,951	-1,078
Други оперативни разходи	-307	-318	-340	-157
Изменение на наличностите от продукция	60	-190	-348	-524
	-45	-3	54	-3
<b>Финансови разходи</b>	<b>-17,351</b>	<b>-18,405</b>	<b>-17,759</b>	<b>-9,353</b>
Общо разходи				
Печалба преди облагане с данъци	2,008	1,267	310	1,039
<b>Разходи за данъци</b>	<b>-199</b>	<b>-129</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>
<b>Нетна печалба за годината</b>	<b>1,809</b>	<b>1,138</b>	<b>282</b>	<b>1,039</b>
<b>Други компоненти на всеобхватакия доход</b>				
Актюерски печалби/(загуби) по планове с дефинирани доходи	-21	-39	-11	0
Данък върху дохода, отнася се за друг всеобхвaten доход	2	4	-24	0
Печалби/загуби от преценка на финансови активи на разположение за продажба до справедлива стойност	-1	-215	24	260
Друг всеобхвaten доход за годината, нетно от данък	-20	-250	-11	260
<b>Общо всеобхвaten доход за годината</b>	<b>1,789</b>	<b>888</b>	<b>271</b>	<b>1,299</b>

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

#### ВЗЕМАНИЯ

Вземанията от клиенти и от свързани предприятия обуславят голяма част от краткосрочните вземания на Дружеството. През 2013 – 2016г. се наблюдава увеличение при вземанията от клиенти, поради нарастването на продажбите за периода.

Таблица 9: Вземания на „Унифарм“ АД

Търговски и други вземания в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Краткосрочни вземания</b>				
Вземания от клиенти	874	1,181	1,466	1,331
Вземания от свързани предприятия	2,707	2,436	2,272	3,150
Данъци за възстановяване	101	152	66	116
Предплатени разходи	72	67	79	53
Предоставени гаранции	35	60	0	28
Предоставени аванси	13	12	16	8
Други	117	17	16	13
<b>Общо вземания</b>	<b>3,919</b>	<b>3,925</b>	<b>3,915</b>	<b>4,699</b>

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

#### ЗАДЪЛЖЕНИЯ

От дългосрочните задължения на “Унифарм” АД, с най-голям дял са Разсроченият доход от финансиране и провизиите за задължения. От краткосрочните тази позиция се държи от търговските и други задължения, и задълженията към персонала и за социално осигуряване.

Таблица 10: Задължения на „Унифарм“ АД



*[Handwritten signature]*

1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34  
35  
36  
37  
38  
39  
40  
41  
42  
43  
44  
45  
46  
47  
48  
49  
50  
51  
52  
53  
54  
55  
56  
57  
58  
59  
60  
61  
62  
63  
64  
65  
66  
67  
68  
69  
70  
71  
72  
73  
74  
75  
76  
77  
78  
79  
80  
81  
82  
83  
84  
85  
86  
87  
88  
89  
90  
91  
92  
93  
94  
95  
96  
97  
98  
99  
100



Лихвени заеми и кредити в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Дългосрочни задължения</b>	<b>1,653</b>	<b>1,283</b>	<b>949</b>	<b>774</b>
Провизии за задължения	415	399	414	414
Дългосрочни задължения към персонала	0	5	5	5
Разрочен доход от финансиране	1,238	879	530	355
<b>Краткосрочни задължения</b>	<b>1,629</b>	<b>1,528</b>	<b>1,826</b>	<b>2,062</b>
Задължения към финансови институции	84	70	71	225
Задължения към свързани предприятия	71	40	4	1
Търговски и други задължения	309	371	559	644
Задължения към персонала и за социално осигуряване	633	623	606	613
Задължения за данъци	125	65	237	230
Разрочен доход от финансиране	407	359	349	349
<b>Общо лихвени заеми и кредити</b>	<b>3,282</b>	<b>2,811</b>	<b>2,775</b>	<b>2,836</b>

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

#### ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

ИЗДАНИЕ СТРАНИЦА



Handwritten signature or initials in blue ink.



Handwritten signature or initials in blue ink.





*[Handwritten signature]*

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ  
ԿՐԹԱԿՈՒՆԵՑՈՒԹՅԱՆ  
ՄԻՋԻՆԿՈՒԹՅԱՆ  
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅԱՆ  
ԳՐԱԴԱՐԱՆ



*[Handwritten signature]*

На база последните отчети на „Софарма“ АД и „Унифарм“ АД към 30.06.2017г. е представена прогнозна финансова информация за „Софарма“ АД в ролята си на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели:

Таблица 13: Финансова информация за „Софарма“ АД на индивидуална база

Индивидуални показатели в хил. лв.	30.6.2015	30.6.2015
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	93,307	103,330
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	2,227	2,596
3 Изменения в наличностите от продукция и незавършено производство	6,097	5,573
4 Разходи за суровини и материали	-31,634	-35,550
5 Разходи за външни услуги	-17,272	-18,219
6 Разходи за персонала	-19,787	-22,515
7 Разходи за амортизации	-7,350	-8,428
8 Други разходи за дейността	-890	-1,047
9 Печалба/загуба от оперативната дейност	24,698	24,698
10 Финансови приходи	10,322	10,322
11 Финансови разходи	-815	-818
12 Печалба/загуба преди разходи за данъци	34,205	35,244
13 Разходи за данъци	-2,563	-2,563
14 Нетна печалба/загуба	31,642	32,681
15 Дивидент	0	0
16 Парични средства и парични еквиваленти	1,498	3,549
17 Материални запаси	63,300	66,138
18 Краткотрайни активи	222,521	232,109
19 Обща сума на активите	632,274	653,268
20 Краткосрочни задължения	115,109	117,171
21 Дълг	106,602	106,827
22 Пасиви (привлечени средства)	149,736	152,572
23 Собствен капитал	482,538	500,696
24 Оборотен капитал	107,412	114,938
25 Среднопретеглен брой акции (хил)	129,149	129,226
<b>Коефициенти за рентабилност</b>		
26 Норма на печалбата от оперативна дейност (9/1)	0.26	0.24
27 Норма на нетната печалба (14/1)	0.34	0.32
28 Възвращаемост на активите (14/19)	0.05	0.05
29 Възвращаемост на собствения капитал (14/23)	0.07	0.07
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>		
30 Обращаемост на активите (1/19)	0.15	0.16
31 Обращаемост на оборотния капитал (1/24)	0.87	0.90
32 Текуща ликвидност (18/20)	1.93	1.98
33 Бърза ликвидност ((18-17)/20)	1.38	1.42
34 Абсолютна (незабавна) ликвидност (16/20)	0.01	0.03
<b>Коефициенти за една акция</b>		
35 Коефициент на Продажби за една акция (1/25)	0.72	0.80
36 Коефициент на Печалба за една акция (14/25)	0.25	0.25
37 Коефициент на Балансова стойност за една акция (23/25)	3.74	3.87
<b>Коефициенти за дивидент</b>		
38 Коефициент на изплащане на дивидент (15/14)	0.000	0.000
39 Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
40 Дивидент на една акция (15/25)	0	0
<b>Коефициенти за развитие</b>		
41 Темп на прираст на продажбите	N/A	N/A
42 Темп на прираст на брутната печалба	N/A	N/A
43 Темп на прираст на активите	N/A	N/A
<b>Коефициенти за ливъридж</b>		
44 Коефициент Дълг / Общо активи (21/19)	0.17	0.16
45 Коефициент Дълг / Капитал (21/(21+23))	0.18	0.18
46 Коефициент Дълг / Собствен капитал (21/23)	0.22	0.21
47 Коефициент Общо активи / Собствен капитал (19/23)	1.31	1.30
<b>Пазарни коефициенти</b>		
48 Коефициент Цена/Продажби (X/35)	N/A	N/A
49 Коефициент Цена/Печалба (X/36)	N/A	N/A
50 Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/37)	N/A	N/A
51 Пазарна цена на акциите	4.52	4.52



Handwritten signature or initials in blue ink, positioned below the circular stamp.

INDONESIA CIPANGKANE



ПРАВА СТРАНИЦА



**ПРЕДХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НА ДРУЖЕСТВОТО И РЕЗУЛТАТИТЕ ОТ МЕЖДУИННИТЕ ПЕРИОДИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА ГОДИШНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ**

#### ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН

Унифарм АД е производител на лекарствени продукти, отговарящ на високите стандарти за Добрата производствена практика.

Основната мисия на Унифарм АД е производство на лекарствени продукти с грижа за хората.

Предметът на дейност на “Унифарм” АД е производство на лекарствени средства, научно изследователска и експериментална дейност в областта на производството на лекарствени средства, установяване качеството на произвежданите лекарствени средства, пласментно-снабдителна и търговска дейност в страната и чужбина.

Дружеството се стреми да отговаря на изискванията на пазара и насочва усилията си към откриване на нови пазарни ниши за удовлетворяване на нарастващите нужди на потребителите. Компанията инвестира в производствена и научно внедрителска дейност основно в областта на генеричните продукти.

Унифарм произвежда, както собствени продукти, така и продукти по възлагателен договор за своя основен партньор Софарма АД, като последните заемат почти една трета от общата продукция за 2015г. Две трети от продуктите на възложител се реализират на външни пазари като Русия, Украйна, Прибалтика, Кавказ, Средна Азия и др.

Продуктите на фирмата се реализират основно на българския пазар, но също и в страни като Русия, Украйна, Грузия, Тунис и др.

Производството на Дружеството е съсредоточено в три основни направления:

#### **Твърди лекарствени форми**

Основно място в производството на фирмата заемат таблетните форми, с приложение при заболявания на сърдечно-съдовата, храносмилателната, нервната и дихателната системи.

#### **Концентрати за хемодиализа**

Фирмата е основен производител на разтвори в България.

През 2013 Унифарм пуска нови концентрати за хемодиализа. Новата продуктова листа на концентратите за хемодиализа обхваща всички групи хемодиализни концентрати: ацетатни, широка гама сертифицирани кисели концентрати за бикарбонатна хемодиализа с разреждания 1:35 и 1:45, разширена група алкални концентрати за бикарбонатна хемодиализа с иновативен продукт бикарбонатен разтвор 8,4% Плюс ( за намаляване на сърдечно-съдовите и мекотъканны калцификати ) - при разтворите, и сух Натриев бикарбонат в двете познати форми „cart“ и „bag“.

#### **Течни лекарствени форми**

Фирмата произвежда собствени продукти и по възлагателен договор. Произвеждат се както лекарства, така и медицински изделия под формата на назални, перорални и ушни разтвори, кремове и гелове.

За 2016 г. фирмата е реализирала приходи от продажби на медикаменти над 17.3 млн. лв., като в обема на продажбите таблетните форми заемат 86%, концентратите за хемодиализа – 8.9%, а течните лекарствени форми – 5.1%

#### ОТНОСИМИ ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА

„Унифарм“ АД оперира основно в индустрията за производство на твърди и течни лекарствени форми. Пазарът в България, свързан с тази индустрия, е сравнително малък, особено бидейки сравнен с Европейския, който се оценява на 116.6 \$ млрд. и се прогнозира, че до 2016 година ще има среден годишен ръст от 4.3%, с прогнозна

Аука Бүлөгү

ИПРАМА СТРАНИЦА

Аука Бүлөгү

стойност от 143.7\$ млрд.

Производството и продажба на таблетни форми заемат около 85% от общите продажби на „Унифарм“ АД през разглеждания период. Портфолиото от твърди лекарствени форми включва таблетните форми, с приложение при заболявания на сърдечно-съдовата, храносмилателната, нервната и дихателната системи. В допълнение, „Унифарм“ АД произвежда концентрати за хемодиализа, които съставляват до 10% от продажбите през разглеждания период. Основните български дружества конкуренти на „Унифарм“ са „Софарма“, „Ромфарм Компани“ и „Тева (Балканфарма Дупница)“. Останалите продукти, предлагани на българския пазар имат произход внос.

Поради липса на детайлна официална информация за пазара на медицински консумативи основно, настоящия анализ ще използва Анализ на Портьр на петте конкурентни сили. Същият включва:



#### ИНТЕНЗИТЕТ НА КОНКУРЕНТНИТЕ СИЛИ

Интензитетът на конкурентните сили може да бъде разгледан от два аспекта – производители и дистрибутори. От гледна точка на производителите, основните играчи са се концентрирали в различни направления, като по този начин не се конкурират директно. На Българския пазар „Унифарм“ АД произвежда основно за „Софарма“ АД, а 2/3 от приходите на компанията идват от износ основно към бившите съветски републики, резултат от дългогодишните позиции на дружеството на тези пазари. Поради причините изредени по-горе, може да се заключи, че нивото на конкуренция между производителите в България е ниско.

От гледна точка на дистрибутори, пазарът е силно конкурентен, поради големия брой фирми, които внасят продукти основно от Европа и Китай. С появата на Интернет, броят на онлайн магазините за медицински консумативи расте, което прави нивото на конкуренция между дистрибуторите в България високо.

#### СИЛА ПРИ ПРЕГОВОРИ ОТ СТРАНАТА НА КЛИЕНТА

С навлизането на Интернет, клиентите имат възможността да проучат пазара едновременно ценово и от гледна точка на качество. Те имат възможността да изберат да поръчат от множество дистрибутори, от които биха могли

Республика Беларусь  
Министерство образования  
и науки



Министерство образования  
и науки  
Республики Беларусь  
Учреждение образования  
"Государственный университет  
информационных технологий  
и коммуникаций"

Республика Беларусь  
Министерство образования  
и науки



да договорят по-ниски цени за поръчка на обем, който клиентите биха постигнали индивидуално.

Информираността увеличава влиянието на клиента при договаряне на цената. С настъпването на световната икономическа и финансова криза, покупателната способност на купувачите е намаляла и се наблюдава преориентиране към ценово по-атрактивни предложения, което резултира в увеличеното търсене на китайските продукти с по-ниско качество. В резултат на предходното, се наблюдава съревнование между производители и дистрибутори и респективно – намаляването на тяхното влияние при определяне на цената. Определени ключови клиенти също биха имали по-голямо влияние при преговорите.

Друг похват, който се наблюдава при клиентите, е те да се обединят с цел обемна групов поръчка, която им дава по-голямо влияние при договаряне на цената на консумативите.

Тъй като не съществуват неограничен брой заместители на съответните продукти, това до някъде ограничава влиянието на клиента при договаряне на цена.

#### СИЛА ПРИ ПРЕГОВОРИ ОТ СТРАНАТА НА ДОСТАВЧИКА

Доставчиците на материали обикновено са големи компании, което им дава преимуществото при договаряне на цена. В повечето случаи производителите ще ограничават експозицията си към един доставчик, с цел диверсификация на суровинните материали и по-малка зависимост от една компания. В случаите, когато това не е така, доставчиците са в позиция да повлияят на цената.

#### ОПАСНОСТ ОТ ПРОДУКТИ-ЗАМЕСТИТЕЛИ

Няма заместители на продукти за здравеопазването, като по този начин заплахата от заместители на този пазар е съответно ниска.

#### ОПАСНОСТ ОТ НАВЛИЗАНЕ НА НОВИ КОНКУРЕНТИ

Изследователската дейност е изключително важна, и тъй като е малко вероятно да се инвестира в оборудване или консумативи за нещо, което предлага малко подобрение спрямо продуктите, които вече са на пазара, рискът от влизането на нови играчи изглежда малък. В допълнение към това, новодошлите производители трябва да се адаптират към постоянните технологически обновления, за да се конкурират успешно с другите. Известна опасност от навлизане на нови конкуренти би се наблюдавала, ако някоя западна фирма предпочете България за отварянето на завод, но за момента такива планове не са разгласени в информационното пространство.

Строгото регулиране на пазара по отношение на изисквания за наименованията на продуктите, рекламата и маркетинг схеми, изискванията за качество, водене на записи и др., допълнително затруднява стартирането на нови производители. Увеличаване на държавното регулиране би могло да увеличи разходите за приважане в съответствие, което на свой ред би намалило постъпленията.

#### ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ

Съгласно Наредба №41 на КФН за изискванията към съдържанието 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 за действащо Дружество се базира на:

- Среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:
  - Метод на пазарните множители на дружества-анализи;
  - Метод на дисконтираните парични потоци;
  - Метод на нетната стойност на активите.

Данните, използвани при определянето на справедливата стойност на акциите на „Унифарм“ АД се базират на последния междинен неаудитиран финансов отчет на Дружеството към 30.06.2017 г. и прогнозните финансови резултати от дейността за периода 2017-2021 г. Справедливата цена на една акция на „Унифарм“ АД е получена,



Handwritten signature or initials in blue ink, located below the top stamp.

Rectangular stamp with text in Cyrillic script, oriented vertically in the center of the page.



като съгласно чл.5, ал.3 от Наредба 41, посочените по-горе методи са претеглени с тегла, които да дадат най-реалистична оценка към датата на обосновката ѝ.

## РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

### МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

#### ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

Методът на пазарните множители на дружества-анализи е един от основните методи за оценка стойността на едно дружество и е широко използван както от инвеститори, така и от анализатори, за определяне на справедливата му стойност. Най-съществената стъпка при прилагането на този метод е изборът на дружества-анализи, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големината на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял. Друг важен фактор при избора на подходящо дружество-аналог е то да бъде търгувано на регулиран пазар и да осигурява прозрачност, и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

Производството на Дружеството е съсредоточено в три основни направления:

**Твърди лекарствени форми** - Основно място в производството на фирмата заемат таблетните форми, с приложение при заболявания на сърдечно-съдовата, храносмилателната, нервната и дихателната системи.

**Концентрати за хемодиализа** - Фирмата е основен производител на разтвори в България.

**Течни лекарствени форми** - Фирмата произвежда собствени продукти и по възлагателен договор. Произвеждат се както лекарства, така и медицински изделия под формата на назални, перорални и ушни разтвори, кремове и гелове.

Подходящо дружество-аналог на “Унифарм” АД търгувано на „Българска фондова борса – София” АД е „Софарма“ АД (лекарства). Тъй като „Софарма“ АД консолидира „Унифарм“ АД, то използването на дружеството-майка (консолидирано) не е подходящо за оценка на дъщерното дружество, доколкото резултатите на дъщерното са отразени в оценката на дружеството-майка. При избора на дружества-анализи, са потърсени такива, които се търгуват на чужди капиталови пазари в Източна Европа – Pharmstandard JSC (Русия, лекарства), Alkaloid AD (Македония, лекарства) и Olaines Kimiski-Farmaceutisk (OlainFarm) (Латвия, лекарства).

#### Характеристики на оценяваното дружество:

##### **“Унифарм” АД (БФБ код – 59X)**

Предметът на дейност на “Унифарм” АД е производство на лекарствени средства, научно изследователска и експериментална дейност в областта на производството на лекарствени средства, установяване качеството на произвежданите лекарствени средства, пласментно-снабдителна и търговска дейност в страната и чужбина.

Дружеството се стреми да отговаря на изискванията на пазара и насочва усилията си към откриване на нови пазарни ниши за удовлетворяване на нарастващите нужди на потребителите. Компанията инвестира в производствена и научно внедрителска дейност основно в областта на генеричните продукти.

Унифарм произвежда, както собствени продукти, така и продукти по възлагателен договор за своя основен партньор Софарма АД, като последните заемат над една четвърт от общата продукция за 2016г. Две трети от продуктите на възложител се реализират на външни пазари като Русия, Украйна, Прибалтика, Кавказ, Средна Азия и др.

Продуктите на фирмата се реализират основно на българския пазар, но също и в страни като Русия, Украйна, Грузия, Тунис и др.

Пазарната капитализация на “Унифарм” АД към 08.09.2017г. е 25.80 млн.лв., при цена на затваряне на 28.06.2017г. (последен ден на търговия) от 4.300 лв. за една акция.



*[Handwritten signature]*

СТРАНА СТРАНИЦА



*[Handwritten signature]*

Дружества-аналози

Публичните дружества, които са използвани като аналози при оценката на “Унифарм” АД, са Alkaloid AD (Македония) и OlainFarm (Латвия).

**ALKALOID AD (BLOOMBERG КОД – ALK MS)**

Алкалоид е македонска фармацевтична компания, която предлага лекарства за третиране на сърдечносъдови, дерматологични, гинекологични заболявания, както и заболявания на нервната система, гастроинтестиналният тракт, кръвта, инфекциозни заболявания и други. Дружеството също предлага различни соли, чайове, химикали, леминерализирана вода и др. Важни за бизнеса на Алкалоид са козметичната, ботаническата и химическата дивизии. Компанията има 13 дъщерни дружества, базирани в Сърбия, Черна гора, Косово, Албания, България, Швейцария, Русия, Румъния, Украйна и др.

Пазарната капитализация на Алкалоид към 08.09.2017г. е 160 311 хил. лв., при цена на затваряне на 07.09.2017г. от 112.000 лв. за една акция.

**OLAINFARM (BLOOMBERG КОД – OLFIR LR)**

Олаинфарм е сред големите фармацевтични компании в балтийските страни, предлагайки 7 оригинални продукта, 26 генерични медикамента и над 25 фармацевтични съставки. Продуктите на компанията са насочени към третиране на неврологични, сърдечносъдови заболявания, Алцхаймер, противогрипни медикаменти, както и антибактериални агенти. Едва 5-10% от продукцията на Олаинфарм се реализира на латвийския пазар, останалата част е предназначена за износ, като основни експортни пазари са Русия, Украйна, Казахстан, Беларус.

Пазарната капитализация на Олаинфарм към 08.09.2017г. е 280 990 хил. лв., при цена на затваряне на 07.09.2017г. от 19.949 лв. за една акция.

Таблица 11: Основни финансови показатели на “Унифарм” АД и избраните дружества-аналози на база последни публикувани отчети

Показател в хил. лв.	59X	ALK MS	OLFIR LR
1 Приходи от продажби (към 30.06.2017 за последните 12 мес.)	18,671	275,336	234,494
2 Нетна печалба (към 30.06.2017 за последните 12 мес.)	1,057	24,368	21,845
3 Общо активи	20,994	359,038	299,410
4 Общо капитал и резерви	18,158	268,039	182,013
5 Краткотрайни активи	9,588	182,747	130,305
6 Краткосрочни пасиви	2,062	85,575	66,655
7 Брой акции в обръщение (в хил.)	6,000	1,431	14,085
8 Пазарна капитализация (към 07.09.2017)	25,800	160,311	280,990
9 Пазарна цена на една акция (към 07.09.2017 в лв.)	4.300	112.000	19.949
Коефициенти			
12 Марж на Нетната печалба(2/1)	0.06	0.09	0.09
13 Възвращаемост на Собствения капитал (2/4)	0.06	0.09	0.12
14 Възвращаемост на Общо активи (2/3)	0.05	0.07	0.07
15 Текуща ликвидност (5/6)	4.65	2.14	1.95
16 Обращаемост на Общо активи (1/3)	0.89	0.77	0.78
17 Приходи на една акция (1/7)	3.11	192.36	16.65
18 Нетна печалба на една акция (2/7)	0.18	17.02	1.55
19 Общо активи на една акция (3/7)	3.50	250.84	21.26

Източник: Отчети на “Унифарм” АД към 30.06.2017г.; „BLOOMBERG”

ТРАЖНА СТРАНИЦА



Според разпоредбите на параграф 1, т.15 от допълнителните разпоредби на Наредба №41, пазарните коефициенти, използвани при метода на пазарните множители на дружества-анализи включват най-малко следните коефициенти: пазарна цена/нетна печалба (P/E), пазарна цена/счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B) и пазарна цена/продажби (P/S). Показателите на дружествата-анализи изложени в таблица №16 по-долу са с източник системата на Bloomberg и са взети на 07.09.2015 г. Показателят P/E е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на неговата нетна печалба към 30.06.2017 (8/2 от таблица №11). Показателят P/B е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на собствения му капитал към 30.06.2017г. (8/4 от таблица №11). Показателят P/S е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на продажбите му към 30.06.2017г. (8/1 от таблица №11)

При позиционирането на коефициентите и крайните стойности по метода на ПМДА в таблиците по този метод е използвано закръгление. Същите стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая и са закръглени съгласно общоприетите математически правила за закръгление. При извършване на самите изчисления са използвани реалните стойности без закръгления за постигане на коректен резултат.

Таблица 12: Оценка на база пазарни множители на дружества-анализи

Компания	Страна	P/E	P/S	P/B
ALKALOID AD	МАКЕДОНИЯ	6.579	0.582	0.598
OLAINES KIMISKI-FARMACEITISK	ЛАТВИЯ	12.863	1.198	1.544
<b>Средно</b>		<b>9.721</b>	<b>0.890</b>	<b>1.071</b>
		<b>Нетна печалба</b>	<b>Продажби</b>	<b>Собствен капитал</b>
„Унифарм“ АД (в хил.лв.)		1,057	18,671	18,158
Коефициенти за „Унифарм“ АД на една акция		<b>EPS</b>	<b>SPS</b>	<b>BVPS</b>
Цена на една акция (в лв.)		0.176	3.112	3.026
Крайна цена на една акция (средна от всички коефициенти)(в лв.)		1.713	2.770	3.241
			<b>2.575</b>	

Източник: „Bloomberg”

За намиране справедливата стойност на една акция на „Унифарм“ АД на база показателите P/B, P/S и P/E, са изчислени следните коефициенти:

- Нетна печалба на една акция на „Унифарм“ АД в размер на 0.176 лв. – изчислена като съотношение между печалбата за 1 година и броя акции в обращение;
- Счетоводна стойност на една акция на „Унифарм“ АД в размер на 3.026 лв. – изчислена като съотношение между стойността на собствения капитал на дружеството според последния междинен финансов отчет към 30.06.2017г., и броя акции в обращение;
- Продажби на една акция на „Унифарм“ АД в размер на 3.112 лв. – изчислени като съотношение между продажбите за 1 година и броя акции в обращение.

При изчислението на цената на акция по този метод, всеки от посочените множители P/B, P/S и P/E е получил еднакво тегло в крайната оценка, а именно 33.33%. Така приложени получените коефициенти, дават оценка на една акция на „Унифарм“ АД, на база пазарните множители на дружествата-анализи, в размер на **2.575 лв.**

ИЗПОЛЗВАНИТЕ ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ СА ФАРМАЦЕВТИЧНИ КОМПАНИИ, ОПЕРИРАЩИ В ИЗТОЧНА ЕВРОПА. ВЪПРЕКИ ТОВА СЕ НАБЛЮДАВА СЪЩЕСТВЕНО НЕСЪОТВЕТСТВИЕ ПО ОТНОШЕНИЕ НА МАЩАБИТЕ И ОСНОВНИТЕ ОПЕРАТИВНИ И ФИНАНСОВИ ПОКАЗАТЕЛИ КАТО ПРОИЗВОДСТВЕН КАПАЦИТЕТ, ПРИХОДИ, АКТИВИ, ЗАДЪЛЖЕНИЯ, СОБСТВЕН КАПИТАЛ, ДЪЦЕРНИ ДРУЖЕСТВА И ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ. ЗАТОВА МЕТОДЪТ НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-

ПРАВА СТРАНИЦА



АНАЛОЗИ НЕ СЕ ИЗПОЛЗВА ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „УНИФАРМ“ АД.



СТРАНИЦА СТРАНИЦА

**МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ**

Методът на дисконтираните парични потоци е оценъчен метод, който се основава на концепцията за стойността на парите във времето и е основен метод за определяне стойността на една компания чрез привеждане към настоящия момент на сумата от паричните потоци, които се очаква Дружеството да генерира в бъдеще. Дисконтовата норма от своя страна, отразява риска и изискваната норма на възвращаемост от инвестицията за прогнозния период.

Стойността на капитала на “Унифарм” АД чрез дисконтирането на прогнозните парични потоци е получена чрез прилагането на следната формула:

$$V_0 = \frac{FCFF_{2017}}{(1+WACC)^{114/365}} + \frac{FCFF_{2018}}{(1+WACC)^{1+114/365}} + \dots + \frac{FCFF_{2022}+P_{2022}}{(1+WACC)^{4+114/365}}$$

където:

- $V_0$  - е стойността на капитала
- $FCFF_{2017-2022}$  – са прогнозните парични потоци, генерирани от Дружеството за съответната година
- $WACC$  - е среднопретеглената цена на капитала на Дружеството. В съответствие с датата на обосновката знаменателя се степенува с фактор, който отчита реалния брой дни от съответния период. За реален брой дни във всяка година са приети 365 дни.
- $P$  - е терминалната стойност, изчислена по следния начин:
 
$$P_{2021} = \frac{FCFF_{2022}*(1+g)}{(WACC-g)}$$
- $g$  - е постоянния темп на растеж на паричните потоци за периода след 2022г.

**Приходи**

Таблица 17: Приходи на „Унифарм“ АД

Приходи в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
Приходи от продажба на продукция	18,334	18,235	17,185	9,930
Приходи от продажби на услуги	325	287	199	93
Други оперативни доходи от дейността	700	1,150	685	369
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>19,359</b>	<b>19,672</b>	<b>18,069</b>	<b>10,392</b>

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

За срока на прогнозния период, двата мениджмънта – този на “Софарма” АД и този на “Унифарм” АД, ще се стремят да преодолеят последиците от финансовата криза и кризата в Украйна. Съвпадайки с очакванията за слаб растеж на местния пазар през следващите няколко години, спадът на основните експортни пазари на дружеството водят до умерен ръст за периода 2017-2022г. Ръстът през този период ще бъде за сметка на очаквано влошаване на оперативните маржове в резултат от спад на потреблението и обезценка на местните валути на експортните пазари на дружеството.

Прогнозните данни, използвани в настоящата оценка, са на база финансовата информация на дружеството за периода 2014-2016г..

Прогнозираният умерен ръст в продажбите спрямо 2016г. (с изключение на песимистичния сценарий) е вследствие очакванията за бавно възстановяване на продажбите към бившите съветски републики и ниския ръст на местния пазар.



*[Handwritten signature]*

ПРАВА СТРАНИЦА



*[Handwritten signature]*

Таблица 18: Прогноза за приходите на „Унифарм“ АД

Показател	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Ръст при песимистичен сценарий</i>									
Приходи от продажба на продукция	18,334	18,235	17,185	15,381	14,396	14,396	14,540	14,642	14,730
ръст, %	12.1%	-0.5%	-5.8%	-10.5%	-6.4%	0.0%	1.0%	0.7%	0.6%
Приходи от продажби на услуги	325	287	199	209	219	230	242	254	267
ръст, %	47.1%	-11.7%	-30.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Други оперативни доходи от дейността	700	1,150	685	500	500	500	500	500	500
ръст, %	3.9%	64.3%	-40.4%	-27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Приходи при песимистичен сценарий	19,359	19,672	18,069	16,090	15,116	15,127	15,282	15,396	15,496
ръст, %	12.2%	1.6%	-8.1%	-11.0%	-6.1%	0.1%	1.0%	0.7%	0.7%
<i>Ръст при реалистичен сценарий</i>									
Приходи от продажба на продукция	18,334	18,235	17,185	17,615	18,319	19,235	19,601	19,757	19,916
ръст, %	12.1%	-0.5%	-5.8%	2.5%	4.0%	5.0%	1.9%	0.8%	0.8%
Приходи от продажби на услуги	325	287	199	219	241	265	291	320	353
ръст, %	47.1%	-11.7%	-30.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Други оперативни доходи от дейността	700	1,150	685	500	500	500	500	500	500
ръст, %	3.9%	64.3%	-40.4%	-27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Приходи при реалистичен сценарий	19,359	19,672	18,069	18,334	19,060	20,000	20,392	20,578	20,768
ръст, %	12.2%	1.6%	-8.1%	1.5%	4.0%	4.9%	2.0%	0.9%	0.9%
<i>Ръст при оптимистичен сценарий</i>									
Приходи от продажба на продукция	18,334	18,235	17,185	17,890	19,249	21,232	22,506	23,158	23,830
ръст, %	12.1%	-0.5%	-5.8%	4.1%	7.6%	10.3%	6.0%	2.9%	2.9%
Приходи от продажби на услуги	325	287	199	219	241	265	291	320	353
ръст, %	47.1%	-11.7%	-30.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Други оперативни доходи от дейността	700	1,150	685	500	500	500	500	500	501
ръст, %	3.9%	64.3%	-40.4%	-27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%
Приходи при оптимистичен сценарий	19,359	19,672	18,069	18,608	19,990	21,997	23,297	23,979	24,684
ръст, %	12.2%	1.6%	-8.1%	3.0%	7.4%	10.0%	5.9%	2.9%	2.9%

Реализацията на лекарства на вътрешния пазар е относително постоянна величина. Усилията на Дружеството са насочени към промяна в технологичните процеси чрез умерени инвестиции със собствени средства, с което се модернизира производствената база, подобрява се качеството и се увеличава производителността на труда.

Реално увеличение на реализацията на медицински изделия може да се получи чрез възстановяване дела на износа. След свиването на Украинския пазар, износът през следващите две години се очаква да продължи да се свива. Въпреки това се очаква търсенето на продуктите на „Унифарм“ АД в бившите съветски републики да се възстанови в средносрочен план, т.к. продуктите на „Унифарм“ са в ниския ценови сегмент и драстичното падане на жизнения стандарт в тези страни би довел до по-голямо търсене именно на такива продукти, но при по-ниски маржове на печалба за дружеството.

Прогнозите за приходите на Дружеството са представени в три сценария – *реалистичен*, *оптимистичен* и *песимистичен*. Различният темп на ръст за всеки от сценариите отразява очакванията за спад на приходите от износ и нисък ръст на местния пазар и запазване на пазарния дял на Дружеството последван от умерен ръст до края на периода.

За периода **2017-2019г.** при *реалистичния сценарий* е сложен нарастващ ръст на **Приходите от продажба на продукция**, като в края на периода продажбите на продукцията ще достигнат нивата от 2014-2015г. През последните 3 години на прогнозния период – 2020-2022г. ръстът на приходите се очаква да се нормализира малко под дългосрочния ръст заложен за сценария.

При *песимистичния сценарий* през периода 2017-2019г. се прогнозира запазване на темпа на спад на приходите от продукцията, като този спад е овладян през 2019г. През 2020-2022г. ръстът на продажбите от продукцията се нормализира малко под заложения дългосрочен ръст.

При *оптимистичния сценарий* през периода 2017-2019г. се прогнозира поетапен ръст на приходите от продукцията, като през 2019г. е заложен двуцифрен ръст от 10.3%. През 2020-2022г. ръстът на продажбите от продукцията се нормализира до малко под заложения дългосрочен ръст.

SECRET

SECRET

SECRET

Приходите от продажба на услуги са неоперативни и с непостоянен характер като само Приходите от управителни услуги и поддръжка са постоянни в размер на 151 хил. лв. през 2014, 2015 и 2016г. При трите сценария Приходите от продажба на услуги са прогнозирани в размер на 219 хил. лв., като е заложен ръст от 10.0% през останалия период (5.0% при песимистичния сценарий)..

Другите оперативни доходи от дейността са неоперативни и непостоянни като са заложили в размер на 500 хил. лв. годишно без ръст през прогнозния период - основно приходи от социална дейност и приходи от финансиране.

## РАЗХОДИ

Таблица 19: Разходи на „Унифарм“ АД

Разходи в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
<b>Разходи за продажби</b>	<b>-17,306</b>	<b>-18,402</b>	<b>-17,813</b>	<b>-9,350</b>
Разходи за материали	-7,626	-8,100	-7,638	-3,916
Разходи за външни услуги	-1,956	-2,384	-1,838	-947
Разходи за персонала	-5,531	-5,462	-5,698	-2,728
Разходи за амортизация	-1,946	-1,948	-1,951	-1,078
Други оперативни разходи	-307	-318	-340	-157
Изменение на наличностите от продукция	60	-190	-348	-524
<b>Финансови разходи</b>	<b>-45</b>	<b>-3</b>	<b>54</b>	<b>-3</b>
<b>Общо разходи</b>	<b>-17,351</b>	<b>-18,405</b>	<b>-17,759</b>	<b>-9,353</b>
Печалба преди облагане с данъци	2,008	1,267	310	1,039
<b>Разходи за данъци</b>	<b>-199</b>	<b>-129</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>
<b>Нетна печалба за годината</b>	<b>1,809</b>	<b>1,138</b>	<b>282</b>	<b>1,039</b>
<b>Други компоненти на всеобхватния доход</b>				
Актьорски печалби/(загуби) по планове с дефинирани доходи	-21	-39	-11	0
Данък върху дохода, отнасящ се за друг всеобхватен доход	2	4	-24	0
Печалби/загуби от преценка на финансови активи на разположение за продажба до справедлива стойност	-1	-215	24	260
Друг всеобхватен доход за годината, нетно от данък	-20	-250	-11	260
<b>Общо всеобхватен доход за годината</b>	<b>1,789</b>	<b>888</b>	<b>271</b>	<b>1,299</b>

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

“Унифарм” АД реализира положителен **нетен резултат** за периода 2013-2016г., като тази тенденция се запазва и през прогнозирания период.

Разходите на Дружеството са прогнозирани на база исторически отчетените разходи за дейността през разглеждания исторически период 2014-2016г.

Разходите от изменението на наличностите от продукция, предвид техния непостоянен характер, не са включени в прогнозираните Оперативни разходи.

Разходите за материали са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за периода 2014-2016г. При *песимистичния и реалистичния сценарий* разходите за материали са усреднен процент от исторически постигнатите за периода 2013-2016г. от 41.3%. При *оптимистичния сценарий* разходите за материали са усреднен процент от исторически постигнатите за периода 2013-2016г. като след средата на периода се допуска повишаване на процента в резултат на нарастване на цената на суровините в резултат на заложеното ускорено възстановяване на световната икономика.

Разходите за външни услуги са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за периода 2013-2016г. При *песимистичния сценарий* се допуска, че дружеството ще успее да оптимизира разходите за външни услуги и затова е заложило да намаляват от 10.1% до 9.4% за прогнозния период, което е и най-високата и най-ниската стойности през разглеждания исторически период. При *реалистичния сценарий* разходите за външни услуги са усреднен процент от исторически постигнатите за периода



Handwritten signature or initials in blue ink, located below the top stamp.

Rectangular stamp with illegible text, oriented vertically in the center of the page.



Handwritten signature or initials in blue ink, located below the bottom stamp.



2014-2016г. от 10.8%. При *оптимистичния сценарий* разходите за външни услуги са средните за периода 2013-2016г., като след 2018г. се допуска повишаване на процента в резултат на по-агресивна маркетингова политика на Дружеството, като ще достигнат нивата от 2015г. от 12.1%.

**Другите оперативни разходи** са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за 2016г. от 1.9% при всички сценарии.

**Разходите за персонал** за разпознати като постоянни разходи, зависещи от макроекономически фактори. Допуска се, че при заложеното увеличение и/или намаление на приходите през прогнозния период, няма да е необходимо увеличаване или намаляване на работната сила.

С оглед на това допускане основните фактори, влияещи върху разходите за персонал са нарастването на **средната брутна работна заплата** и **нивото на безработица**. Коефициентът на безработица за второ тримесечие на 2017г. е **6.3%**, спрямо малко над 11.4% през второ тримесечие на 2014г. (Източник: [http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/LFS2017q2\\_GA7ZYQB.pdf](http://www.nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/LFS2017q2_GA7ZYQB.pdf)). Средната брутна работна заплата нараства до 1 027 лв. през юни 2017г. спрямо 806 лв. през юни 2014г. (Източник: <http://www.nsi.bg/bg/content/3928/%D0%BD%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%BD%D0%BE-%D0%BD%D0%B8%D0%B2%D0%BE>). Трендът при двата макроекономически фактора показва, че Дружеството трябва да увеличава разходите за персонал през прогнозирания период, за да остане конкурентно на пазара на труда. Цената на труда се прогнозира да нарасне и при трите сценария, но при *песимистичния сценарий* се допуска, че Дружеството ще съумее да оптимизира разходите като намали броя на заетите, предвид намаленото производство. Разходите за персонал при *оптимистичния сценарий* са предвидени да нарастват по-агресивно спрямо реалистичния предвид нуждата от наемане на нови служители. Ръстът през 2021-2022г. е равен на заложения дългосрочен ръст за съответните сценарии.

**Разходите за амортизация** са прогнозирани да намаляват през прогнозирания период на *реалистичния сценарий* от 1 951 хил. лв. за 2017г. до 1 551 хил. лв. през 2022г., поради липсата на капиталови разходи след 2018г. Амортизационните разходи при оптимистичния и песимистичния сценарии се различават със 100 хил. лв. съответно повече и по-малко спрямо реалистичния сценарий през прогнозния период предвид различните капиталови разходи направени през 2017г. и 2018г. при съответните сценарии.

През прогнозния период не са предвидени **разходи за лихви** предвид отрицателния нетен дълг на дружеството и нулевите лихви по разплащателни сметки. При *оптимистичния сценарий* са заложен Финансови приходи в размер на 54 хил. лв. през целия прогнозен период, равни на финансовите приходи за 2016г.

Таблица 20: Приходи и разходи за дейността, и амортизационни разходи на „Унифарм“ АД за 2017-2022

Показател в хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Песимистичен сценарий</i>						
Приходи	16,090	15,116	15,127	15,282	15,396	15,496
Разходи за дейността	-14,562	-13,643	-13,649	-13,731	-13,876	-14,015
Разходи за амортизации	-1,851	-1,851	-1,751	-1,651	-1,551	-1,451
<i>Реалистичен сценарий</i>						
Приходи	18,334	19,060	20,000	20,392	20,578	20,768
Разходи за дейността	-15,886	-16,578	-17,400	-17,941	-18,180	-18,424
Разходи за амортизации	-1,951	-1,951	-1,851	-1,751	-1,651	-1,551
<i>Оптимистичен сценарий</i>						
Приходи	18,608	19,990	21,997	23,297	23,979	24,684
Разходи за дейността	-15,971	-17,132	-19,088	-20,023	-20,580	-21,153
Разходи за амортизации	-2,051	-2,051	-1,951	-1,851	-1,751	-1,651

Memorandum No. 62

1/2

STACION STAMPA

STACION

Таблица 21: Прогнозни разходи на „Унифарм“ АД

Показател	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Песимистичен сценарий</i>									
Разходи за материали	-7,626	-8,100	-7,638	-6,651	-6,248	-6,253	-6,317	-6,364	-6,406
<i>% от продажбите</i>	<b>39.4%</b>	<b>41.2%</b>	<b>42.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>
Разходи за външни услуги	-1,956	-2,384	-1,838	-1,626	-1,427	-1,428	-1,442	-1,453	-1,463
<i>% от продажбите</i>	<b>10.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.4%</b>
Разходи за персонала	-5,531	-5,462	-5,698	-5,983	-5,684	-5,684	-5,684	-5,769	-5,856
<i>рост, %</i>	<b>1.4%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.0%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>
Други оперативни разходи	-307	-318	-340	-303	-284	-285	-288	-290	-292
<i>% от продажбите</i>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
Изменение на наличностите от продукция	60	-190	-348	0	0	0	0	0	0
Разходи за дейността	-15,360	-16,454	-15,862	-14,562	-13,643	-13,649	-13,731	-13,876	-14,015
<i>Реалистичен сценарий</i>									
Разходи за материали	-7,626	-8,100	-7,638	-7,579	-7,879	-8,267	-8,430	-8,506	-8,585
<i>% от продажбите</i>	<b>39.4%</b>	<b>41.2%</b>	<b>42.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>
Разходи за външни услуги	-1,956	-2,384	-1,838	-1,980	-2,058	-2,160	-2,202	-2,222	-2,243
<i>% от продажбите</i>	<b>10.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>
Разходи за персонала	-5,531	-5,462	-5,698	-5,983	-6,282	-6,596	-6,926	-7,064	-7,206
<i>рост, %</i>	<b>1.4%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
Други оперативни разходи	-307	-318	-340	-345	-359	-376	-384	-387	-391
<i>% от продажбите</i>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
Изменение на наличностите от продукция	60	-190	-348	0	0	0	0	0	0
Разходи за дейността	-15,360	-16,454	-15,862	-15,886	-16,578	-17,400	-17,941	-18,180	-18,424
<i>Оптимистичен сценарий</i>									
Разходи за материали	-7,626	-8,100	-7,638	-7,692	-8,263	-9,351	-9,904	-10,193	-10,493
<i>% от продажбите</i>	<b>39.4%</b>	<b>41.2%</b>	<b>42.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>41.3%</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.5%</b>	<b>42.5%</b>
Разходи за външни услуги	-1,956	-2,384	-1,838	-1,946	-2,091	-2,666	-2,823	-2,906	-2,991
<i>% от продажбите</i>	<b>10.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.1%</b>
Разходи за персонала	-5,531	-5,462	-5,698	-5,983	-6,402	-6,658	-6,858	-7,029	-7,205
<i>рост, %</i>	<b>1.4%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.5%</b>
Други оперативни разходи	-307	-318	-340	-350	-376	-414	-438	-451	-464
<i>% от продажбите</i>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
Изменение на наличностите от продукция	60	-190	-348	0	0	0	0	0	0
Разходи за дейността	-15,360	-16,454	-15,862	-15,971	-17,132	-19,088	-20,023	-20,580	-21,153

По преценка на мениджмънта на дружеството производствената база на дружеството се нуждае от **капиталови инвестиции**, за да може да поддържа заложените нива на продажби. За периода 2013-2016г. дружеството е направило капиталови разходи в размер на 6.5 млн. лв., като за 2017г. е заложено капиталовите разходи да са в рамките на 2.5-5.0 млн. лв. при различните сценарии. В тази връзка капиталовите разходи са прогнозиран на база реални инвестиции като песимистичният сценарий обхваща най-слабото им изпълнение, а реалистичният и оптимистичният сценарий предполагат съответно частично и пълно изпълнение. Заложените капиталови разходи за 2018г. са в рамките на 1.5-3.0 млн. лв. при различните сценарии при същите допускания. Допълнителни капиталови разходи през 2017г. и 2018г. в довършващи модернизационната програма на дружеството ще са достатъчни за поддържане на заложените продажби през прогнозния период. Подробна информация относно прогнозираните капиталови разходи е представена в последващата таблица:



STANLEY STRONG



Таблица 22: Капиталови разходи на „Унифарм“ АД за периода 2017-2022г.

Показател в хил. лв.	2014	2017	2018	2019	2020	2021	2022
		<i>Песимистичен сценарий</i>					
Сгради		300	200	200	200	200	200
Подобряване на сградния фонд и складовете за готова продукция		300	200				
Автомивка за поддържане чистотата на служебните МПС		0	0				
Машини, съоръжения, оборудване		1,700	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Системи за сериализация		1,000	450				
Банделер машини		0	50				
Изграждане на парна централа		200	50				
Подмяна на основни производствени машини		500	550				
Транспортни средства		300	100	100	100	100	100
Камioni за превоз на концентрати за хемодиализа		200	100				
Газокари – високоповдигачи		100					
Стопански инвентар		200	100	0	0	0	0
<b>Общо инвестиции</b>		<b>2,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,400</b>	<b>1,400</b>	<b>1,400</b>	<b>1,400</b>
		<i>Реалистичен сценарий</i>					
Сгради		500	300	0	0	0	0
Подобряване на сградния фонд и складовете за готова продукция		300	300				
Автомивка за поддържане чистотата на служебните МПС		200	0				
Машини, съоръжения, оборудване		2,500	1,400	0	0	0	0
Системи за сериализация		1,000	550				
Банделер машини		300	100				
Изграждане на парна централа		200	100				
Подмяна на основни производствени машини		1,000	650				
Транспортни средства		500	150	0	0	0	0
Камioni за превоз на концентрати за хемодиализа		400	150				
Газокари – високоповдигачи		100					
Стопански инвентар		500	150	0	0	0	0
<b>Общо инвестиции</b>		<b>4,000</b>	<b>2,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
		<i>Оптимистичен сценарий</i>					
Сгради		800	600	0	0	0	0
Подобряване на сградния фонд и складовете за готова продукция		600	500				
Автомивка за поддържане чистотата на служебните МПС		200	100				
Машини, съоръжения, оборудване		3,000	2,000	0	0	0	0
Системи за сериализация		1,000	900				
Банделер машини		300	100				
Изграждане на парна централа		200	100				
Подмяна на основни производствени машини		1,500	900				
Транспортни средства		500	200	0	0	0	0
Камioni за превоз на концентрати за хемодиализа		400	150				
Газокари – високоповдигачи		100	50				
Стопански инвентар		700	200	0	0	0	0
<b>Общо инвестиции</b>		<b>5,000</b>	<b>3,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

Нетният оборотен капитал (НОК) е финансов показател, свързан с ликвидността на Дружеството. Заедно с



11

19015  
K  
V  
K  
K



дълготрайните активи, каквито са машините и оборудването, оборотния капитал се счита за част от оперативния капитал и се изчислява като от краткотрайните активи се приспадат краткотрайните пасиви.

Изчислението на НОК на „Унифарм“ АД е в съответствие с бъдещите разчети на приходите и разходите и отново е представен в три сценария – оптимистичен, реалистичен и песимистичен. За целите на настоящата оценка, НОК е изчислен като разлика между непаричните краткотрайни активи и нелихвените задължения. Основни показатели при изчислението на нетния оборотен капитал са: вземанията, задълженията и обръщаемостта на материалните запаси в дни.

Таблица 23: Промени в непаричния Нетен оборотен капитал на „Унифарм“ АД

Показател в хил. лв.	2014	2015	2016	30/06/2017
Текущи активи (без парични средства и еквиваленти)	6,861	6,875	6,622	7,537
Текущи пасиви (без задължения към финансови инст.)	1,545	1,458	1,755	1,837
Непаричен Нетен оборотен капитал	5,316	5,417	4,867	5,700
Промяна в НОК	685	101	-550	163

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

Съществената разлика между трите сценария е в различните допускания за обръщаемост на вземанията в дни. Обръщаемостта е прогнозирана на база историческите показатели на Дружеството, които са коригирани в зависимост от характера на прогнозирания сценарий. Историческите показатели за обръщаемост на вземанията са показани в следващата таблица:

Таблица 24: Обръщаемост на вземанията в дни за историческия период

Обръщаемост на вземанията (в дни)	2014	2015	2016
1 Приходи	19,359	19,672	18,069
2 Оперативни разходи без заплати и амортизация	-9,829	-10,992	-10,164
3 Материални запаси	2,942	2,950	2,707
4 Общо вземания	3,919	3,925	3,915
5 Задължения	1,545	1,458	1,755
6 Обръщаемост на вземанията в дни (365/(1/4))	74	73	79
7 Материални запаси (365/(1/3))	55	55	55
8 Задължения към доставчици (365/(2/5))	57	48	63

Обръщаемостта на вземанията за съответната година е изчислена като приходите от продажби за съответната година се раздели сумата на вземанията. Полученият коефициент е коефициента на обръщаемост. 365 (броя на дни в една година) се разделя на коефициента на обръщаемост за да се получи обръщаемостта на вземанията в дни. Аналогични пресмятания се извършват за получаване на останалите данни за обръщаемост на материалните запаси. Обръщаемостта на задълженията към доставчици се изчислява чрез аналогични изчисления използвайки сумата на разходите (без амортизации и разходи за персонал доколкото същите не са задължения към доставчици) и сумата на нелихвоносните задължения.

Прогноза за показателите на обръщаемост на оборотния капитал в дни, за периода 2017-2022г., съобразена с историческите показатели и с характера на сценариите, е представена в следващата таблица:



ИЗДАНИЕ СТАВРОПОЛЬСКОЕ





Таблица 25: Прогнозна обръщаемост на вземанията в дни

Обръщаемост на вземанията (в дни)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Песимистичен сценарий</i>						
Обръщаемост на вземанията в дни	83	83	83	83	86	92
Материални запаси	65	65	65	65	68	71
Задължения към доставчици	56	56	56	56	56	56
<i>Реалистичен сценарий</i>						
Обръщаемост на вземанията в дни	73	73	73	73	76	82
Материални запаси	55	55	55	55	58	61
Задължения към доставчици	57	57	57	57	57	57
<i>Оптимистичен сценарий</i>						
Обръщаемост на вземанията в дни	68	68	68	68	71	77
Материални запаси	50	50	50	50	53	56
Задължения към доставчици	59	59	59	59	59	59

Прогнозираното изменение в непаричния оборотен капитал на „Унифарм“ АД (в абсолютни и относителни стойности) при всеки от трите сценария е представено в следващите таблици.

Изменението на непаричния оборотен капитал е базирано на изчисление на всеки от показателите му. Изчислението на текущите активи (без парични средства) за съответната година е направено като сумата на продажбите за тази година и за съответния сценарий е умножена по коефициента на обръщаемост на вземанията за същия период и същия сценарий и произведението е разделено на 365 (броя на дни в една година). Към този резултат е прибавено и аналогични сметки за обръщаемостта на материалните запаси, като показателя за съответния период и сценарий е умножен с приходите от продажби и произведението е разделено на 365. Подобни изчисления са направени и за калкулиране на текущите пасиви (без лихвени задължения). Пример за всеки един от сценариите за 2017-2022 е даден в следващата таблица за онагледяване на изчисленията:



Handwritten marks on the right edge of the page, including a checkmark and a vertical line.

ИЗДАНИЕ СТОЛЕТЬЯ  
1955



Таблица 26: Пример за начина на изчисление на промяната в непаричния оборотен капитал

Показател в хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Песимистичен сценарий</i>						
1 Приходи от продажби	16,090	15,116	15,127	15,282	15,396	15,496
2 Разходи (без амортизация и персонал)	-8,579	-7,959	-7,965	-8,047	-8,107	-8,160
3 Обращаемост на вземанията в дни	83	83	83	83	86	92
4 Материални запаси	65	65	65	65	68	71
5 Задължения към доставчици	56	56	56	56	56	56
6 Текущи активи (без парични средства) $((1*3+1*4)/365)$	6,516	6,122	6,126	6,189	6,496	6,920
7 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((2*5)/365)$	1,325	1,229	1,230	1,243	1,252	1,260
8 Непаричен оборотен капитал (6-7)	5,191	4,893	4,896	4,947	5,244	5,660
9 Промяна в непаричния Оборотен капитал		-299	4	50	297	416
<i>Реалистичен сценарий</i>						
10 Приходи от продажби	18,334	19,060	20,000	20,392	20,578	20,768
11 Разходи (без амортизация и персонал)	-9,903	-10,296	-10,803	-11,015	-11,116	-11,218
12 Обращаемост на вземанията в дни	73	73	73	73	76	82
13 Материални запаси	55	55	55	55	58	61
14 Задължения към доставчици	57	57	57	57	57	57
15 Текущи активи (без парични средства) $((10*12+10*13)/365)$	6,421	6,675	7,004	7,141	7,555	8,137
16 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((11*14)/365)$	1,556	1,618	1,698	1,731	1,747	1,763
17 Непаричен оборотен капитал (15-16)	4,864	5,057	5,306	5,410	5,808	6,374
18 Промяна в непаричния Оборотен капитал		193	249	104	397	566
<i>Оптимистичен сценарий</i>						
19 Приходи от продажби	18,608	19,990	21,997	23,297	23,979	24,684
20 Разходи (без амортизация и персонал)	-9,988	-10,730	-12,430	-13,165	-13,551	-13,949
21 Обращаемост на вземанията в дни	68	68	68	68	71	77
22 Материални запаси	50	50	50	50	53	56
23 Задължения към доставчици	59	59	59	59	59	59
24 Текущи активи (без парични средства) $((19*21+19*22)/365)$	6,007	6,453	7,101	7,521	8,146	8,994
25 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((20*23)/365)$	1,624	1,745	2,022	2,141	2,204	2,269
26 Непаричен оборотен капитал (24-25)	4,383	4,708	5,079	5,379	5,942	6,726
27 Промяна в непаричния Оборотен капитал		325	371	300	563	783

Източник: Таблицы 20, 25 и 27

Таблица 27: Изменение на непаричния оборотен капитал на „Унифарм“ АД

Показател в хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<i>Песимистичен сценарий</i>									
Текущи активи (без парични средства)	6,861	6,875	6,622	6,516	6,122	6,126	6,189	6,496	6,920
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,545	1,458	1,755	1,325	1,229	1,230	1,243	1,252	1,260
Непаричен оборотен капитал	5,316	5,417	4,867	5,191	4,893	4,896	4,947	5,244	5,660
Промяна в непаричния Оборотен капитал	685	101	-550	324	-299	4	50	297	416
<i>Реалистичен сценарий</i>									
Текущи активи (без парични средства)	6,861	6,875	6,622	6,421	6,675	7,004	7,141	7,555	8,137
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,545	1,458	1,755	1,556	1,618	1,698	1,731	1,747	1,763
Непаричен оборотен капитал	5,316	5,417	4,867	4,864	5,057	5,306	5,410	5,808	6,374
Промяна в непаричния Оборотен капитал	685	101	-550	-3	193	249	104	397	566
<i>Оптимистичен сценарий</i>									
Текущи активи (без парични средства)	6,861	6,875	6,622	6,007	6,453	7,101	7,521	8,146	8,994
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1,545	1,458	1,755	1,624	1,745	2,022	2,141	2,204	2,269
Непаричен оборотен капитал	5,316	5,417	4,867	4,383	4,708	5,079	5,379	5,942	6,726
Промяна в непаричния Оборотен капитал	685	101	-550	-484	325	371	300	563	783



*[Handwritten signature]*

संस्कृत विश्वविद्यालय  
वाराणसी  
उत्तर प्रदेश  
भारत



*[Handwritten signature]*

**НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ**

Нормата на дисконтиране представлява процентът, с който се дисконтират бъдещите парични потоци към тяхната настояща стойност и е основна променлива на този процес. По своята същност, тя отразява възвращаемостта, която конкретния инвеститор изисква, за да предприеме дадена инвестиция при определено ниво на риск.

Друг подход при определяне на нормата на дисконтиране е нормата на възвращаемост когато капиталът, който конкретната инвестиция изисква, бъде вложен в друго начинание при сходно ниво на риск (т.е. алтернативната цена на капитала). Ако например необходимият капитал за даден проект, инвестиран другаде може да носи възвращаемост от 10%, може да бъде използван този процент като норма на дисконтиране при изчислението на Нетната настояща стойност, което ще позволи пряко сравнение между двата проекта.

Норма на дисконтиране, равняваща се на Среднопретеглената цена на капитала (СПЦК), се използва, когато за изчисление на стойността на капитала се прилага модела на дисконтираните парични потоци на дружеството. При равни други условия, СПЦК на едно дружество се повишава, когато неговата бета и изискваната норма на възвращаемост на собствения капитал нарастват, като това повишение води до по-ниска оценка на дружеството и по-висока норма на риск.

Таблица 28: Капиталова структура на „Унифарм“ АД в исторически план (хил.лв.)

Показател (в хил. лв.)	2014	2015	2016	30/06/2016	30/06/2017
Собствен капитал	18,037	17,726	17,098	17,072	18,158
Лихвоносен дълг	84	70	71	124	225
Общо	18,121	17,796	17,169	17,196	18,383
Дял на собствения капитал	99.54%	99.61%	99.59%	99.28%	98.78%
Дял на дълга	0.46%	0.39%	0.41%	0.72%	1.22%

ИЗТОЧНИК: ФИНАНСОВИ ОТЧЕТИ НА „УНИФАРМ“ АД

Мениджмънтът на „Унифарм“ АД, не предвижда повишаване на текущите нива на дълг на „Унифарм“ АД, а по-скоро единствено да се обслужват текущите задължения съгласно техните погасителни планове и при възможност да бъдат намалени. За тегло на цената на капитала и цената на дълга са използвани стойностите на същите към 30.06.2017г.

Методологията за определяне цената на капитала се базира на методите на проф. Дамодаран, автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването на компании. На своя уеб сайт: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, проф. Дамодаран публикува актуални данни за рисковата премия за т.нар. „развити“ и също така за „развиващи се“ пазари. Тези оценки са използвани от широк кръг от инвеститори и анализатори по света, сред които Световната банка и Международния валутен фонд.

Среднопретеглената цена на капитала е изчислена на база следната формула:

$$WACC = WE \cdot R + WD \cdot CD \cdot (1 - T)$$

Където:

WACC – среднопретеглена цена на капитала

WE – относително тегло на финансиране със собствен капитал

R – цена на собствения капитал

WD – относително тегло на финансиране с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

ПРАЗНА СТРАНИЦА



Handwritten signature and initials.



Handwritten signature and initials.

Среднопреглената цена на капитала се определя като цената на финансиране със собствени средства и цената на финансиране с привлечен капитал се умножи по техните относителни тегла, които са изчислени за всяка отделна година при всеки от трите сценария.

От своя страна, цената на собствения капитал е изчислена на база следната формула:

$$R = R_f + \beta \cdot R_m + R_b$$

Където:

$R_f$  – безрисковата норма на възвращаемост

$\beta$  – Коригирана „бета“ на „Унифарм“ АД

$R_m$  – рискова премия за „развит“ пазар на акции

$R_b$  – премия за странови риск

За целите на настоящите изчисления са използвани данни към 08 септември 2017г.

За **безрисковата норма на възвращаемост ( $R_f$ )** е използвана доходността на 10-годишните немски ценни книжа GDBR10 Index от Bloomberg) – 0.307%, към 08.09.2017г.

„Унифарм“ АД има дългогодишна история като публично дружество, затова считаме, че използването на **пазарната „бета“** е обосновано. Пазарната бета на Дружеството е 0.574, на дневна база за последните 5 години (източник BLOOMBERG).

До толкова до колкото пазарната „бета“ отразява исторически риска на акциите на „УНИФАРМ“ АД спрямо пазара, а оценката на Дружеството се базира на дисконтирани бъдещи парични потоци, настоящия анализ използва коригираната бета. В исторически план коефициента  $\beta$  клони към 1. Поради тази причина коефициентите на корекция целят да приравнят текущия коефициент  $\beta$  на дадена компания към историческите зависимости. В тази връзка настоящият анализ използва тегла от  $\alpha_0 = 33.3(3)\%$  и  $\alpha_1 = 66.6(6)\%$ , предложени от Bloomberg и широко използвани от инвеститорската общност.

Коригираната бета се изчислява по следната формула:

$$k\beta = \alpha_0 + \alpha_1\beta$$

Където:

$k\beta$  – коригирана  $\beta$

$\beta$  – Пазарна „бета“ на „Унифарм“ АД

$\alpha_0 + \alpha_1 = 1$  – коефициенти на корекция.

Съгласно горната формула, коригираната бета на „Унифарм“ АД е 0.716.

За изчислението на общата **рискова премия** за акциите на „Унифарм“ АД, следва да започнем с рисковата премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея да прибавим рискова премия за странови риск. Рисковата премия за развити пазари възлиза на 5.13%, съгласно публикуваните на месечна база данни на уеб сайта на проф. Дамодаран към юли 2017 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), като използваната рискова премия е изчислена като средна доходност по паричните потоци за 10 годишен период. Избрана е, тъй като обхваща дълъг период от време – 10 години, и не се влияе от краткосрочни промени по входящите променливи и кореспондира с дългосрочната оценка на Дружеството.

Премията за **странови риск** е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (каквото е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към юли 2017 сочат, че този спред е в размер на 203 б.т. (2.03%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет български държавни ценни книжа. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 230 б.т. (2.30%).

За да финализираме изчислението на изискваната норма на възвращаемост от страна на акционерите, следва да обобщим наличната до момента информация:



Handwritten signature or initials.

ПРАВИЛА СТРАХОВАНИЯ





Таблица 29: Данни за изискваната норма на възвращаемост на собствения капитал

Показател (в %)	Резултат
Текуща доходност на 10-год немски ДЦК	0.31%
Пазарна бета	0.570
Коригирана бета	0.710
Рискова премия за развит пазар на акции	5.13%
Премия за странови риск	2.30%
<b>Изисквана норма на възвращаемост</b>	<b>6.25%</b>

За целта на определянето на цената на финансиране с привлечен капитал на „ УНИФАРМ“ АД се използва публикация на БНБ, според която средният лихвен процент по кредити в евро за сектора нефинансови предприятия към месец август 2017г. е 4.14% (включени са всички заеми с различни матуритети с изключение на овърдрафт кредитите). Тази статистика отразява най-добре пазарната реалност в България и затова 4.14% може да се приеме като реалистична пазарна цена на финансиране с привлечен капитал.

Теглата на финансиране със собствен и привлечен капитал на „Унифарм“ АД се определя на базата на последния публикуван консолидиран финансов отчет на Дружеството – към 30.06.2017г.

Таблица 30: Съотношение собствен капитал към дълг

Показател в хил. лв.	30/06/2017	Дял от общия капитал
Общ дълг	225	1.22%
Собствен капитал	18,158	98.78%

ИЗТОЧНИК: МЕЖДУИНЕН ФИНАНСОВ ОТЧЕТИ НА „УНИФАРМ“ АД

По формулата за изчисление на среднопретеглената цена на капитала:

$$WACC = WE * R + WD * CD * (1 - T)$$

замествайки пресметнатите по-горе стойности на отделните компоненти:

$$WACC = 98.78\% \times 6.52\% + 1.22\% \times 4.14\% \times (1 - 10\%) = 6.22\%$$

се стига до 8.13% като среднопретеглена цена на капитала на Унифарм АД.

Растежът на Дружеството след терминалния период (през следпрогнозния период) е ключов показател, към който цената по метода на дисконтираните парични потоци е особено чувствителна. Той е определящ за следпрогнозния период, когато се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на търговската дейност и затова се прогнозира, че нетните парични потоци ще останат постоянни или ще нарастват с устойчив темп – g.

Като отправна точка за определяне на растежа на Дружеството в следпрогнозния период се взема дългосрочната прогноза за ръст на икономиката в страната, в която оперира компанията. Според икономическата теория никое дружество не може да расте до безкрайност с темп по-висок от този на икономиката на страната, в която се оперира. По тази причина посочената стойност на g трябва да е близка до стойностите, с които може да се очаква да расте българския БВП в дългосрочен план.

Предвид трите сценария сме заложили различни темпове на растеж, а именно:

Реалистичен: **2.0%** – България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се приема, че икономиката на България, ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За нормални нива на растеж на икономиките от ЕС в дългосрочен план се приемат стойности около 1-2%, според различни изследвания и организации. Затова в периода след терминалната година се очаква приходите на „Унифарм“ АД да растат със средно 2.0% на година.



*[Handwritten signature]*

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ  
ԿՐԹԱԿԱՆԱԿՆԵՐԻ ԿՐԹԱԿԱՆԱԿՆԵՐԻ  
ԿՐԹԱԿԱՆԱԿՆԵՐԻ



*[Handwritten signature]*

Оптимистичен: **2.5%** – За оптимистичния сценарий е предвиден ръст от 2.5%, или 0.5% повече от реалистичния сценарий. Този процент трябва да отрази не само по-доброто от очакваното развитие на българската икономика, но и по-специално развитието на фармацевтичната индустрия в дългосрочен план с по-високи високи темпове над средното ниво на икономиката.

Песимистичен: **1.5%** – При песимистичния сценарий се прилага същата логика като при оптимистичния сценарий, само че се изхожда от позицията, че българската икономика ще се развие с по-бавен темп от предвиденото в реалистичния сценарий, както и че фармацевтичната индустрия ще изостане от темпото на останалите индустрии. Поради това в този сценарий се залага ръст от 1.5% или 0.5% по-малко от реалистичния сценарий.



#### КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци на дружеството получаваме справедливата стойност на дейността на Дружеството към 08.09.2017г. При прилагането на метода е възприет принципа за „действащо предприятие“.

Периодът на дисконтиране също е определен в зависимост от датата на оценката и отчита дните между 08.09.2017г. и 31.12.2022 г., като първият период е с крайна дата 31.12.2017 г. и броят на дните между датата на оценка и края на 2017 г. е разделен на 365. Справедливата стойност на компанията е получена чрез приспадането на нетните задължения (общо дълг минус парични средства и еквиваленти), отчетени на база последния отчет на “Унифарм” АД към 30.06.2017 г.

Следващите таблици представят детайлните прогнози и изчисления за всеки от трите сценария:

ПРАВИЛА СТРАХОВАЊА

Српска Република  
Београд  
Београдска Република

Београд  
Београдска Република

Таблица 31: Песимистичен сценарий

Показател в хил. лв.	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Продажби	16,090	15,116	15,127	15,282	15,396	15,496
Ръст на продажбите	-10.96%	-6.05%	0.07%	1.03%	0.75%	0.65%
Разходи за дейността	-14,562	-13,643	-13,649	-13,731	-13,876	-14,015
Печалба преди амортизация, лихви и данъци	1,527	1,472	1,478	1,551	1,520	1,481
Марж на печалба преди амортизация, лихви и данъци	9.49%	9.74%	9.77%	10.15%	9.87%	9.56%
Амортизация	-1,851	-1,851	-1,751	-1,651	-1,551	-1,451
Оперативна печалба	-324	-379	-273	-100	-31	30
Марж на оперативната печалба	-2.01%	-2.50%	-1.81%	-0.65%	-0.20%	0.19%
Разходи за лихви	0	0	0	0	0	0
Данък печалба	0	0	0	0	0	-3
<b>Нетна печалба</b>	<b>-324</b>	<b>-379</b>	<b>-273</b>	<b>-100</b>	<b>-31</b>	<b>27</b>
+амортизации	1,851	1,851	1,751	1,651	1,551	1,451
-капиталови разходи	2,500	1,500				
-промяна в нетния оборотен капитал	324	-299	4	50	297	416
Нетни парични потоци	-1,297	271	1,474	1,501	1,223	1,062
Норма на дискотиране	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%
Дисконтов фактор	0.98	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73
Ръст на продажбите след 2022	1.50%					
Терминална стойност, 2022						22,838
<b>Дискотирани парични потоци</b>	<b>-1,273</b>	<b>251</b>	<b>1,282</b>	<b>1,229</b>	<b>942</b>	<b>770</b>
Настояща стойност на дискотираните парични потоци	3,201					
Настояща стойност на терминалната стойност	16,573					
Нетен дълг към 30.06.2017г. (общ дълг – парични средства)	-1,826					
Справедлива стойност на Дружеството	21,600					
Брой акции (брой)	6,000,000					
<b>Стойност на една акция (в лв.)</b>	<b>3.600</b>					



Handwritten signature or initials in blue ink, located below the stamp on the right edge.

ПРАВА СТРАНИЦА



Handwritten signature or initials in blue ink, located below the stamp at the bottom right corner.

Таблица 32: Реалистичен сценарий

Показател в хил. лв.	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Продажби	18,334	19,060	20,000	20,392	20,578	20,768
Ръст на продажбите	1.46%	3.96%	4.93%	1.96%	0.91%	0.92%
Разходи за дейността	-15,886	-16,578	-17,400	-17,941	-18,180	-18,424
Печалба преди амортизация, лихви и данъци	2,447	2,482	2,600	2,451	2,398	2,344
Марж на печалба преди амортизация, лихви и данъци	13.35%	13.02%	13.00%	12.02%	11.65%	11.29%
Амортизация	-1,951	-1,951	-1,851	-1,751	-1,651	-1,551
Оперативна печалба	496	531	749	700	747	793
Марж на оперативната печалба	2.71%	2.79%	3.75%	3.43%	3.63%	3.82%
Разходи за лихви	0	0	0	0	0	0
Данък печалба	-50	-53	-75	-70	-75	-79
<b>Нетна печалба</b>	<b>447</b>	<b>478</b>	<b>674</b>	<b>630</b>	<b>672</b>	<b>714</b>
+амортизации	1,951	1,951	1,851	1,751	1,651	1,551
-капиталови разходи	4,000	2,000				
-промяна в нетния оборотен капитал	-3	193	249	104	397	566
Нетни парични потоци	-1,599	236	2,276	2,277	1,926	1,699
Норма на дисконтиране	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%
Дисконтов фактор	0.98	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73
Ръст на продажбите след 2021	2.00%					
Терминална стойност, 2021						41,079
<b>Дисконтирани парични потоци</b>	<b>-1,570</b>	<b>218</b>	<b>1,980</b>	<b>1,864</b>	<b>1,484</b>	<b>1,233</b>
Настояща стойност на дисконтираните парични потоци	5,210					
Настояща стойност на терминалната стойност	29,811					
Нетен дълг към 31.12.2016г. (общ дълг – парични средства)	-1,826					
Справедлива стойност на Дружеството	36,846					
Брой акции (брой)	6,000,000					
<b>Стойност на една акция (в лв.)</b>	<b>6.141</b>					

ПРАВА СТРАНИЦА





Таблица 33: Оптимистичен сценарий

Показател в хил. лв.	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Продажби	18,608	19,990	21,997	23,297	23,979	24,684
Ръст на продажбите	2.99%	7.42%	10.04%	5.91%	2.93%	2.94%
Разходи за дейността	-15,971	-17,132	-19,088	-20,023	-20,580	-21,153
Печалба преди амортизация, лихви и данъци	2,637	2,858	2,908	3,274	3,399	3,530
Марж на печалба преди амортизация, лихви и данъци	14.17%	14.30%	13.22%	14.05%	14.18%	14.30%
Амортизация	-2,051	-2,051	-1,951	-1,851	-1,751	-1,651
Оперативна печалба	586	807	957	1,423	1,648	1,879
Марж на оперативната печалба	3.15%	4.04%	4.35%	6.11%	6.87%	7.61%
Разходи за лихви	54	54	54	54	54	54
Данък печалба	-64	-86	-101	-148	-170	-193
<b>Нетна печалба</b>	<b>576</b>	<b>775</b>	<b>910</b>	<b>1,330</b>	<b>1,532</b>	<b>1,740</b>
+амортизации	2,051	2,051	1,951	1,851	1,751	1,651
-капиталови разходи	5,000	3,000				
-промяна в нетния оборотен капитал	-484	325	371	300	563	783
Нетни парични потоци	-1,888	-499	2,490	2,880	2,720	2,608
Норма на дискотиране	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%	6.22%
Дисконтов фактор	0.98	0.92	0.87	0.82	0.77	0.73
Ръст на продажбите след 2021	2.50%					
Терминална стойност, 2021						71,877
<b>Дисконтирани парични потоци</b>	<b>-1,853</b>	<b>-461</b>	<b>2,166</b>	<b>2,358</b>	<b>2,097</b>	<b>1,892</b>
Настояща стойност на дискотираните парични потоци	6,198					
Настояща стойност на терминалната стойност	52,160					
Нетен дълг към 31.12.2016г. (общ дълг – парични средства)	-1,826					
Справедлива стойност на Дружеството	60,185					
Брой акции (брой)	6,000,000					
<b>Стойност на една акция (в лв.)</b>	<b>10.031</b>					

Реалистичният сценарий следва да получи най-високо тегло в определянето на крайната оценка по метода на дискотираните парични потоци, тъй като той отразява в най-голяма степен реалните възможности за развитието на дейността на Дружеството и реализираните от него резултати през разглеждания прогнозен период. При изчисляването на крайния резултат по този метод реалистичният сценарий е получил приоритетно тегло от 60%, докато другите два варианта разделят по-равно останалите 40%.

Таблица 34: Справедлива цена на база метода на дискотираните парични потоци

Сценарий	Тегло	Стойност на 1 акция в лв.
Песимистичен сценарий	20%	3.600
Реалистичен сценарий	60%	6.141
Оптимистичен сценарий	20%	10.031
<b>Средна цена на една акция на база метода на дискотираните парични потоци</b>		<b>6.411</b>



ИПСОМА СТРАХОВАНИЕ



**МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ**

Стойността на акциите по метода на Нетната 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 обращение.

Стойността на активите и задълженията на дружеството е определена на база информацията от последния междинен счетоводен отчет на „Унифарм“ АД към 30.06.2017 г. Дружеството няма емитирани ценни книжа, които да дават приоритет на инвеститори пред притежателите на обикновени акции.

Резултатът от изчисленията на база междинния финансов отчет на „Унифарм“ АД към 30.06.2017 г. е 3.026 лв. за една акция на Дружеството.

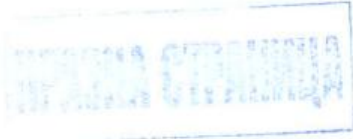
Таблица 35: *Справедлива цена на база метода на нетната стойност на активите*

Показател (в хил. лв.)	Сума в хил. лева
1. Общо активи	20,994
2. Краткосрочни задължения	2,062
3. Дългосрочни задължения	774
<b>Нетна стойност на активите (1-2-3)</b>	<b>18,158</b>
Брой акции в обръщение	6,000,000
<b>Нетна стойност на активите на една акция (в лв.)</b>	<b>3.026</b>

**ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ**

Теглата, които са използвани при оценката на справедливата стойност на акциите на “Унифарм” АД са тези, които най-пълно съответстват на предмета на дейност на дружеството и неговия размер. Теглата на всеки от оценъчните методи представят много добре обоснована база за сравнение на инвестиционните и рисковите характеристики на “Унифарм” АД. Поради отпадане на метода на пазарните аналози, настоящата оценка е базирана единствено на методите на дисконтираните парични потоци и нетната балансова стойност на активите. Относителните тегла са както следва:

- Методът на дисконтираните парични потоци е с тегло от **40%** поради способността му да отчете прогнозите за бъдещото развитие на Дружеството, възможностите му за генериране на парични средства и привеждането на стойността им към настоящия момент чрез дисконтирането им с приетата норма на дисконтиране. Същевременно този метод притежава слабостта да се базира множество експертни допускания и прогнозни стойности, които могат да повлияят да се прецизно краткосрочно и средносрочно прогнозиране. Подобни допускания могат да се разминат с реалните резултати на оценяваното дружество в бъдеще поради което този метод води до известна несигурност. Поради тази причина настоящата оценка придава на него тегло по-ниско от следващия метод.
- Оценката по методът на нетната стойност на активите е включена с тегло от **60%**. Този метод отразява текущите активи и пасиви на Дружеството и дава ясна представа за стойността им към датата на оценката. Този метод може да не оцени до пълна степен потенциала за развитие на Дружеството и поради тази причина настоящата оценка го използва в комбинация с метода на дисконтираните парични потоци. В случай, че инвеститорите вярват, че Дружеството има значителни възможности за растеж в бъдеще, те ще бъдат готови да платят за неговите акции стойност, която надвишава определената по този метод.



**СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА „УНИФАРМ“ АД НА БАЗА МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА**

Както бе посочено, „Унифарм“ АД не отговаря на изискванията на параграф 1, т. 1 от допълнителните разпоредби на Наредба №41 и акциите на Дружеството не могат да бъдат дефинирани като активно търгуеми. Акциите на „УНИФАРМ“ АД се търгуват на сегмент акции "Standard" на „Българска Фондова Борса – София“ АД. За периода 08.06.2017 г. до 07.09.2017 г. са изтъргувани 2 928 броя акции на Дружеството при среднодневен обем от 45.05 (при 65 сесии на търговия). Предвид размера на акционерния капитал на Дружеството от 6 000 000 броя акции, и при дневно ограничение в Наредба №41 от 0.01% това прави изискване за търговия на 600 броя акции дневно. Дневният оборот на акциите на „Унифарм“ АД са под изискването на Наредба №41, затова изчислената справедлива цена не включва цената на затваряне.

Настоящата оценка приема закръгляне надолу до третия знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „УНИФАРМ“ АД.

Таблица 1: Справедлива цена на акциите на „Унифарм“ АД по различните методи за оценка

Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	6.411	40%	2.564
Нетна стойност на активите	3.026	60%	1.816
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.380</b>

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, „УНИФАРМ“ АД, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЦЕНАТА ЗА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 4.380 ЛВ. ЗА ЕДНА АКЦИЯ.

За „УНИФАРМ“ АД:

Огнян ПАЛАВЕЕВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР

ЗА ИЗВЪРШИЛИЯ ОЦЕНКАТА ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК „ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД:

РАДОСЛАВА МАСЛАРСКА

ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД

МОМЧИЛ ТИКОВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР

На 09.11.2017 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:

Огнян Кирилов Палавеев, ЕГН 4905226644, с лична карта № 640025283, издадена на 13.04.2010 г. от МВР-София – Изпълнителен директор, представляващ "УНИФАРМ" АД, ЕИК 831537465, със седалище и адрес на управление: гр. София, район Студентски, ж.к. Дървеница, ул. „Трайко Станоев“ № 3

Рег. № 2379, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

