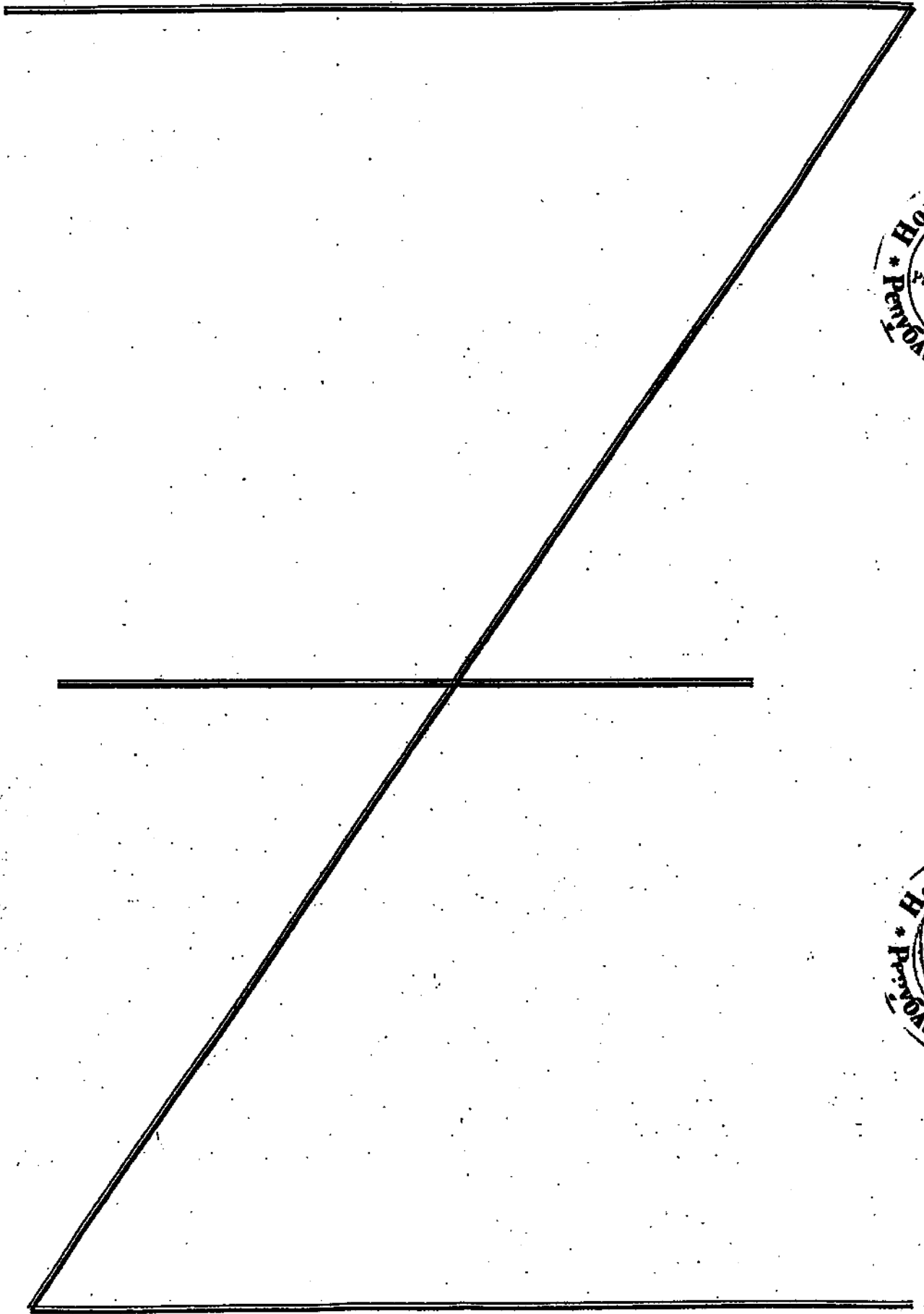


**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП” и ЗК „Български имоти” АД от 30.09.2011 г.

Таблица 19: Прогнозна финансова информация след вливането

Показатели	ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП”	ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП”	Изменение
	преди вливането	след вливането	
<b>Данни от отчета за доходите (х.лв.)</b>			
Спечелени премии, нетни от презастраховане	65 927	81 143	15 216
Възникнали претенции, нетни от презастраховане	-41 292	-51 136	-9 844
Административни разходи	-13 286	-16 503	-3 217
Аквизиционни разходи, нетни от презастраховане (вкл. промяна в отсрочените акв.разходи)	-8 029	-13 386	-5 357
Нетна промяна в животозастрахователните резерви	-1 591	-1 591	0
Други застрахователни разходи/приходи (нетно)	-6 782	-8 312	-1 530
Технически (застрахователен) резултат	-5 053	-9 785	-4 732
Нетни приходи от инвестиции	3 405	4 830	1 425
Други приходи/разходи (нетно)	458	458	0
Печалба/загуба преди данъци	-1 190	-4 497	-3 307
Финансов резултат за периода	-1 424	-4 731	-3 307
<b>Данни от счетоводния баланс (х.лв.)</b>			
Парични средства и парични еквиваленти	41 674	42 820	1 146
Обща стойност на активите	356 414	477 506	121 092
Обща стойност на пасивите	289 317	404 735	115 418
Обща стойност на собствения капитал	67 097	72 880	5 783
<b>Коефициенти за рентабилност</b>			
Нетен коефициент на щетимост	0.64	0.64	0.00
Нетен коефициент на разходи	0.43	0.47	0.04
Нетен комбиниран коефициент	1.07	1.11	0.05
Възвращаемост на собствения капитал	-0.02	-0.06	-0.04
Възвращаемост на активите	0.00	-0.01	-0.01
<b>Коефициенти за една акция</b>			
Коефициент на продажби за 1 акция	40.33	38.56	-1.77
Коефициент на печалба за 1 акция	-0.58	-1.45	-0.86
Коефициент на балансова стойност за 1 акция	27.44	22.26	-5.17
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
Коефициент на изплащане на дивидент	-	-	-



**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП” и ЗК „Български имоти” АД от 30.09.2011 г.

Коефициент на зъдържане на печалбата	-	-	-
Дивидент на една акция	-	-	-
<b>Коефициенти за развитие</b>			
Темп на прираст на премийния приход	-	-	-
Темп на прираст на активите	0.08	-	-
<b>Коефициент на платежеспособност</b>			
Собствени средства, намалени с нематериалните активи / Изискуема граница на платежеспособност	1.36	1.39	0.03
<b>Пазарни коефициенти</b>			
Коефициент цена/продажби	-	-	-
Коефициент цена/печалба	-	-	-
Коефициент цена/счетоводна стойност	-	-	-

Предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството и резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.

#### 4. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

##### 4.1. МЕТОД „ДИСКОНТИРАНИ ЧИСТИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ”

Методът „Дисконтирани чисти парични потоци” (ДЧПП), дефинира, че справедливата стойност на собствения капитал на дружеството е дисконтираната стойност на разумно очакваните бъдещи доходи, които собствениците действително ще получат, ако се сбъдне бизнес прогнозата, на основата на която тези доходи са определени.

Стойността на капитала на компанията е изчислена по формулата:

$$C = \frac{ЧПП1}{(1+r)} + \frac{ЧПП2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ЧПП5}{(1+r)^6} + T, \text{ където}$$

ЧПП - са чистите парични потоци през съответния период (години);

r - е определената норма на дисконтиране

T - е остатъчната (терминална) стойност на обекта в края на прогнозния период, която се определя по формулата на Гордън:

g - е нормата на растеж (ръст) в следпрогнозния период

**Чистият паричен поток** за всяка от годините на прогнозния период е определен по дефиниция

$$T = \frac{ЧПП5x(1+g)}{r-g}, \text{ където}$$



**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП“ и ЗК „Български имоти“ АД от 30.09.2011 г.

на метода, в съответствие с допусканията за всеки отделен сценарий.

**Нормата на растеж** в следпрогнозния период (g) се възприема в размер равен на ръста определен за терминалната година (първата година на следпрогнозния период) в съответствие с допусканията за всеки отделен сценарий, с което се удовлетворява изискването на метода, за устойчивост на ръста на дружеството в следпрогнозния период.

**Норма на дисконтиране.** В практиката са познати няколко метода за извеждането на норма на дисконтиране, приложими в зависимост от използвания паричен поток. Като е отчетена спецификата на оценяваното дружество е приложен метода на среднопретеглената стойност на капитала (WACC). При определянето на дисконтовата норма по метода е използвана формулата:

$$WACC = Rd \times (1-T) \times D + Ke \times E,$$

Където:

Rd – лихвен процент (стойност) на привлечения капитал. Възприет равен на алтернативна възвращаемост за аналогични вложения в краткосрочни кредити, приет съгласно отчетени по статистика на БНБ към 30.06.2011 г. в размер на 7,45 ([www.bnb.bg](http://www.bnb.bg));

T – действаща данъчна ставка – 10%;

D – относителен дял (процентно отношение) на привлечен капитал в капиталовата структура по баланса на оценяваното дружество;

E – относителен дял (процентно отношение) на собствения капитал в капиталовата структура по баланса на оценяваното дружество.

Ke – стойност (процент) на собствения капитал, представляваща дисконтова норма за собствен капитал определена по метода CAPM;

Приложената формула за изчисление на CAPM е:

$$Ke = Rf + \beta (Rd - Rf) + Ru$$

Където :

Ke - дисконтова норма

Rf - възвращаемост на безрисковите инвестиции Rf = 4,45% отразяваща възвращаемостта на дългосрочни държавни ценни книжа към юни 2011 г. (източник [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)).

$\beta$  - риск на оценявания актив, получен чрез корелация на възвращаемостта на актива и тази на капиталовия пазар.  $\beta$  е определена в размер на 0,76, на база информация за акции на група от подбрани компании пазарни аналози търгувани на световните борси и работещи в същия бизнес сегмент (източник [ft.com/marketsdata](http://ft.com/marketsdata) ).

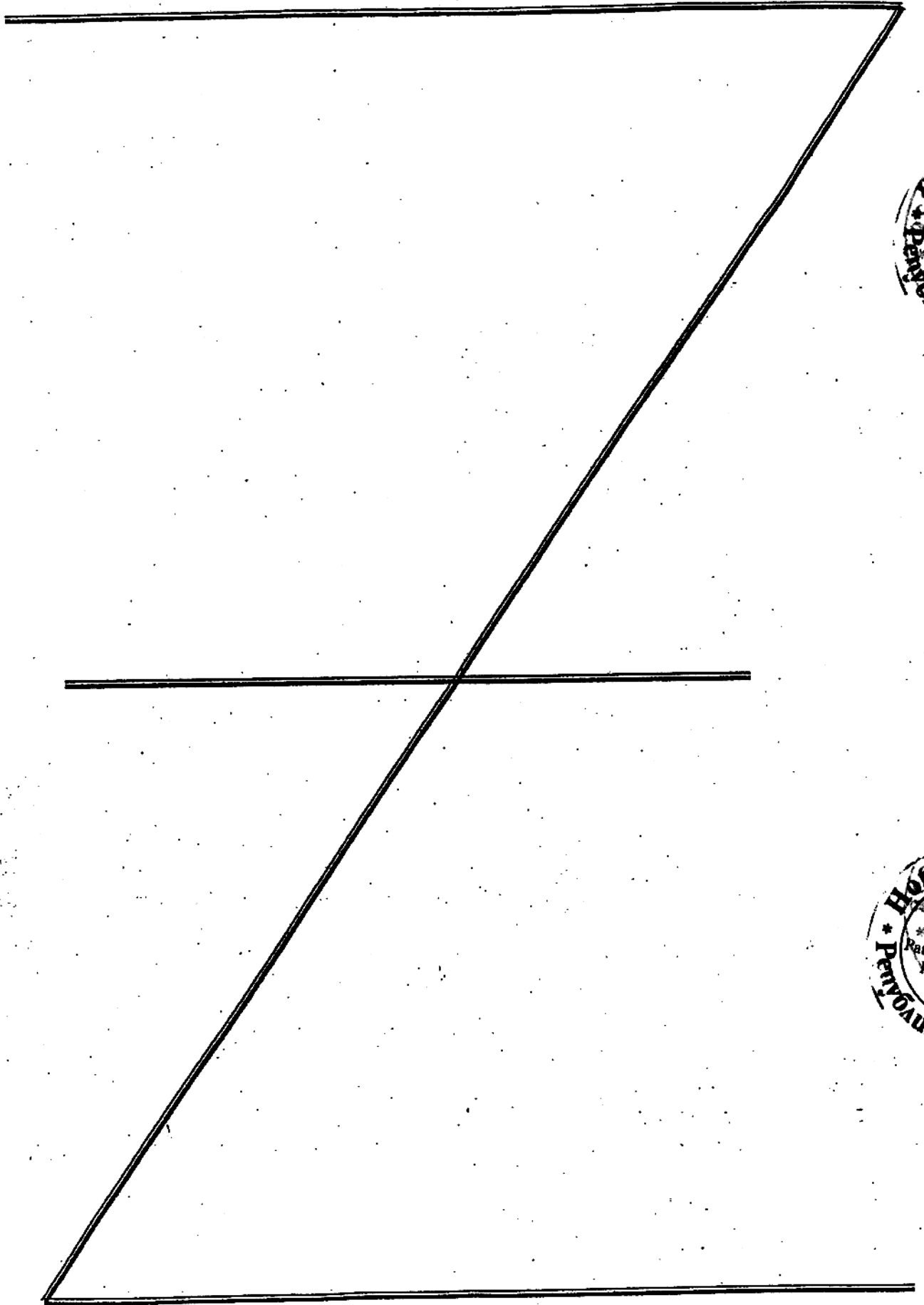
Rd – алтернативна възвращаемост за аналогични вложения за разглеждания пазар (разгледан в предходната формула) = 7,45%.

Ru - специфичен риск за оценяваната компания изчислен на 1,30%.

След прилагане на формулата, получената дисконтова норма по CAPM е 8,75%.

Прилагането на формулата за WACC е таблично илюстрирана:

	After Tax Cost of Capital	% in Capital Structure	Weighted Cost
Debt	6.71%	81.3%	5.5%
Equity	8.75%	18.7%	1.6%



ИЖИ  
Район  
Р.С.

ИЖИ  
Район на гет  
Р.С.

**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП“ и ЗК „Български имоти“ АД от 30.09.2011 г.

WACC

7,09%

След прилагане на метода, дисконтовата норма, приета за целите на настоящата оценка е изчислен в размер на **7,09%**.

*Прогноза за развитие на компанията*

Разработката съдържа два етапа на развитие на дружеството прогнозен и следпрогнозен.

Прогнозният период обхваща 6 години. Анализът на състоянието на дружеството, на общата икономическа обстановка и тенденциите за развитие на пазара, показват, че такъв период е напълно достатъчен за постигане на устойчиво икономическо развитие с умерен ръст.

Следпрогнозният (терминален) период е с условно неограничена продължителност. Допуска се, че в този период предприятието ще се развива с темп на нарастване на чистите парични потоци, в съответствие с допускания за съответните сценарии за развитие.

Проектът е развит до ниво на чисти парични потоци, които дават най-реална база за изчисляване на настоящата стойност на собствения капитал на база доходи.

Приходните и разходните потоци са изчислени като реални величини („стоп цени“), без отчитане на бъдещи инфлационни или дефлационни процеси, които трудно могат да бъдат прогнозирани.

За начало на прогнозния период условно е приета датата 30.06.2011 г.

*Прогнозни бизнес сценарии*

За намаляване на степента на непрогнозируемото бъдеще, в настоящата оценка са разработени три бизнес сценария – реалистичен, оптимистичен и песимистичен. Сценариите се отличават един от друг по заложения годишен ръст на паричните потоци за петата и шестата прогнозна година, както и за ръста в терминалната година. При останалите показатели формиращи чистия паричен поток, са използвани идентични допускания и ограничения.

**Реалистичният сценарий** се разглежда като умерен и най-вероятен. Той изцяло се основава на вече разгледаните по-горе очаквания и допускания за прогнозните парични потоци. При преценката на ръста на парични потоци е използван подхода на разумната предпазливост. Заложеният ръст за петата и шестата години от прогнозния период е съответно 6,38% и 5,42%. Терминалната година е развита като продължение на паричните потоци от прогнозния период, а ръста за следпрогнозния период е подчертано консервативен и е възприет в размер от 2,5%.

*Реалистичен сценарий*

хил.лв.

ЧИСТ ПАРИЧЕН ПОТОК	2008	2009	2010	Q2 2011	прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
Нетна печалба	-1 530	-143	-20 305	-1 424	3 612	4 547	7 874	9 449	11 199	14 758
Амортизации	2 159	3 472	2 747	2 654	3 134	3 412	3 606	3 756	3 995	4 212
Изменение на активи	x	28 211	-11 945	16 938	-22 611	15 585	16 146	16 901	16 865	10 636





**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП” и ЗК „Български имоти” АД от 30.09.2011 г.

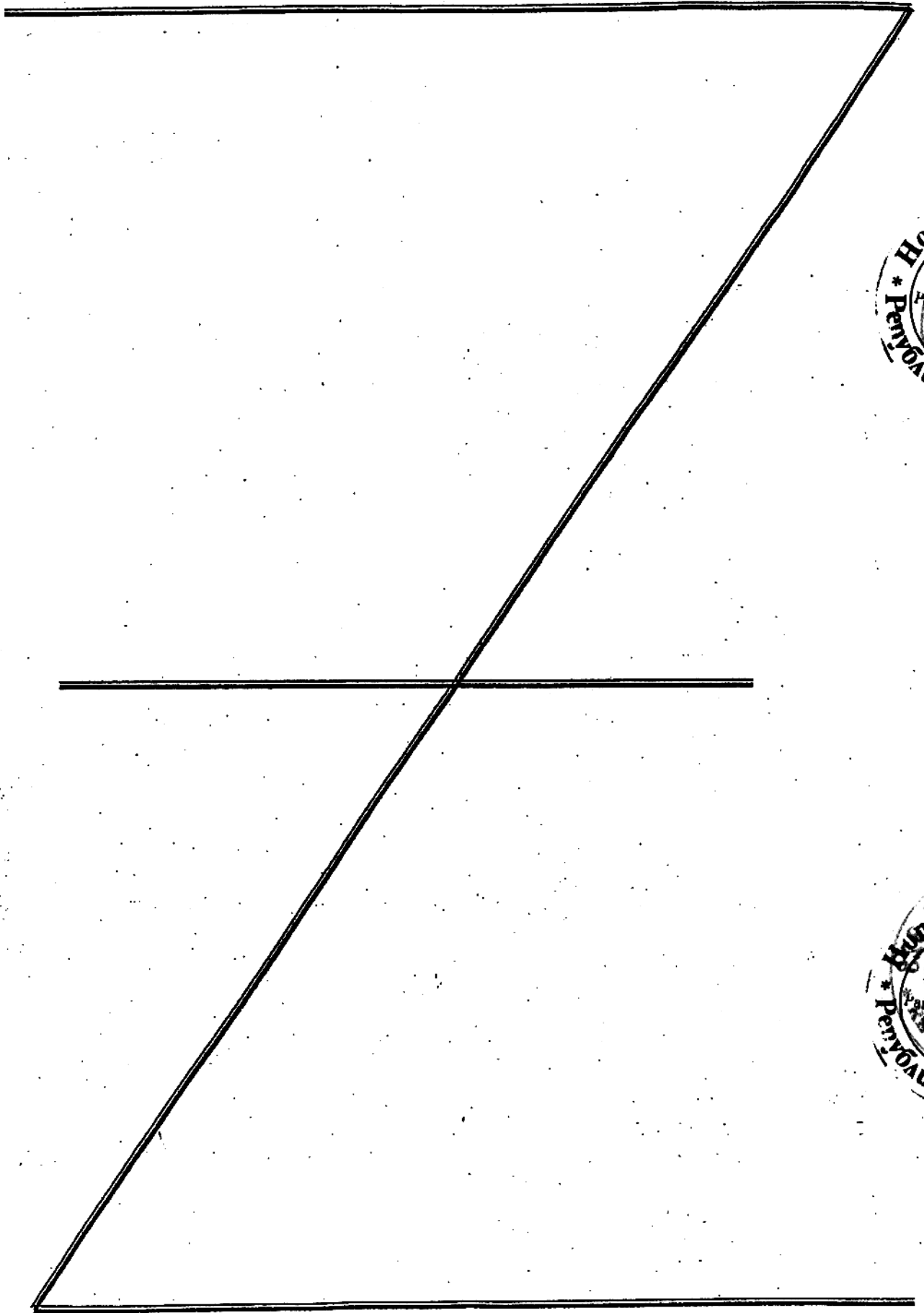
Изменение на пасиви	x	585	13 563	-3 377	3 497	6 803	2 529	933	3 311	10 072
Изменение на акционерен капитал	0	9 693	0	21 491	0	0	0	0	0	0
<b>Чист паричен поток</b>	<b>x</b>	<b>-14 604</b>	<b>7 950</b>	<b>2 406</b>	<b>32 854</b>	<b>-822</b>	<b>-2 138</b>	<b>-2 763</b>	<b>1 641</b>	<b>18 405</b>
Дисконтов фактор					0.9342	0.8727	0.8153	0.7617	0.7116	0.6647
Дисконтиран паричен поток					<b>30 692</b>	<b>-718</b>	<b>-1 743</b>	<b>-2 104</b>	<b>1 167</b>	<b>12 235</b>
Норма на дисконтиране	7.0%									
Прогнозна стойност	39 529									
Терминална стойност	276 048									
<b>Собствен капитал</b>	<b>315 577</b>									

**Оптимистичният сценарий** предполага по-бързо подобряване на макроикономическата среда и повишаване на жизнения стандарт на населението, в резултат на което е твърде вероятно, застрахователния пазар, а и компанията да се развива с по-високи темпове от тези, предвидени по реалистичния сценарий. Предполагено е, че ръста за петата и шестата прогнозни години ще е по-висок с 1% от предвиденото за реалистичния сценарий (съответно 7,38% и 6,42%). Ръста на паричните потоци за след прогнозния период се допуска, че ще бъде в размер на 3,5%. За останалите показатели формиращи паричния поток, са използвани аналогични допускания и ограничения, както при реалистичния сценарий.

*Оптимистичен сценарий*

*хил.лв.*

ЧИСТ ПАРИЧЕН ПОТОК	2008	2009	2010	Q2 2011	прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
Нетна печалба	-1 530	-143	-20 305	-1 424	3 612	4 547	7 874	9 449	11 425	15 233
Амортизации	2 159	3 472	2 747	2 654	3 134	3 412	3 606	3 756	4 033	4 292
Изменение на активи	x	28 211	-11 945	16 938	-22 611	15 585	16 146	16 901	22 671	13 939
Изменение на пасиви	x	585	13 563	-3 377	3 497	6 803	2 529	933	4 569	11 840
Изменение на акционерен капитал	0	9 693	0	21 491	0	0	0	0	0	0
<b>Чист паричен поток</b>	<b>x</b>	<b>-14 604</b>	<b>7 950</b>	<b>2 406</b>	<b>32 854</b>	<b>-822</b>	<b>-2 138</b>	<b>-2 763</b>	<b>-2 644</b>	<b>17 425</b>
Дисконтов фактор					0.9342	0.8727	0.8153	0.7617	0.7116	0.6647



**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП“ и ЗК „Български имоти“ АД от 30.09.2011 г.

Дисконтиран паричен поток					30 692	-718	-1 743	-2 104	-1 882	11 583
Норма на дискотиране	7.04%									
Прогнозна стойност	35 829									
Терминална стойност	338 382									
<b>Собствен капитал</b>	<b>374 211</b>									

**Песимистичният сценарий** предполага, че ръста на дейността ще бъде по нисък от умерения сценарий, в резултат на негативно влияние на външни за дружеството фактори, които ще доведат до ограничаване на прогнозните парични потоци. В песимистичният сценарий е заложен годишен ръст на прогнозните парични потоци за петата и шестата години с 1% по-ниски от предвиденото за реалистичния сценарий (съответно 5,38% и 4,42%). Ръста на паричните потоци за след прогнозния се допуска, че ще бъде в размер на 1,5%. За останалите показатели формиращи паричния поток, са използвани аналогични допускания и ограничения, както при реалистичния сценарий.

*Песимистичен сценарий*

ЧИСТ ПАРИЧЕН ПОТОК	2008	2009	2010	Q2 2011	прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
Нетна печалба	-1 530	-143	-20 305	-1 424	3 612	4 547	7 874	9 449	9 974	10 479
Амортизации	2 159	3 472	2 747	2 654	3 134	3 412	3 606	3 756	3 958	4 133
Изменение на активи	x	28 211	-11 945	16 938	-22 611	15 585	16 146	16 901	11 113	7 450
Изменение на пасиви	x	585	13 563	-3 377	3 497	6 803	2 529	933	2 065	9 163
Изменение на акционерен капитал	0	9 693	0	21 491	0	0	0	0	0	0
<b>Чист паричен поток</b>	<b>x</b>	<b>-14 604</b>	<b>7 950</b>	<b>2 406</b>	32 854	-822	-2 138	-2 763	4 884	16 325
Дисконтов фактор					0.9342	0.8727	0.8153	0.7617	0.7116	0.6647
Дисконтиран паричен поток					<b>30 692</b>	<b>-718</b>	<b>-1 743</b>	<b>-2 104</b>	<b>3 475</b>	<b>10 852</b>
Норма на дискотиране	7.04%									
Прогнозна стойност	40 454									
Терминална стойност	198 710									
<b>Собствен капитал</b>	<b>239 164</b>									



**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП“ и ЗК „Български имоти“ АД от 30.09.2011 г.

Оптимистичния и песимистичния сценарий се преценяват като по-малко вероятни от реалистичния сценарий. Резултатите са претеглени с направеното допускане за вероятността на тяхното осъществяване (събждане), таблично представено както следва:

Сценарий	Стойност	Тегло	Претеглена стойност
	х. лв.	%	
Реалистичен сценарий	315 577	60%	189 346
Оптимистичен сценарий	374 211	20%	74 842
Песимистичен сценарий	239 164	20%	47 833
<b>ПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ</b>	<b>x</b>	<b>100%</b>	<b>312 021</b>

## 2. МЕТОД „ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА АНАЛОЗИ“

За целите на оценката се използва модел на пазарните множители, на общоприет еталон. Еталонът е изграден на базата на осреднените финансови показатели на група от дружества аналози, които осигуряват база за сравнение, спрямо характеристиките на оценяваното дружество.

Тъй като към датата на оценката на националния фондов пазар не се извършват достатъчен обем продажби на релевантни активи, затова като аналози са ползвани чуждестранни дружества, търгувани на фондовите борси европейски страни. Анализът е проведен основно на база публично достъпна информация от капиталовите пазари и публикациите в представителните уеб сайтове на компаниите. Основният източник е базата данни на „Файненшъл Таймс“ (FT Financial Times, markets.ft.com ).

Данни към полугодieto на 2011 година:		Премия приход "S"	Стойност на актива на баланса "A"	Нетна печалба "E"	Дата на котировката	Котировка на една акция	Пазарна стойност на акциите
Аналог	Регион	(млн. лева)	(млн. лева)	(млн. лева)	(ср.-прет. за мес.)	(лева)	(млн. лева)
1 Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Полша	4202.5	28085.9	761.7	Юни 2011	185.34	16003.9
2 Towarzystwo Ubezpieczen Europa SA	Полша	253.4	3259.9	41.2	Юни 2011	93.64	884.9
3 Anadolu Hayat Emeklilik AS	Турция	317.5	5209.2	34.0	Юни 2011	3.58	1073.5
4 Gunes Sigorta AS	Турция	209.4	734.3	4.2	Юни 2011	2.23	333.9



**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП“ и ЗК „Български имоти“ АД от 30.09.2011 г.

5	Jardine Lloyd Thompson Group PLC	Великобритания	886.3	3012.2	117.0	Юни 2011	14.64	3181.0
6	FBD Holdings PLC	Ирландия	379.4	2317.7	35.2	Юни 2011	14.33	476.8
7	Sava Re dd	Словения	254.3	1195.0	9.5	Юни 2011	13.66	127.9
8	Protector Forsikring ASA	Норвегия	119.9	699.6	10.8	Юни 2011	3.09	266.3
9	Insplanet AB	Швеция	9.8	10.7	1.7	Юни 2011	2.37	24.9

За целите на настоящата оценка са разгледани като приложими два от пазарните множители:

- (P/S) - **Общо приходи**, с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на общоприетия еталон и неговите приходи,
- (P/A) - **Обща стойност на активите**, с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на общоприетия еталон и неговата обща стойност на активите.

Останалите множители на базата на оперативна или нетна печалба, също така на база счетоводна стойност на собствен капитал са преценени като неприложими поради отрицателните финансови резултати на оценяваното дружество и значителните отклонения при индикациите, в следствие на което е невъзможно постигането на консенсусни резултати.

При изчислението на индикации за справедлива стойност на капитала на компанията е използвана формулата:

$$V_{B.Imoti} = \left[ \sum \frac{P_{a1,2,3,...}}{I_{a1,2,3,...}} \times W_{a1,2,3,...} \right] \times I_{B.Imoti}$$

Където:

- $V_{B.Imoti}$  = индикация за справедлива стойност на капитала  
 $P_{a1,2,3,...}$  = пазарната цена на акциите на дружеството аналог  
 $I_{a1,2,3,...}$  = базов показател на дружеството аналог  
 $W_{a1,2,3,...}$  = специфична тежест за съответното дружество  
 $I_{B.Imoti}$  = базов показател на оценяваното дружество

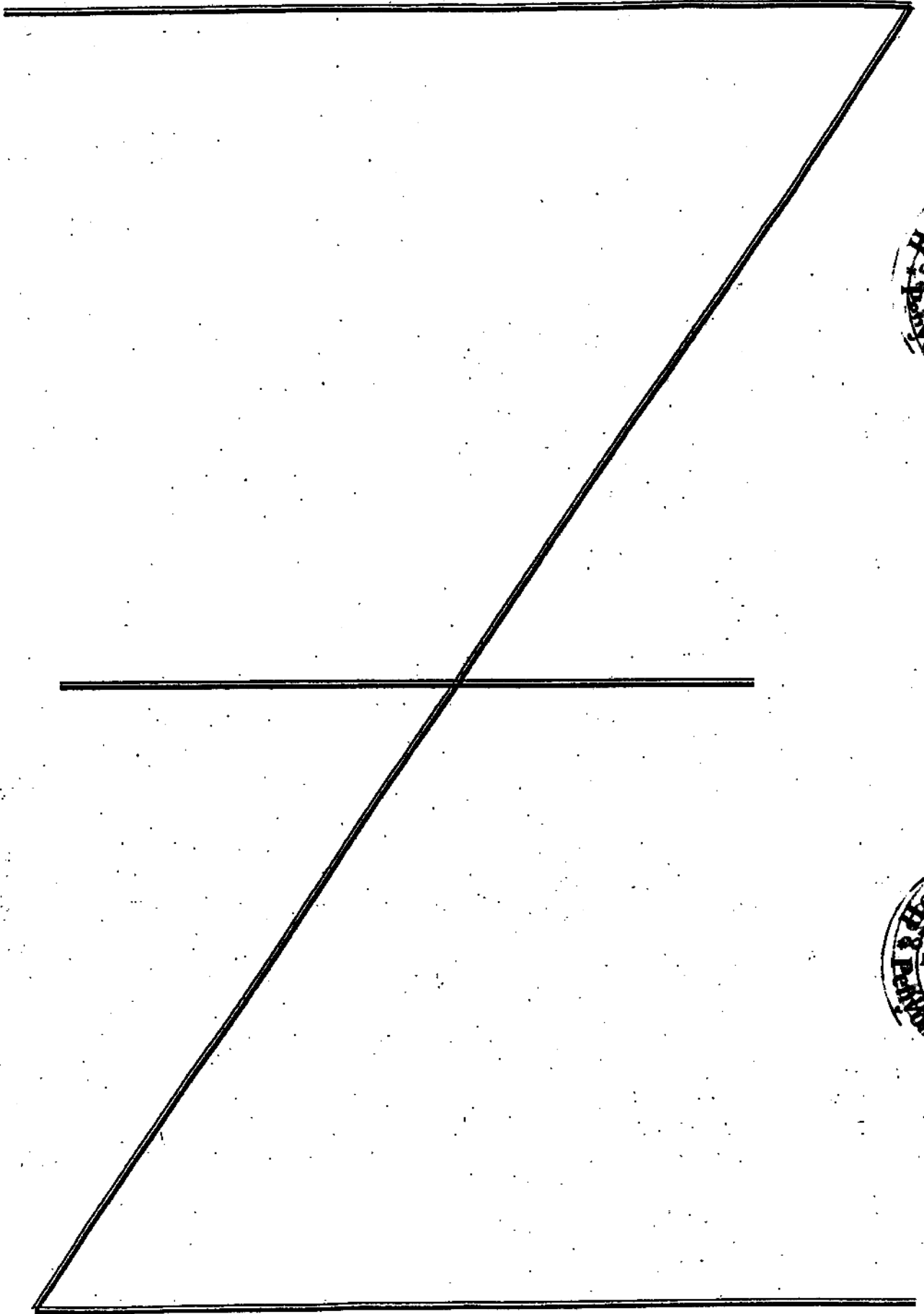
Относителните тежести на пазарните множители за всяко отделно дружество-аналог се определят като първо се изчислява разликата на финансовия индикатор между обекта на оценка и аналога. Тази стойност се нормализира към същия показател за ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ АД, както следва:

$$W1_a = \frac{(I_a - I_{B.Imoti})}{I_{B.Imoti}},$$

и

$$W2_a = \frac{1}{W1_a}.$$





**ПРИЛОЖЕНИЕ № 2**  
към Договор за вливане между ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА  
ИНШУРЪНС ГРУП” и ЗК „Български имоти” АД от 30.09.2011 г.

Тежестите на компанията-аналог са изчислени от реципрочния резултат по формулата:

$$W_a = \frac{W 2_a}{\sum_{a=1}^n W 2_a}$$

За допълнителна индикация, освен относително претеглените множители са изчислени и средноаритметични стойности. Средноаритметичните индикации са представени само за ориентировъчни цели. Претеглените множители с помощта на формулите, представени по-горе, формират заключението по пазарния подход.

Резултатите от прилагането на пазарния подход са обобщени в следващата таблица:

Наименование:	Множител	Базови данни за БУЛСТРАД (хил. лева)	Индикативна стойност (хил. лева)	Тежест на показателя	Заключение (хил. лева)
<b>(P/S)</b>					
Претеглен	2.28	75 504	172 502	50%	86 251
Средно аритметично	2.49		187 797		
<b>(P/A)</b>					
Претеглен	0.94	356 414	336 031	50%	168 016
Средно аритметично	0.62		221 166		
<b>Справедлива стойност:</b>					<b>254 266</b>

### 3. МЕТОД „НЕТНА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ”

Основа за прилагане на метода е нетната балансова стойност на активите, като стойността на активите по баланса на дружеството се намали със стойността на текущите и не текущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Методът е приложен, като е използван последния публикуван консолидиран счетоводен баланс на компанията, към 30.06.2011 г. За целите на настоящата оценка не се извършват оценителски корекции в актива и пасива на баланса. Собственият капитал на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп” АД, определен по метода „Нетна стойност на активите” въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

Показател	Стойност хил.лв.
Обща стойност на активите	356 414

