

затваряне е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “Софарма” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41.

3.1. Източници на информацията, използвана при обосновката на справедливата цена

Информацията, използвана при изготвяне на обосновката на цената, се базира на годишните одитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на “Софарма” АД за периода 2011 – 2015 г., както и предварителните неодитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на дружеството за 2016 г.; годишните одитирани финансови отчети на дружествата-аналози за 2015 г., както и последните публикувани междинни неодитирани финансови отчети на дружествата-аналози; публично-достъпна информация от сайта на БФБ - София, Българска народна банка, Световната банка, IMS Health и информационна агенция Bloomberg, както и други източници, посочени на съответните места в настоящия документ.

3.2. Резултати от направената оценка по различните методи

МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните парични потоци на дружеството 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.

От своя страна дисконтовата норма отразява риска и изискваната норма на възвръщаемост от инвестицията за прогнозния период.

Стойността на капитала “Софарма” АД чрез дисконтирането на прогнозните парични потоци е получена като се приложи следната формула:

$$V_0 = \frac{FCFF_{2017}}{(1 + WACC)^{n/365}} + \frac{FCFF_{2018}}{(1 + WACC)^{1+n/365}} + \dots + \frac{FCFF_{2021} + P_{2021}}{(1 + WACC)^{5+n/365}}$$

- V_0 - е стойността на капитала;
- $FCFF_{2017-2021}$ – са прогнозните свободни парични потоци, генерирани от дружеството за съответната година;
- $WACC$ - е среднопретеглената цена на капитала на дружеството. В съответствие с датата на обосновката знаменателят се степенува с фактор, който отчита реалния брой дни от съответния период. За реален брой дни във всяка година са приети 365 дни;
- n е реалният брой дни в съответния период;
- P - е терминалната стойност, изчислена по следния начин:

$$P_{2021} = \frac{FCFF_{2021} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

- g - е постоянния темп на растеж на паричните потоци за периода след 2021 г.

Прогнозите са разработени на база принципа на действащо предприятие, като с цел да се намали условността на метода, са разработени три сценария за оперативно развитие на дружеството - оптимистичен, реалистичен и песимистичен. Крайната оценка на акциите на дружеството се определя като среднопретеглена цена на акциите, получена по трите различни сценария.

ПРИХОДИ

Таблица № 20: Консолидирани приходи на "Софарма" АД в исторически план

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи от продажби	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	881 684
Годишен ръст, %	7,40%	6,80%	10,76%	10,20%	4,10%	0,77%
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	1 775	2 328	4 911	5 465	(2 678)	8 805

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Таблица № 21: Консолидирани приходи на "Софарма" АД в исторически план (по сегменти)

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи от дистрибуция	397 196	422 317	495 035	581 144	628 123	647 909
Годишен ръст, %	8,39%	6,32%	17,2%	17,4%	8,1%	3,15%
Дял от общите приходи	61,6%	61,3%	64,9%	69,1%	71,8%	73,5%
Приходи от продажба на готова продукция	247 535	266 262	267 654	259 373	246 861	233 775
Годишен ръст, %	5,8%	7,6%	0,5%	-3,1%	-4,8%	-5,30%
Дял от общите приходи	38,4%	38,7%	35,1%	30,9%	28,2%	26,5%
ОБЩО	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	881 684
Годишен ръст, %	7,40%	6,80%	10,8%	10,2%	4,1%	0,77%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Прогнозата за приходите на "Софарма" АД за периода 2017-2021 г. е разработена в три сценария: реалистичен, песимистичен и оптимистичен. Различните нива на приходите на групата отразяват различните сценарии за развитието ѝ през следващите години от гледна точка на ръст на местния пазар като цяло, възстановяване на ключови експортни пазари, повишаване на пазарния дял на дружеството, реализация и ефекти от придобиване на други дружества извън групата и др.

При изготвянето на прогнозните приходи на Софарма за посочения петгодишен период са взети под внимание историческите тенденции в развитието на групата, в структурата на приходите, както и очакванията за развитие на местния и основните експортни пазари на групата:

- Приходите на "Софарма" АД се формират от два основни вида дейности: продажба на готова фармацевтична продукция и продажба на фармацевтични стоки (дистрибуция). През последните години приходите от сегмент Дистрибуция формират все по-голям дял от общите приходи на групата като към края на 2016 г. той достига 73,5%. В тази връзка, резултатите от дейността на Софарма Трейдинг АД – дъщерно дружество на "Софарма" АД

и водещ дистрибутор на фармацевтични и медицински изделия в страната, както и на останалите дружества, занимаващи се с дистрибуция в рамките на групата, се очаква да бъдат съществен двигател на растежа на консолидираните приходи на Софарма през следващите години.

- В исторически план средногодишната норма на растеж на консолидираните приходи на "Софарма" АД за периода 2011 – 2016 г. е 6.6% като 2013 г. и 2014 г. са особено силни за представянето на Групата поради наблюдавания двуцифрени ръст в сегмент Дистрибуция. Същевременно, от началото на 2015 г. насам икономическата нестабилност на ключови за дружеството експортни пазари – Русия и Украйна - имаше негативен ефект върху представянето на групата. В тези условия през 2015 г. консолидираните приходи от продажби отбелязаха ръст от едва 4,2%, а през 2016 г. годишният темп на растеж е 0.8%. По тази причина при изготвянето на прогнозните резултати на "Софарма" АД за периода 2017 – 2021 г. следва да се има предвид, че развитието на макроикономическата и политическата обстановка в Русия и Украйна могат да окажат значителен ефект върху бизнеса на Групата, финансовото ѝ състояние и резултатите от нейните операции.
- В дистрибуторската си дейност Групата се ориентира към продукти и дейности с по-висок марж на печалбата, доколкото съществуващата регулаторна рамка в България към настоящия момент налага таван на маржовете, прилагани в търговията на едро с лекарства. С оглед на това, през последните години Софарма е предприела диверсификация на дистрибуторската си дейност. Целта на предприетата стратегия е Групата (чрез дистрибуторските си дружества) да се трансформира от дистрибутор на лекарства в напълно интегриран доставчик на цялостни, иновативни и качествени здравни услуги. Освен лекарствени продукти и медицински консумативи Софарма Трейдинг АД включва в портфолиото си също санитарно-хигиенни материали, витамини, хранителни добавки, козметика, медицинско оборудване и др. Дружеството също така предлага услуги, свързани с преддистрибуция, логистично обслужване на фирми, извършващи клинични изпитвания, маркетингови и рекламни услуги и др. развитието на тези дейности имат потенциал да подкрепят маржа на печалбата на Групата.
- Софарма традиционно цели утвърждаване на позициите си на съществуващите пазари и стъпване на нови пазари. В тази връзка вече са предприети действия по регистрацията на продукти от портфолиото на Групата в Швеция, Чехия и Словакия, като през следващите години може да се очаква разширяване на портфолиото от предлагани продукти на тези пазари и/или стъпване на други европейски пазари.
- Групата може да подкрепи ръста на приходите и укрепването на позициите си в чужбина чрез придобиване на производители и дистрибутори в региона. Първите стъпки в тази посока вече са налице: в края на 2016 г. Софарма обяви придобиването на великотърновския производител Вета Фарма АД, а също така и намерението си да придобие мажоритарен дял в молдовски дистрибутор на лекарства.
- Перото „Други доходи“ традиционно включва доходи от предоставени услуги, правителствени финансираня, наеми, постъпления по неустойки, ефекти от курсови разлики по търговски вземания, задължения и разплащателни сметки и др. И в трите сценария за развитие на Групата те са заложили в размер на 0,5% от общите приходи от продажби.

С оглед на факторите, които оказват влияние върху динамиката на приходите на Софарма, положителното или негативното развитие при някой от тях обуславя и разликите в прогнозните приходи в трите сценария.

Таблица № 22 (а): Прогнозни приходи - Реалистичен сценарий

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	915 248	965 689	1 026 495	1 099 195	1 190 471
Други приходи	8 805	4 576	4 828	5 132	5 496	5 952
Общо приходи от дейността	890 489	919 825	970 517	1 031 627	1 104 691	1 196 424
Годишен ръст, %	2,1%	3.3%	5.5%	6.3%	7.1%	8.3%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

В реалистичния сценарий на прогнозата е допуснато, че след слабия ръст на продажбите през 2016 г. приходите на Групата постепенно ще се върнат към растеж, съпоставим с историческите норми. Двигател за това се очаква отново да бъде сегментът на дистрибуцията, който се очаква да достигне 10-процентен темп на растеж към края на периода, подкрепен от навлизането на Групата на нови пазари (включително и чрез придобиване на нови дружества), както и от фокусирането върху предлагането на интегрирани продукти и услуги .

Приходите от продажба на готова фармацевтична продукция също се очаква да отбележат възстановяване спрямо спадовете през 2014 – 2016 г., като годишният ръст е заложен в рамките на 0,5% – 2,5%. При изготвянето на тези прогнози е допуснато стабилизиране на икономическата обстановка в Украйна и Русия, а при тези условия – и на позицията на Софарма на тези пазари.

Таблица № 22 (б): Прогнозни приходи - Песимистичен сценарий

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	906 682	942 637	989 722	1 046 925	1 113 894
Други приходи	8 805	4 533	4 713	4 949	5 235	5 569
Общо приходи от дейността	890 489	911 215	947 350	994 671	1 052 160	1 119 464
Годишен ръст, %	2,1%	2.3%	4.0%	5.0%	5.8%	6.4%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

В песимистичния сценарий е заложено, че Софарма ще успее да постигне по-слаб ръст в приходите от дистрибуция – в диапазона 3,75 – 7,75% през следващите две години, обусловен от повишена конкуренция в сектора, регулаторен натиск върху цените на едро на лекарствата и по-бавна експанзия на пазарите на съседни страни.

Приходите от продажба на готова фармацевтична продукция също се очаква да постигнат по-слабо възстановяване под влиянието на продължаваща икономическа нестабилност на ключовите експортни пазари. В тези условия очакваният ръст в сегмента е в диапазона 0,3% – 2,0% през периода 2017 – 2021 г.

Таблица № 22 (в): Прогнозни приходи - Оптимистичен сценарий

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	922 663	977 238	1 042 275	1 129 358	1 233 406
Други приходи	8 805	4 613	4 886	5 211	5 647	6 167
Общо приходи от дейността	890 489	927 276	982 124	1 047 486	1 135 005	1 239 573
Годишен ръст, %	2,1%	4,1%	5,9%	6,7%	8,4%	9,2%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

В оптимистичния сценарий е заложено по-благоприятно развитие на пазарната конюнктура, при която приходите на Групата от дистрибуция отбелязват годишен ръст между 6% и 11% за периода 2017 – 2021 г., а тези от продажби на готова продукция – между 0,9% и 3,0%.

РАЗХОДИ

Таблица № 23: Консолидирани разходи на “Софарма” АД в исторически план

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Изменение на наличностите от продукцията и незавършено производство	10 414	2 678	(3 173)	12 279	4 207	(3 414)
Разходи за материали	(86 524)	(89 575)	(87 166)	(96 334)	(86 396)	(82 595)
Разходи за външни услуги	(59 336)	(55 492)	(59 305)	(67 207)	(65 661)	(58 004)
Разходи за персонала	(64 582)	(68 972)	(74 659)	(80 880)	(81 501)	(87 004)
Разходи за амортизации	(19 732)	(21 995)	(26 219)	(27 802)	(26 326)	(27 559)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(370 991)	(400 535)	(450 112)	(530 842)	(568 590)	(575 432)
Други разходи за дейността	(9 730)	(11 548)	(14 131)	(15 172)	(11 599)	(14 015)
ОБЩО РАЗХОДИ	(600 481)	(645 439)	(714 765)	(805 958)	(835 866)	(848 023)

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на “Софарма” АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неаудитирани консолидирани отчети за 2016 г

За периода 2017 – 2021 г. оперативните разходи на “Софарма” АД са прогнозирани на база историческите норми на рентабилност на групата. При изготвяне на прогнозите за отделни разходни пера са взети под внимание отчетените им съотношения спрямо реализираните приходи, както и наблюдаваните тенденции в развитието на отделните разходни компоненти през предходните пет години. Прогнозата за оперативните разходи на дружеството не включва прогноза за измененията в корективните сметки с оглед на това, че от една страна те са динамичен и труднопрогнозируем разходен компонент, а от друга – заемат сравнително малка част в общата разходна структура.

Таблица № 24: Консолидирани оперативни резултати на “Софарма” АД в исторически план

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи от продажби	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	881 684
Други приходи/(разходи)	1 775	2 328	4 911	5 465	(2 678)	8 805
Разходи за дейността	(600 481)	(645 439)	(714 765)	(805 958)	(835 866)	(848 023)

Оперативна печалба	46 025	45 468	52 835	40 024	36 440	42 466
Марж на оперативната печалба	7,1%	6.6%	6.9%	4.8%	4.2%	4.8%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Маржът на оперативната печалба на Групата варира в диапазона 4.2% - 7.1% за предходните шест години. Наблюдаваното влошаване на маржа през 2014 г. и 2015 г. съвпада с икономическите сътресения на два от основните експортни пазари на Софарма – Русия и Украйна - и негативните ефекти, които това оказва върху продажбите на дружеството. През 2016 г. се забелязват признаци на стабилизиране и очакванията, заложен в реалистичния сценарий, са че Групата ще успее да възстанови оперативната си рентабилност до нивата, постигнати през предходни години. Двигател на това развитие ще бъдат очакваните по-високи продажби през следващите периоди, покачването на дела на стоките с по-висок марж на печалба в общата структура на продажбите, както и засилването на синергиите между отделните дружества в Групата и намеренията на мениджмънта да продължава да оптимизира процесите между тях.

В унисон с развитието на макроикономическата обстановка и пазарната позиция на Софарма в останалите два сценария за развитието на Дружеството - песимистичния и оптимистичния, разходите са прогнозирани на база допускането, че тези съотношения ще варират, макар и в тесни граници, и че това ще има отражение върху маржа на оперативната печалба през съответния период.

Песимистичният сценарий за развитието на Софарма предвижда затруднения и неблагоприятно развитие в опитите на дружеството да се ориентира към продукти и дейности с по-висок марж на печалба и да оптимизира част от оперативните си разходи, възползвайки се от възможностите за вътрешногрупови синергии.

Оптимистичният сценарий предвижда по-сериозно увеличение на дела на такива продукти и услуги в структурата на общите приходи от продажби, отколкото е предвидено в базовия (реалистичен) сценарий. Допуснато е също така, че Софарма ще успее да оптимизира в по-голяма степен оперативните си разходи в рамките на Групата, включително и чрез синергийни ефекти в следствие от осъществени придобивания.

Таблица № 25 (а): Прогнозна оперативна печалба - Реалистичен сценарий

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	915 248	965 689	1 026 495	1 099 195	1 190 471
Други приходи	8 805	4 576	4 828	5 132	5 496	5 952
Разходи за суровини и материали	(82 595)	(82 372)	(86 912)	(90 332)	(96 729)	(104 761)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(575 432)	(604 064)	(640 252)	(682 619)	(730 965)	(791 663)
Разходи за амортизации	(27 559)	(27 406)	(27 109)	(26 635)	(26 091)	(25 547)
Други оперативни разходи	(162 437)	(158 338)	(164 167)	(169 372)	(181 367)	(190 475)
Общо оперативни разходи	(848 023)	(872 181)	(918 440)	(968 957)	(1 035 152)	(1 112 447)

Оперативна печалба	42 466	47 644	52 078	62 670	69 539	83 977
Марж на оперативната печалба	4.8%	5.2%	5.4%	6.1%	6.3%	7.1%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

Таблица № 25 (б): Прогнозна оперативна печалба - Песимистичен сценарий

Хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	906 682	942 637	989 722	1 046 925	1 113 894
Други приходи	8 805	4 533	4 713	4 949	5 235	5 569
Разходи за суровини и материали	(82 595)	(81 601)	(84 837)	(89 075)	(94 223)	(100 250)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(575 432)	(593 671)	(617 214)	(648 044)	(685 499)	(729 349)
Разходи за амортизации	(27 559)	(27 385)	(27 031)	(26 468)	(25 856)	(25 294)
Други оперативни разходи	(162 437)	(165 016)	(171 560)	(180 129)	(190 540)	(202 729)
Общо оперативни разходи	(848 023)	(867 674)	(900 642)	(943 717)	(996 119)	(1 057 622)
Оперативна печалба	42 466	43 541	46 708	50 954	56 041	61 842
Марж на оперативната печалба	4.8%	4.8%	5.0%	5.1%	5.4%	5.6%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

Таблица № 25 (в): Прогнозна оперативна печалба - Оптимистичен сценарий

Хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	881 684	922 663	977 238	1 042 275	1 129 358	1 233 406
Други приходи	8 805	4 613	4 886	5 211	5 647	6 167
Разходи за суровини и материали	(82 595)	(83 040)	(85 997)	(90 678)	(97 125)	(106 073)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(575 432)	(604 135)	(644 977)	(687 901)	(748 200)	(817 131)
Разходи за амортизации	(27 559)	(27 425)	(27 155)	(26 718)	(26 214)	(25 724)
Други оперативни разходи	(162 437)	(159 621)	(166 130)	(171 975)	(186 344)	(197 345)
Общо оперативни разходи	(848 023)	(874 220)	(924 259)	(977 272)	(1 057 882)	(1 146 273)
Оперативна печалба	42 466	53 056	57 865	70 214	77 123	93 300
Марж на оперативната печалба	4.8%	5.8%	5.9%	6.7%	6.8%	7.6%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

ИНВЕСТИЦИИ

Исторически данни за инвестициите на Групата в дълготрайни материални и нематериални активи (ДМА и НМА), както и в дъщерни и асоциирани дружества са представени в таблицата по-долу:

Таблица № 26: Капиталови разходи на “Софарма” АД в исторически план

Хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Покупки на ДМА, нето	38 707	61 738	35 539	19 631	17 353	13 668
Покупки на НМА, нето	1 739	1 450	990	2 336	4 794	4 757
Инвестиции в дъщерни и асоциирани дружества	7 674	717	4 179	4 861	23 739	9 855
ОБЩО	48 120	63 905	40 708	26 828	45 886	28 280
% от продажбите	7,5%	9,3%	5,3%	3,2%	5,2%	4,4%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на “Софарма” АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Прогнозите за бъдещите инвестиции на Групата са направени при отчитане на няколко основни фактора. На първо място, дружеството вече извърши модернизация на основните си производствени мощности и за в бъдеще очакваните капиталови разходи свързани с дълготрайни материални активи ще са съотносими с годишното изхажяване на активите, т.е. размерът им няма да се отличава значително от годишните амортизационни разходи. Тази прогноза е направена и с цел да не се допусне декапитализация на дружеството в дългосрочен план.

Като генерична компания естеството на бизнеса не предполага значителни разходи за придобиване на дълготрайни нематериални активи. Въпреки това е възможно придобиването на фармацевтични досиета на готови лекарствени средства. По тази причина заложените годишни разходи за придобиване на нематериални активи и продукти на интелектуалната собственост са съпоставими с тези, направени през изминали години.

При изготвянето на прогнозните капиталови разходи за периода 2017 – 2021 г. е отчетен и фактът, че Софарма очаква възстановяване на ръстовете на продажбите през близките две години и ускоряване до края на прогнозния период. Тези очаквания се основават както на прогнозите за възстановяване на основните пазари на Групата, така на очакванията за експанзия и разширяване на позициите ѝ на съществуващи или нови пазари. Както вече Софарма обяви, част от тези планове могат да бъдат осъществени чрез придобиване на други производствени или дистрибуторски дружества в страната и чужбина. По тази причина в прогнозата за капиталовите разходи през следващите години е включена и прогноза за разходите, свързани с тези придобивания, тъй като, подобно на инвестициите в производствени мощности, те се очаква да бъдат значим двигател на продажбите през идните години.

Таблица № 27 (а): Прогнозни капиталови разходи - Реалистичен сценарий

Хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	13 668	15 559	16 417	17 450	18 686	20 238
Нетни покупки на НМА	4 757	4 576	4 828	5 132	5 496	5 952
Инвестиции в дъщерни и асоциирани дружества	9 855	9 152	11 588	15 397	0	0
ОБЩО	28 280	29 288	32 833	37 980	24 182	26 190
% от продажбите	4,4%	3,2%	3,4%	3,7%	2,2%	2,2%

**За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неодитиран годишен отчет за 2016 г.*

Таблица № 27 (б): Прогнозни капиталови разходи - Песимистичен сценарий

Хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	13 668	15 414	16 025	16 825	17 798	20 050
Нетни покупки на НМА	4 757	4 533	4 713	4 949	5 235	5 569
Инвестиции в дъщерни и асоциирани д-ва	9 855	9 067	11 312	14 846	0	0
ОБЩО	28 280	29 014	32 050	36 620	23 032	25 620
% от продажбите	4,4%	3,2%	3,4%	3,7%	2,2%	2,3%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

Таблица № 27 (в): Прогнозни капиталови разходи - Оптимистичен сценарий

Хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	13 668	15 685	16 613	17 719	19 199	20 968
Нетни покупки на НМА	4 757	4 613	4 886	5 211	5 647	6 167
Инвестиции в дъщерни и асоциирани д-ва	9 855	9 227	11 727	15 634	0	0
ОБЩО	28 280	29 525	33 226	38 564	24 846	27 135
% от продажбите	4,4%	3,2%	3,4%	3,7%	2,2%	2,2%

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

Нетният оборотен капитал (НОК) е разликата между краткосрочните активи на дружеството и краткосрочните му задължения, като от активите са изключени паричните и други финансови активи, а от пасивите – лихвоносните задължения.

В конкретния случай, прогнозните стойности на нетния оборотен капитал за следващите пет години са изготвени на база обръщаемостта в дни на материалните запаси, вземанията и задълженията. Взети са под внимание историческите тенденции в развитието на тези компоненти, като са направени корекции в зависимост от характера на съответния сценарий на прогнозата. Тези корекции отразяват и ефектите от очаквания ръст на приходите през следващите години върху компонентите на нетния оборотен капитал.

Таблица № 28: Нетен оборотен капитал на "Софарма" АД в исторически план

Хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Материални запаси	126 022	130 950	140 352	155 910	163 129	168 399
Текущи вземания	224 201	243 950	231 885	244 093	247 528	249 933
Текущи задължения	80 303	68 950	80 309	90 682	107 482	114 880
Нетен оборотен капитал	269 920	305 950	291 928	309 321	303 175	303 452

* От общия размер на текущите задължения е изключена текущата част от задълженията по финансов лизинг и правителствени финансираня, отчетени в „Други текущи задължения“, тъй като те са отчетени като част от капиталовата структура на Групата.

Източник: Годишни аудитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неаудитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Таблица № 29: Обращаемост на компонентите на нетния оборотен капитал на "Софарма" АД в исторически план

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи (хил. лв.)	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	881 684
Оперативни разходи (хил. лв.)	580 749	623 444	688 546	778 156	809 540	820 464
Обращаемост на материалните запаси (дни)	71	69	67	68	68	70
Обращаемост на вземанията (дни)	127	129	111	106	103	103
Обращаемост на задълженията (дни)	50	40	43	43	48	51

* Оперативните разходи не включват разходите за амортизации

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Коефициентът на обращаемост на материалните запаси е изчислен като съотношение между приходите от продажби и стойността на материалните запаси през съответната година. Обращаемостта на материалните запаси в дни е изчислена като броят на дните в годината (365 дни) е разделен на коефициента на обращаемост.

Аналогичен е подходът при изчисляване на обращаемостта на вземанията.

Коефициентът на обращаемост на задълженията е изчислен като съотношение на оперативните разходи (без амортизацията) и текущите задължения на дружеството. Обращаемостта на задълженията в дни е изчислена като броят на дните в годината (365 дни) е разделен на коефициента на обращаемост.

По-долу са представени прогнозите за развитието на нетния оборотен капитал при различните сценарии на прогнозата. Реалистичният и оптимистичният сценарии предвиждат скъсяване на нетния оперативен цикъл (дните на задържане на материалните запаси + дните на задържане на вземанията – дните на задържане на задълженията), като в оптимистичния сценарий това подобрене е по-ясно изразено. Песимистичният сценарий не предвижда съществена промяна в този показател.

Таблица № 30 (а) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Реалистичен сценарий

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	70	70	68	67	66	66
Обращение на вземанията	103	106	104	103	103	103
Обращение на задълженията	51	49	48	47	47	47
<i>хил. лв.</i>						
Материални запаси	168 399	175 527	179 909	188 425	198 759	215 263
Вземания	249 933	265 798	275 155	289 668	310 184	335 941
Задължения	114 684	113 408	117 216	121 340	129 934	139 957
Нетен оборотен капитал	303 648	327 917	337 848	356 753	379 009	411 248
<i>Изменение в НОК</i>	473	24 269	9 931	18 905	22 255	32 239

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неодитиран годишен отчет за 2016 г.

**Таблица № 30 (б) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) -
Песимистичен сценарий**

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	70	68	68	68	68	68
Обращение на вземанията	103	105	105	106	106	106
Обращение на задълженията	51	49	49	49	49	49
<i>Хил. лв.</i>						
Материални запаси	168 399	168 916	175 615	184 387	195 044	207 520
Вземания	249 933	260 826	271 170	287 426	304 038	323 487
Задължения	114 684	112 806	117 279	123 137	130 254	138 587
Нетен оборотен капитал	303 648	316 936	329 505	348 675	368 828	392 421
<i>Изменение в НОК</i>	<i>473</i>	<i>13 288</i>	<i>12 568</i>	<i>19 171</i>	<i>20 152</i>	<i>23 593</i>

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

**Таблица № 30 (в) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) -
Оптимистичен сценарий**

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	70	67	66	64	64	64
Обращение на вземанията	103	105	103	103	102	102
Обращение на задълженията	51	49	49	48	48	48
<i>Хил. лв.</i>						
Материални запаси	168 399	169 365	176 706	182 755	198 024	216 268
Вземания	249 933	265 423	275 768	294 121	315 601	344 678
Задължения	114 684	113 679	120 433	125 004	135 671	147 360
Нетен оборотен капитал	303 648	321 110	332 041	351 872	377 954	413 586
<i>Изменение в НОК</i>	<i>473</i>	<i>17 462</i>	<i>10 932</i>	<i>19 831</i>	<i>26 082</i>	<i>35 632</i>

*За 2016 г са посочени реално реализираните резултати на Групата за годината, оповестени в предварителния неаудитиран годишен отчет за 2016 г.

**ТЕМП НА НАРАСТВАНЕ НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В СЛЕДПРОГНОЗНИЯ ПЕРИОД
(ТЕРМИНАЛЕН РЪСТ)**

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 функционира. По тази причина посочената стойност на темпа на нарастване в следпрогнозния период трябва да е близка до стойностите, с които се очаква да расте българският БВП в дългосрочен план.

Реалистичен: 2% – 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 такива се приемат стойности около 2%. Затова в периода след 2021 г. се очаква паричните потоци на “Софарма” АД да растат със средно 2% на година.

Оптимистичен: 2.5% – За оптимистичния сценарий е предвиден ръст от 2.5% или 0.5 процентни пункта 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 процентни пункта по-малко от реалистичния сценарий.

НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

При използването на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) нормата на дисконтиране за модела е среднопретеглената цена на капитала на дружеството (WACC). Среднопретеглената цена на капитала е цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, изчистена от данъчния ефект от данъчното признаване на финансовите разходи за лихви и претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Среднопретеглената цена на капитала се изчислява по следната формула:

$$WACC = WE \times r + WD \times CD \times (1 - T)$$

където:

WACC – среднопретеглена цена на капитала

WE – тегло на финансирането със собствен капитал

r – цена на финансиране със собствен капитал

WD – тегло на финансирането с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

От своя страна цената на финансиране със собствен капитал се изчислява стандартно по формулата:

$$r = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

където:

r – цена на финансиране със собствен капитал

β – коефициент, измерващ систематичния риск на дружеството

R_f – безрискова норма на възвращаемост

R_m – пазарна норма на възвращаемост

$R_m - R_f$ – пазарна рискова премия

Тъй като в случая формулата ще бъде приложена върху дружество, функциониращо в развиващ се пазар, какъвто е България, формулата ще бъде модифицирана, като към нея се добави премия за странови риск (CRP):

$$r = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + CRP$$

Безрисковата норма на възвръщаемост е определена на база доходността по бенчмарковите германски десетгодишни облигации. Според данните от агенция Bloomberg, текущата доходност по тези книжа е 0,444%. Използвана е последната емисия на германски ДЦК с ISIN DE0001102416, падежираща на 15.02.2027 г., тъй като тя е и най-ликвидната. По същество нейната доходност не се различава съществено от т. нар. Generic Government Yield (0.45%).

Бета - коефициентът отразява пазарния (систематичен) риск на дружеството. Той измерва волатилността на акциите на “Софарма” АД спрямо волатилността на пазара като цяло. Тъй като акциите на дружеството са едни от най-търгуваните емисии на БФБ – София, считаме че пазарният бета коефициент на дружеството дава адекватна представа за неговия систематичен риск. По тази причина в изчислението на цената на финансиране със собствен капитал е използван коефициент, основан именно на регресионни данни. По данни на агенция Bloomberg актуалният бета-коефициент на Софарма към е 1,028. Използвана е т.нар. Adjusted Beta, която е изчислена на база седмични цени за последните 24 месеца.

Изчислението на пазарната рискова премия за неразвит пазар с относително кратка история като българския е проблематично. По тази причина като алтернатива е избран подход, при който към пазарната рискова премия за развит пазар е добавена премия за странови риск. Данни за историческата възвръщаемост показват, че глобалната пазарна рискова премия варира средно между 4% и 6%. В своите публикации и статистически данни проф. Дамодаран¹ също посочва 5,69% като актуално ниво на рисковата премия за зрял пазар на акции към началото на 2017 г.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (какъвто е рейтинга на България според Moody’s) и безрисковата норма на възвръщаемост. Отново по данни на същия източник правителствените облигации с рейтинг Ваа2 се търгуват с премия от 220 базисни точки над книжа с рейтинг ААА. Проф. Дамодаран препоръчва коригиране на тази надбавка с коефициент, измерващ относително по-високата волатилност на пазарите на акции спрямо тези на облигации. Съгласно публикуваните от него исторически данни, този коефициент е със стойност 1,23. След направената корекция стойността на премията за странови риск възлиза на 271 базисни точки или 2,71%.

Окончателното изчисление на цената на финансиране със собствен капитал е представено в таблицата по-долу:

Безрискова доходност	0,444%
Бета - коефициент	1,028
Рискова премия за развит пазар на акции	5,69%
Премия за странови риск	2,71%
Цена на финансиране със собствен капитал	9.00%

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

При определяне цената на финансиране с дългов капитал, естествена отправна точка би била лихвената статистика, публикувана от Българската Народна Банка. Според актуалните данни на БНБ, средната лихва по кредити в левове за нефинансови предприятия (с изключение на овърдрафтите) за месец януари 2017 г. е 4,51%. Считаме обаче, че поради бизнес историята си, обема на операциите и услугите, които ползва, "Софарма" АД има възможност да се финансира при по-ниски лихвени нива. С оглед на оповестената във финансовите отчети на дружеството информация относно източниците му на външно финансиране и след съпоставка на годишните лихвените разходи спрямо лихвоносните пасиви, считаме, че цената на финансиране с дългов капитал за Софарма е около 2%.

Освен собствен капитал и банково и лизингово финансиране, Групата използва и безвъзмездни помощи от публични институции (общински, държавни и международни институции, вкл. по реда на използване на Европейските фондове и програми), за да финансира своите операции. Поради характера на тези средства, върху тях не се дължи лихва и следователно цената на финансиране с тях е 0%.

Справка за всички източници на финансиране е представена в следващата таблица.

Таблица № 31 Източници на финансиране на Софарма АД

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Собствен капитал	365 812	391 353	414 272	431 637	457 640	482 949
Привлечен капитал, в т. ч.:	219 839	273 917	274 800	276 998	247 470	229 847
Дългосрочни банкови заеми	23 280	56 844	55 992	45 820	38 876	25 924
Краткоср. част от дългосрочните банкови заеми	42 650	9 559	7 083	10 772	14 784	9 408
Краткосрочни банкови заеми	151 765	203 994	208 643	217 360	190 785	167 966
Дългосрочни лизингови задължения	1 534	2 509	2 382	2 103	1 957	2 642
Краткосрочни лизингови задължения	610	1 011	700	943	1 068	1 046
Задължения по договор за факторинг	0	0	0	0	0	22 861
Правителствени финансираня, в т. ч.:	346	3 030	6 279	8 497	10 719	10 235
Дългосрочна част	0	2 567	5 612	7 558	9 343	9 011
Краткосрочна част	346	463	667	939	1 376	1 224
ОБЩО	585 997	668 300	695 351	717 132	715 829	723 031

* Краткосрочната част от лизинговите задължения и правителствените финансираня е са отчетени като „Други текущи задължения“ в отчетите на Групата за съответните години.

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани отчети за 2016 г.

Въз основа на горепосочените данни, капиталовата структура (в процентно съотношение) на "Софарма" АД към 31.12.2016 г. е както следва:

Таблица № 32 Капиталова структура на „Софарма“ АД

	31.12.2016	Относителен дял
	хил. лв.	%
Собствен капитал	482 949	66.80%
Привлечен капитал	229 847	31.79%

Правителствени финансираня	10 235	1.42%
Общо	723 031	100.00%

Източник: Предварителни неаудирани консолидирани отчети за 2016 г.

С оглед на капиталовата структура, изчислението на среднопретеглената цена на капитала (WACC) на "Софарма" следва е модифицирано както следва:

$$WACC = WE \times r + WD \times CD \times (1 - T) + WGF \times CCF$$

където:

WGF - относителен дял на правителствените финансираня в капиталовата структура

CCF - цена на правителствени финансираня

Таблица № 33: Среднопретеглена цена на капитала на "Софарма" АД

WACC	
Цена на финансиране със собствен капитал	9,00%
Цена на финансиране с привлечен капитал	2,0%
Цена на правителствени финансираня	0,0%
Дял на дълга в капиталовата структура	31,79%
Дял на собствения капитал в капиталовата структура	66,80%
Дял на правителствените финансираня в капиталовата структура	1,42%
Данъчна ставка	10%
Среднопретеглена цена на капитала	6,59%

КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци е получена справедливата стойност на Софарма като действащо предприятие към 17.03.2017 г. (датата на обосновката). Периодът на дисконтиране и респективно дисконтовият фактор са определени на база реалния брой дни през съответния период. Така първият период е определен като броя на дните между датата на обосновката и 31.12.2017 г. (289 дни), разделени на броя дни в годината (365 дни).

Справедливата стойност на собствения капитал на "Софарма" АД е получена като от справедливата стойност на компанията са приспаднати нетният дълг, задълженията към персонала при пенсиониране и размерът на неконтролиращото участие, посочени в предварителния неаудирани консолидиран отчет на дружеството към за 2016 г.

Размерът на нетния дълг, използван за изчислението на справедливата стойност на собствения капитал на дружеството, не включва задълженията във връзка с правителствени финансираня. Макар тези задължения да се явяват вид безвъзмезден капитал, с който Групата финансира операциите и инвестициите си (и следователно са компонент от капиталовата структура), връщане на тези средства на предоставилия ги орган не се предвижда, тъй като е налице разумна сигурност, че Групата е спазила и спазва условията и изискванията по дарението.

Таблица № 34: Нетен дълг на „Софарма“ АД

	ХИЛ. ЛВ.
Дългосрочни банкови заеми	25 924
Краткоср. част от дългосрочните банкови заеми	9 408
Краткосрочни банкови заеми	167 966
Дългосрочни лизингови задължения	2 642
Краткосрочни лизингови задължения	1 046
Задължения по договор за факторинг	22 861
(-) Парични наличности в края на периода	-22 524
Нетен дълг	207 323

Източник: Предварителни неаудирани консолидирани отчети за 2016 г.

При определяне справедливата цена на една акция е използван консолидираният брой на акциите в обращение на дружеството към датата на обосновката (128 984 317 бр.)

Таблица № 35 (а): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Софарма“ АД - Реалистичен сценарий

	ХИЛ. ЛВ.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби		915 248	965 689	1 026 495	1 099 195	1 190 471
Други приходи		4 576	4 828	5 132	5 496	5 952
Разходи за суровини и материали		(82 372)	(86 912)	(90 332)	(96 729)	(104 761)
Балансова ст-ст на продадени стоки		(604 064)	(640 252)	(682 619)	(730 965)	(791 663)
Разходи за амортизации		(27 406)	(27 109)	(26 635)	(26 091)	(25 547)
Други оперативни разходи		(158 338)	(164 167)	(169 372)	(181 367)	(190 475)
Печалба от дейността		47 644	52 078	62 670	69 539	83 977
Данъчна ставка		10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци		42 880	46 870	56 403	62 585	75 579
(+) Разходи за амортизации		27 406	27 109	26 635	26 091	25 547
(-) Капиталови разходи		(29 288)	(32 833)	(37 980)	(24 182)	(26 190)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		(24 269)	(9 931)	(18 905)	(22 255)	(32 239)
Свободен паричен поток (FCFF)		16 729	31 214	26 153	42 238	42 696
Дисконтов фактор		0.9508	0.8920	0.8369	0.7852	0.7367
Настояща стойност на паричните потоци		15 905	27 843	21 887	33 165	31 453
Терминална стойност		949 640				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст		699 562				
Стойност на предприятието		829 815				
(-) Нетен дълг		207 323				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране		4 365				
(-) Неконтролиращо участие		34 377				
Справедлива стойност на собствения капитал		583 750				
Брой акции в обращение (хил.)		128 984				
Справедлива ст-ст на една акция (лв.)		4,526				

Таблица № 35 (б): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на "Софарма" АД - Песимистичен сценарий

Хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	906 682	942 637	989 722	1 046 925	1 113 894
Други приходи	4 533	4 713	4 949	5 235	5 569
Разходи за суровини и материали	(81 601)	(84 837)	(89 075)	(94 223)	(100 250)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(593 671)	(617 214)	(648 044)	(685 499)	(729 349)
Разходи за амортизации	(27 385)	(27 031)	(26 468)	(25 856)	(25 294)
Други оперативни разходи	(165 016)	(171 560)	(180 129)	(190 540)	(202 729)
Печалба от дейността	43 541	46 708	50 954	56 041	61 842
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	39 187	42 038	45 859	50 437	55 658
(+) Разходи за амортизации	27 385	27 031	26 468	25 856	25 294
(-) Капиталови разходи	(29 014)	(32 050)	(36 620)	(23 032)	(25 620)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(13 288)	(12 568)	(19 171)	(20 152)	(23 593)
Свободен паричен поток (FCFF)	24 270	24 450	16 537	33 108	31 739
Дисконтов фактор	0.9508	0.8920	0.8369	0.7852	0.7367
Настояща стойност на паричните потоци	23 075	21 810	13 839	25 996	23 381
Терминална стойност	633 409				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	466 607				
Стойност на предприятието	574 708				
(-) Нетен дълг	207 323				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	4 365				
(-) Неконтролиращо участие	34 377				
Справедлива стойност на собствения капитал	328 643				
Брой акции в обращение (хил.)	128 984				
Справедлива ст-ст на една акция (лв.)	2,548				

Таблица № 35 (в): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на "Софарма" АД - Оптимистичен сценарий

Хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	922 663	977 238	1 042 275	1 129 358	1 233 406
Други приходи	4 613	4 886	5 211	5 647	6 167
Разходи за суровини и материали	(83 040)	(85 997)	(90 678)	(97 125)	(106 073)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(604 135)	(644 977)	(687 901)	(748 200)	(817 131)
Разходи за амортизации	(27 425)	(27 155)	(26 718)	(26 214)	(25 724)
Други оперативни разходи	(159 621)	(166 130)	(171 975)	(186 344)	(197 345)
Печалба от дейността	53 056	57 865	70 214	77 123	93 300

Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	47 750	52 078	63 193	69 410	83 970
(+) Разходи за амортизации	27 425	27 155	26 718	26 214	25 724
(-) Капиталови разходи	(29 525)	(33 226)	(38 564)	(24 846)	(27 135)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(17 462)	(10 932)	(19 831)	(26 082)	(35 632)
Свободен паричен поток (FCFF)	28 188	35 075	31 515	44 696	46 927
Дисконтов фактор	0.9508	0.8920	0.8369	0.7852	0.7367
Настояща стойност на паричните потоци	26 800	31 287	26 375	35 094	34 569
Терминална стойност	1 177 193				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	867 191				
Стойност на предприятието	1 021 317				
(-) Нетен дълг	207 323				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	4 365				
(-) Неконтролиращо участие	34 377				
Справедлива стойност на собствения капитал	775 252				
Брой акции в обращение (хил.)	128 984				
Справедлива ст-ст на една акция (лв.)	6,010				

СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА ПО МЕТОДА НА ДИСКОНИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА ДРУЖЕСТВОТО

При определяне на крайната оценка на справедливата стойност на акциите на "Софарма" АД са взети под внимание резултатите и от трите разглеждани сценария за развитие на дружеството като е дадено еднакво тегло на всеки един от тях.

Таблица № 36: Справедлива цена на "Софарма" АД по метода на дисконтираните парични потоци

	Цена на акция (лв.)	Тегло
Реалистичен сценарий	4,526	33,33%
Песимистичен сценарий	2,548	33,33%
Оптимистичен сценарий	6,010	33,33%
Среднопретеглена цена по метода (лв.)		4,361

МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

Методът на пазарните множители на дружества-анализи е един от основните методи за оценка на стойността на едно дружество и е широко използван от инвеститори и анализатори за определяне на справедливата стойност на дадена компания. Много важен при прилагането на този метод е изборът на дружества-анализи, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Вземат се предвид сходни характеристики на оценяваната компания и анализите като предмет на дейност и пазари, на които оперират. Важно е компаниите-анализи

да бъдат търгувани на регулиран пазар и да е налична навременна информация за финансовите им показатели и пазарните цени.

За определяне на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД по метода на пазарните множители на дружества-аналози са избрани диверсифицирани публични компании от фармацевтичния сектор в Централна и Източна Европа, чиито акции са борсово търгувани. При определяне на пазарната им капитализация е използвана цена на затваряне на акциите към датата, предхождаща датата на обосновка на настоящата оценка (16.03.2017) или последно обявена борсова цена, в случай че в деня, предхождащ датата на обосновката, не е имало търговия със съответната емисия.

Характеристики на оценяваното дружество:

“Софарма” АД (Борсов код: 3JR BU)

“Софарма” АД е водещ български производител, износител и дистрибутор на фармацевтични продукти с над 80-годишна история и със силно присъствие в Източна и Югоизточна Европа. Освен “Софарма” АД, Групата включва още 48 компании (след придобиването на мажоритарния дял във Вета Фарма АД през ноември 2016 г.), сред които 38 дъщерни дружества, директно или индиректно контролирани от Софарма, 7 съвместни и 3 асоциирани предприятия.

Основната дейност на “Софарма” АД и дружествата от групата включва:

- Производство на фармацевтични продукти в областта на кардиологията, гастроентерологията, овладяване на болката и др.;
- Дистрибуция на продукти, свързани със здравето;
- Нефармацевтични дейности - производство на пластмасови материали за еднократна употреба, обработка на опасни отпадъци, изпитване на различни видове храни, води, фуражи, напитки и др.

Дружеството и производствените му дъщерни дружества разполагат с 13 фармацевтични завода в България, съобразени с изискванията на ЕС - GMP, един завод в Украйна, сертифициран от местните власти, който сертификат е признат във всички държави от ОНД. Дружеството има повече от 210 продукта в своето портфолио: основно генерици и 15 оригинални продукта, като 12 от продуктите са на растителна основа.

През 2016 г. консолидираните приходи на “Софарма” АД възлизат на 881,68 млн. лв., а пазарната капитализация на компанията към 16.03.2017 г. достига 507,38 млн. лв.

Избрани дружества – аналози:

KRKA DD (Борсов код: KRKG SV)

Компанията KRKA, основана през 1954 г. в Словения, разработва, произвежда и продава лекарствени продукти, както на местния пазар, така и в чужбина. Портфолиото на компанията включва лекарства за сърдечносъдови заболявания, заболявания, свързани с метаболизма, централната нервна система, инфекции, заболявания на кръвта и респираторната система, както и дерматологични продукти. KRKA предлага и продукти, за които не е необходима рецепта – за третиране на алергии, болка, настинка, главоболие, мускулни болки, за подсилване на паметта

и имунната система, за нарушения в съня, депресия и други. Дружеството произвежда също хранителни добавки и витамини, както и ветеринарни продукти. KRKA инвестира в разработването на генерични лекарства, които продава под собствени марки.

През 2016 г. продажбите на компанията възлизат на 1.17 млрд. евро, а пазарната ѝ капитализация достига 1,74 млрд. евро (3.4 млрд. лв.) към 16.03.2017 г.

Grindeks AS (Борсов код: GRD1R LR)

Grindeks е водещата фармацевтична компания в балтийските страни. Дружеството разработва, произвежда и продава както оригинални, така и генерични продукти и активни фармацевтични субстанции. Компанията е специализирана в производството на сърдечносъдови и противотуморни медикаменти; също така предлага и над 100 лекарства, които могат да се продават без рецепта. Grindeks има 4 дъщерни дружества – в Латвия, Естония и Русия, както и представителни офиси в 11 държави. Над 90% от продукцията на компанията се изнася, като основни експортни пазари са балтийските страни, Русия, ОНД, страните от ЕС, Япония, САЩ и Канада.

Grindeks е генерирала приходи от продажби в размер на 105.4 млн. евро за 2016 г. Пазарната капитализация на дружеството възлиза на близо 46.7 млн. евро (91.3 млн. лв.) към 16.03.2017 г.

Alkaloid AD (Борсов код: ALK MS)

Alkaloid е македонска фармацевтична компания с 80-годишна история, която предлага лекарства за третиране на сърдечносъдови, дерматологични, гинекологични заболявания, както и заболявания на нервната система, гастроинтестиналния тракт, кръвта, инфекциозни заболявания и други. Дружеството също предлага различни соли, чайове, химикали, деминерализирана вода и др. Важни за бизнеса на Alkaloid са козметичната, ботаническа и химическа дивизии. Компанията има 13 дъщерни дружества, базирани в Сърбия, Черна гора, Косово, Албания, България, Швейцария, Русия, Румъния, Украйна и др.

През 2016 г. Alkaloid е реализирала приходи в размер на 127.6 млн. евро, а пазарната капитализация на дружеството към 16.03.2017 г. е 131.5 млн. евро (257.2млн. лв.).

Olainfarm JSC (Борсов код: OLF1R LR)

Olainfarm е сред големите фармацевтични компании в балтийските страни, предлагайки над 60 лекарствени продукта, 25 активни фармацевтични субстанции и над 20 междинни продукта. Продуктите на компанията са насочени към третиране на неврологични, сърдечносъдови заболявания, Алцхаймер, противогрипни медикаменти, както и антибактериални агенти. Дружеството извършва съвместна дейност с пазарни лидери като Actavis, Teva, Novartis и много други.

Olainfarm държи мажоритарен дял от капитала на водещ латвийски производител на хранителни добавки, както и притежава собствена верига аптеки, дружество-производител на медицински изделия и компания за еко-козметика.

Едва 5-10% от продукцията на Olainfarm се реализира на латвийския пазар, останалата част е предназначена за износ на над 40 пазара по света, като основни експортни пазари са Русия, Украйна, Беларус, Холандия, Великобритания и др.

Генерираните приходи на компанията за 2015 г. са в размер на 97.392 млн. евро, а пазарната ѝ капитализация към 16.03.2017 г. е 130 млн. евро (254.3 млн. лв.).

Таблица № 37: Основни финансови показатели за “Софарма” АД и дружествата-аналози

	Софарма АД	KRKA DD	Grindeks	ALKALOID	Olainpharm
	3JR BU	KRKG SV	GRDIR LR	ALK MS	OLFIR LR
	BGN	EUR	EUR	MKD	EUR
Показатели (хил.)	конс.	конс.	конс.	конс.	конс.
Приходи от продажби	881 684	1 174 424	105 367	8 292 770	111 275
Оперативна печалба	42 466	122 435	12 145	854 487	10 398
Нетна печалба	50 692	108 456	9 426	731 850	10 086
Нетна печалба за акционерите на предприятието-майка	46 342	108 452	9 438	731 818	10 079
Дълготрайни активи	412 323	1 038 067	76 968	5 438 710	81 249
Краткотрайни активи	440 856	873 451	99 686	5 152 536	63 756
Общо активи	853 179	1 911 518	176 654	10 591 246	145 005
Дълготрайни пасиви	53 041	115 313	19 535	94 513	25 341
Краткотрайни пасиви	317 189	351 761	37 758	2 053 328	24 501
Нетен дълг	207 323	-38 630	24 419	229 971	22 540
Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	448 572	1 443 388	119 270	8 442 624	95 126
Собствен капитал	482 949	1 444 444	119 361	8 443 405	95 163
Брой акции (издадени)	134 797 899	32 793 448	9 585 000	1 431 353	14 085 078
Брой акции (в обращение)	128 984	32 300 318	9 585 000	1 416 612	14 085 078
Текуща цена на акция (местна валута)	3.764	53.00	4.87	5 657.00	9.23
Пазарна капитализация (местна валута)	507 379 292	1 738 052 744	46 678 950	8 097 163 921	130 005 270
Пазарна капитализация (евро)	259 418 913	1 738 052 744	46 678 950	131 509 378	130 005 270
Коефициенти					
Годишен ръст на приходите	0.77%	0.84%	27.5%	5.50%	14.25%
Норма на оперативната печалба	4.8%	10.4%	11.5%	10.3%	9.3%
Норма на нетна печалба	5.3%	9.2%	8.9%	8.8%	9.1%
Възвръщаемост на активите	5.4%	5.7%	5.3%	6.9%	7.0%
Възвръщаемост на собств. капитал	9.6%	7.5%	7.9%	8.7%	10.6%
Обща ликвидност	1.39	2.48	2.64	2.51	2.6
Нетен дълг/Собств. капитал	0.43	n/a	0.20	0.03	0.24
Нетен дълг/Активи	0.24	n/a	0.14	0.02	0.16
Продажби на една акция	6.84	36.36	10.99	5853.95	7.90
Печалба на една акция	0.36	3.36	0.98	516.60	0.72
Счетоводна ст-ст на една акция	3.48	44.69	12.44	5898.35	6.75
Пазарни коефициенти					
Цена/Продажби	0.55	1.46	0.443	0.966	1.168

Цена/Печалба	10.48	15.79	4.95	10.95	12.90
Цена/Счетоводна ст-ст на акция	1.08	1.19	0.39	0.96	1.37

*Пазарната капитализация на Alkaloid в евро е изчислена при курс EUR/MKD = 61,5710

Източник: Bloomberg, предварителни годишни отчети на компаниите за 2016 г.

Оценка на акциите на "Софарма" АД по модела на пазарните множители на дружества-аналози

Съгласно разпоредбите на Наредба № 41 на КФН при оценката на „Софарма“ АД по метода на пазарните множители на дружества аналози са използвани следните коефициенти:

- **Коефициент Цена на една акция/Продажби на една акция (P/S)** – изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и неговите нетни приходи от продажби на една акция за последните 12 месеца;
- **Коефициент Цена на една акция/Печалба на една акция (P/E)** - изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и неговата нетна печалба за последните 12 месеца;

Коефициент Цена на една акция/Счетоводна стойност на една акция (P/B) - изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и тяхната счетоводна стойност към датата на последния публикуван финансов отчет.

Таблица № 38: Справедлива цена на една акция по метода на пазарните множители на дружества - аналози

Компания	P/S	P/E	P/B
KRKA DD	1,46	15,79	1,19
Grindeks	0,44	4,95	0,39
ALKALOID AD	0,97	10,95	0,96
Olainpharm	1,17	12,90	1,37
Медианна стойност на коефициента	1,07	11,92	1,07

	Приходи от продажби на акция	Печалба на акция	Счетоводна ст-ст на една акция
Показатели на "Софарма" АД	6,84 лв.	0,36 лв.	3,48 лв.

Ст-ст на една акция на "Софарма" АД, получена въз основа на:

P/S	7,296 лв.
P/E	4,281 лв.
P/B	3,730 лв.
Средна цена	5,102 лв.

При изчислението на справедливата цена на акциите на „Софарма“ АД са използвани следните показатели на дружеството:

- Приходи от продажби на акция – 6,84 лв., изчислени като съотношение между продажбите на дружеството за 2016 г. (881 684 хил. лв.) и броя на акциите в обращение на дружеството в края на периода (128 984 317 бр.).
- Печалба на акция – 0,36 лв., изчислена като съотношение между нетната печалба за акционерите на предприятието-майка за 2016 г. (46 342 хил. лв.) и средно-претегления брой акции в обращение за същия период (129 081 505 бр.).
- Счетоводна стойност на една акция – 3,32 лв., изчислена като съотношение между счетоводната стойност на собствения капитал на дружеството, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка (428 028 хил. лв.), оповестена в последно публикувания финансов отчет на дружеството и броя на акциите в обращение на дружеството в края на периода (128 984 317 бр.).

При изчислението на цената на акция по този метод, всеки от посочените множители P/S P/E и P/B е получил еднакво тегло в крайната оценка, а именно 33.33%. Така приложени, получените коефициенти дават оценка на една акция на “Софарма“ АД, на база пазарните множители на дружествата-аналози, в размер на **5,102 лв.**

МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Съгласно разпоредбите на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41 стойността на акциите на “Софарма” АД по метода на нетната балансова стойност на активите се определя като общата сума на активите по баланса на дружеството се намали със стойността на текущите и нетекущи задължения, както и всички законови вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и след това се раздели на общия брой обикновени акции в обръщение. Всички данни и изчисления се базират на последния публикуван консолидиран финансов отчет на “Софарма” АД преди датата на обосновката на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Резултатът от изчисленията на база на предварителния консолидиран финансов отчет на “Софарма” АД за 2016 г. е **3,744 лв.** за една акция на дружеството.

Таблица № 39: Справедлива цена на една акция на база метода на нетната стойност на активите

Финансов показател	ХИЛ. ЛВ.
1 Активи	853 179
2 Дългосрочни задължения	53 041
3 Краткосрочни задължения	317 189
(1-2-3) Нетна стойност на активите	482 949
Общ брой акции в обращение	128 984 317
Нетна стойност на активите на една акция (лв.)	3,744

Източник: Предварителни неаудирани консолидирани финансови отчети на “Софарма” АД за 2016 г.

На консолидирана база към датата на настоящата обосновка „Софарма“ АД има 5 813 582 обратно изкупени собствени акции, съответно броят акции в обращение на Дружеството е 128 984 317. Този брой акции е използван за целта на изчисляването на нетната стойност на активите на акция.

3.3. Обосновка на теглата на оценъчните методи

Съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41, Справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопотеглена стойност от: (1) цената на затваряне за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката и (2) стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи - метод на дисконтираните парични потоци, метод на нетната стойност на активите и метод на пазарните множители на дружества-аналози.

Теглата, използвани при оценката на справедливата стойност на акциите на Софарма са избрани така, че най-пълно да съответстват на предмета на дейност и размера на оценяваното дружество, както и на неговите инвестиционни и рискови характеристики. Относителните тегла са както следва:

- На борсовата цена на акция на Софарма към 16.03.2017 г., съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба 41, е присвоено тегло от 60%. Теглото отразява факта, че акциите на дружеството са една от най-търгуваните позиции на БФБ – София, а борсовата цена най-пълно отразява вижданията на инвеститорите за стойността на акциите.
- На цената на акциите, получена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 е присвоено общо тегло от 40%. Цената съгласно оценъчните методи дава теоретичната оценка на акциите, отчитайки нетните активи, потенциала на Дружеството да генерира приходи в бъдеще и сравнявайки компанията с дружества-аналози с подобни характеристики.

Цената на акциите, получена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 е получена като резултатите от използването на отделните методи са претеглени по следните относителни тегла:

- *Метод на дисконтираните парични потоци: 50%.* Методът е важен за оценката на действащо предприятие, защото отразява потенциала за растеж на компанията и икономическата стойност на бизнеса. Този метод позволява в цената да се интегрират многобройните фактори, които влияят върху дейността на една компания - макроикономическа среда, тенденции в сектора, развитие на нови продукти и услуги, нови инвестиции и др. Макар че като недостатък на метода може да се изтъкне високата му чувствителност към конкретните допускания за бъдещото развитие на дружеството, считаме че изготвянето на прогнозата в три сценария – реалистичен, оптимистичен и песимистичен, спомага значително за преодоляването на този недостатък. В тази връзка смятаме, че относително по-високото тегло, дадено на резултатите от този метод, е обосновано.
- *Метод на нетна стойност на активите: 25%.* Методът взема под внимание стойността на активите и пасивите на дружеството към датата на последния финансов отчет и съответно представя балансовата стойност на акция. Макар и да не отразява

потенциала на дружеството да генерира бъдещи приходи, стойността по този метод не се влияе от променливи прогнози и коефициенти и по тази причина считаме, че това е подходящо тегло за резултатите, получени по този метод.

- *Метод на пазарните множители на дружества-аналози: 25%.* Методът позволява върху показателите на оценяваното дружество да бъдат приложени пазарни коефициенти, при които се търгуват сходни компании и така да бъде изведена теоретичната стойност на компанията. Предимството на този метод е, че е пазарно-ориентиран и дава ясна представа за това колко биха платили инвеститорите за компания от даден сектор. От друга страна като основен недостатък може да се изтъкне, че разлики в предмета на дейност, размера, капиталовата структура, пазарите и инвестиционните характеристики между оценяваното дружество и дружествата – аналози могат да доведат до неточности в оценката за справедливата стойност. По тази причина е дадено относително по-ниско тегло на резултатите от този метод.

Таблица № 40: Оценка на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД съгласно оценъчни методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41

	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	4,361	50%
Метод на нетната стойност на активите	3,744	25%
Метод на дружествата -аналози	5,102	25%
Среднопретеглена цена по трите метода (лв.)		4,392

4. Справедлива стойност на акциите на “Софарма” АД

На база цената на затваряне на акциите на “Софарма” АД към 16.03.2017 г., изчислената справедлива стойност на акциите, съгласно методите, посочени в чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 и горепосочените тегла, справедливата цена на акциите на дружеството възлиза на **4,02 лв.**


Таблица № 41: Справедлива цена на акциите на “Софарма” АД

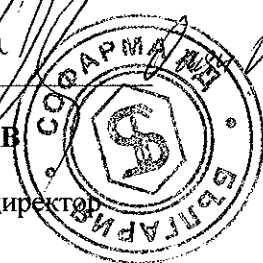
	Получена цена (лв.)	Тегло
Цена на затваряне към 16.03.2017 г.	3,764	60%
Цена, получена по методите, посочени в чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41	4,392	40%
Справедлива цена (лв.)		4,02

*Полученият резултат е закръглен до втората цифра след десетичния знак – от 0-4 надолу, от 5-9 нагоре

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, "СОФАРМА" АД ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 4,02 ЛВ.

За "СОФАРМА" АД:


ОГНЯН ДОНЕВ
Изпълнителен директор



За „СОФИЯ ИНТЕРНেশънъл Секюритиз“ АД:


ИВАЙЛО ТОМОВ,
Изпълнителен директор




АТАНАС КИРИЛОВ ТРАЙЧЕВ,
Председател на Съвета на директорите

На 20.03.2017 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:
Огнян Иванов Донеv, ЕГН 5712226766, с лична карта № 641311145, издадена на 25.10.2010г. от МВР-София - Изпълнителен директор, представляващ "СОФАРМА" АД, ЕИК 831902088, със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. Илиенско шосе № 16 Рег. № 578, Събрана такса: лв.

НОТАРИУС:

