

Приложение № 2  
към Договор за преобразуване  
между „Медика“ АД и Софарма АД  
от 31 януари 2017 г.

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

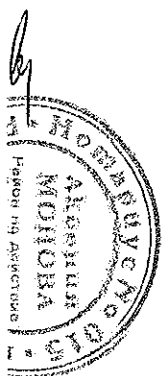
ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ ЧРЕЗ ВЛИВАНЕ НА „МЕДИКА“ АД В СОФАРМА АД

**Комисията за финансов надзор не носи отговорност за верността на съдържащите се в обосновката данни.**

Дата към която е изготвена обосновката: 17.03.2017 г.

# Съдържание

1. Резюме на данните от оценката.....	3
1.1. Оценка на „Медика“ АД.....	3
1.2. Оценка на Софарма АД.....	4
1.3. Съотношение на замяна.....	5
1.4. Прогнозна оценка на приемащото дружество.....	5
1.5. Отговорност на Комисията.....	6
1.6. Дата на обосновката и срок на валидност.....	6
1.7. Друга съществена информация.....	6
2. Разяснение на извършената оценка.....	7
2.1. Основна информация за „Медика“ АД.....	7
2.2. Силни и слаби страни на дружеството.....	8
2.3. Финансова информация за дружеството.....	9
2.4. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план.....	20
2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството.....	22
3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите.....	26
3.1. Източници на информацията, използвана при обосновката на справедливата цена.....	27
3.2. Резултати от направената оценка по различните методи.....	28
4. Справедлива стойност на акциите на Медика АД.....	48



## 1. Резюме на данните от оценката

### 1.1. Оценка на „Медика“ АД

Оценката на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД (преобразуващо се дружество) е изчислена съобразно изискванията на Наредба № 41 на Комисията за финансов надзор за изискванията и съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41).

Оценката на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД е получена съгласно таблицата по-долу:

Таблица № 1: Справедлива цена на „Медика“ АД

Използван метод	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	4,095	50%
Метод на нетната стойност на активите	3,004	25%
Метод на дружествата -анализи	2,993	25%
<b>Справедлива цена (съгласно чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41)</b>		<b>3,55</b>

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

По отношение на „Медика“ АД не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във вр. §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 и неговите акции не са обект на активна търговия през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената. Съгласно тази разпоредба, за да се считат акциите на едно дружество за активно търгувани, е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01% от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията.

Таблица № 2: Данни за търговията с акции на Медика АД за последните 3 месеца

Период	16.12.2016 – 16.03.2017
Брой акции на „Медика“ АД	10 068 690
Общ брой акции, изтъргувани на Алтернативен пазар на БФБ – София	3 097
Среднопретеглена цена на акция за периода	3,267 лв.
Цена на затваряне на 16.03.2017 г.	3,45 лв.
Търговски сесии за периода	62
Среднодневен обем (бр.)	50
Минимално изискуем среднодневен обем (бр.)	1 007

Източник: Bloomberg

Капиталът на „Медика“ АД е разделен на 10 068 690 броя акции, а 0,01% от него се равнява на 1 007 броя акции. Общият брой изтъргувани акции на „Медика“ АД на Алтернативен пазар на БФБ-София за целия разглеждан период е 3 097 броя, което е аналогично на среднодневен обем от 50 бр. - доста под горепосочения праг от 1 007 броя. По тази причина акциите на

дружеството не могат да се считат за активно търгувани и пазарната им цена не е използвана за целите на оценката на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД.

## 1.2. Оценка на Софарма АД

Оценката на справедливата стойност на акциите на Софарма АД (приемащо дружество) е изчислена съобразно изискванията на Наредба № 41 на Комисията за финансов надзор за изискванията и съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане.

Оценката на справедливата стойност на акциите на Софарма АД е получена съгласно таблицата по-долу:

Таблица № 3: Справедлива цена на Софарма АД

Използван метод	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%
Справедлива цена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал .2 от Наредба № 41 (лв.)		<b>4,392</b>
Цена на затваряне към 16.03.2017 г.	3,764	60%
Справедлива цена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал .2 от Наредба № 41	4,392	40%
<b>Справедлива цена на една акция (лв.)</b>		<b>4,02</b>

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

По отношение на Софарма АД е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във вр. §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 и неговите акции са обект на активна търговия през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената. Съгласно тази разпоредба, за да се считат акциите на едно дружество за активно търгувани, е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01% от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията.

Таблица № 4: Данни за търговията с акции на Софарма АД

Период	16.12.2016 – 16.03.2017
Брой акции на “Софарма” АД	134 797 899
Общ брой акции, изтъргувани на БФБ – София	1 892 959
Среднопретеглена цена на акция за периода на БФБ - София	3,380 лв.
Общ брой акции, изтъргувани на Варшавската фондова борса	4 364
Среднопретеглена цена на акция за периода на Варшавската фондова борса	7,559 злоти
Търговски сесии за периода (София/Варшава)	62/63

Среднодневен обем (бр.)	30 532
Минимално изискуем среднодневен обем (бр.)	13 480

Източник: Bloomberg

Тъй като акциите на Софарма АД покриват критерия за активно търгувани акции, цената им на затваряне в деня, предхождащ датата на обосновката, е използвана при определяне на справедливата цена на акциите на дружеството за целите на преобразуването.

### 1.3. Съотношение на замяна

Направената оценка на справедливата стойност на акциите на двете дружества, определя съотношение на замяна в размер на 0,8831. Това означава, че срещу всяка притежавана акция от „Медика“ АД всеки акционер в дружеството ще получи 0,8831 акции от приемащото дружество Софарма АД.

Таблица № 5: Съотношение на замяна

Справедлива цена на „Медика“ АД	3,55 лв.
Справедлива цена на Софарма АД	4,02 лв.
<b>Съотношение на замяна</b>	<b>0,8831</b>

\* Съотношението на замяна е закръглено до четвъртата цифра след десетичния знак

### 1.4. Прогнозна оценка на приемащото дружество

Таблица № 6: Прогнозна оценка на Софарма АД

	Софарма АД	„Медика“ АД
Регистриран капитал (бр. акции)	134 797 899	10 068 690
Бр. акции в обращение към датата на обосновката	128 984 317	10 068 690
Справедлива стойност на собствения капитал (лв.)	518 516 954	35 743 850
Справедлива цена на една акция (лв.)	4.02	3.55
<b>Съотношение на замяна</b>		<b>0.8831</b>
Брой акции от капитала на „Медика“ АД, подлежащи на замяна	205 666	
Бр. акции от капитала на Софарма АД в обращение след вливането *	129 165 941	
Справедлива стойност на капитала на Софарма АД след вливането	519 247 069	
Справедлива цена на една акция след вливането (лв.)	4,02	

\* Изчислен при допускането, че за осигуряване на необходимите акции при замяната ще бъдат използвани част от притежаваните от Софарма АД обратно изкупени 5 662 416 броя собствени акции

Прогнозната оценка на акция на приемащото дружество не взема под внимание ефектите от възможните закръгляния на броя на акциите, които всеки акционер на преобразуващото се дружество би получил от капитала на приемащото дружество в следствие на приложеното съотношение на замяна. Прогнозната оценка на справедливата стойност Софарма АД

(приемащото дружество) след вливането е изчислена като чистата стойност на имуществото на приемащото дружество е увеличена с чистата стойност на имуществото на „Медика“ АД (преобразуващото се дружество), която съответства на акциите от капитала на преобразуващото се дружество, които не са собственост на приемащото дружество Софарма АД (205 666 бр.).

Броят на акциите в обращение на Софарма АД след преобразуването е увеличен с броя на акциите на Софарма АД, получени от акционерите на „Медика“ АД в замяна на притежаваните от тях акции от преобразуващото се дружество при прилагане на упоменатото съотношение на замяна.

### 1.5. Отговорност на Комисията

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

### 1.6. Дата на обосновката и срок на валидност

Обосновката на изготвената оценка е направена към 17.03.2017 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

### 1.7. Друга съществена информация

На 15.01.2016 г. „Софарма“ АД като притежател на 66,72% от гласовете в общото събрание на „Медика“ АД обяви търгово предложение към останалите акционери на дружеството за закупуване на техните акции. Предложената цена за акция беше 3.50 лв., която е най-високата, платена от предложителя, свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК за последните 6 месеца, предхождащи датата на търговото предложение.

На 18.02.2016 г. , когато изтече срокът за приемане на търговото предложение, „Софарма“ АД придоби 3 099 701 броя акции на Медика АД, в резултат на което делът на собственост на Софарма АД се увеличи с 30,78% до 97,5%.

На 16.05.2016 година, на основание чл. 100т., ал. 3, от ЗППЦК изтече тримесечния срок по чл. 157б от ЗППЦК след приключване на търговото предлагане, в който всеки акционер, който не е участвал в търговото предлагане има право да изиска от Софарма АД да изкупи неговите акции с право на глас. Цената за една акция на Медика АД по предложението по чл. 157а и при осъществяване на правата на акционерите по чл. 157б, съгласно разпоредбите на чл. 157а, ал. 3 беше равна на цената в осъщественото търгово предлагане от 3.50 лв. за една акция. В резултат на осъщественото търгово предлагане и след приключване на сделките с акционерите в срока по чл. 157б, Софарма АД е изкупила общо 3 135 006 броя акции и притежава пряко 97.94% от акциите с право на глас на Медика АД.

Освен горепосоченото, Управителният съвет на „Медика“ АД не счита, че има друга съществена информация, отнасяща се за акциите, освен съдържащата се в обосновката.

## 2. Разяснение на извършената оценка

### 2.1. Основна информация за „Медика“ АД

„Медика“ АД е акционерно дружество със седалище и адрес на управление: гр. София 1504, район р-н Оборище, бул. Княз Александър Дондуков № 82, тел.: 02/9600330; 02/4923315, факс: 02/9600324, електронна поща: sofia@medica.bg.

„Медика“ АД води началото си от 1971 г., когато се открива „Завод за превързочни материали“. От тогава до днес фирмата е неразделна част от българската фармацевтична промишленост, в началото в състава на ТПО „Фармахим“, а от 1991 г. като самостоятелно акционерно дружество. Предметът на дейност на дружеството е: Производство на превързочни и санитарно-хигиенни материали, готови лекарствени форми, фитосубстанции, стоматологични лекарства, микрородорасли и продукти от тях, парфюмерийно-козметични изделия търговска дейност, маркетинг, научно-изследователска, инвеститорска и строителна дейност, както и всякаква друга дейност, за която няма забрана със закон.

„Медика“ АД е акционерно дружество със 100% частен капитал, а от май 1998 г. е публична компания, чиито акции се търгуват на „БФБ – София“ АД. Към настоящия момент капиталът възлиза на 10 068 690 лева, разпределен в 10 068 690 броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции с номинал от 1 лев.

Към 31.12.2016 г. разпределението на акционерния капитал на дружеството е следният:

- Софарма АД – 97,96%
- Други акционери – 2,04%

Компанията има двустепенна форма на управление с Управителен съвет и Надзорен съвет.

Към 31.12.2016 г. Управителният съвет се състои от три члена, както следва:

- Стойчо Стоянов Пангев - Председател
- Снежана Грозева Дакова – Член
- Любина Личева Величкова - Член

Дата на изтичане на мандата: 09.05.2018 г.

Към 31.12.2016 г. Надзорният съвет се състои от три члена, както следва:

- Огнян Иванов Донев - Председател
- Радосвет Крумов Радев – Член
- Николай Георгиев Ламбов - Член

Дата на изтичане на мандата: 09.05.2018 г.

Към датата на обосновката „Медика“ АД не притежава дялове в дъщерни дружества.

На 03.05.2016 г. ръководството на дружеството – майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на дъщерното дружество „Медика – Здраве“ ЕООД. На 08.08.2016 г. в Търговския регистър към Агенцията по вписванията е обявена покана по чл. 267 от Търговския закон до кредиторите на Медика – Здраве ЕООД – в ликвидация, че на основание

чл. 267 от Търговския закон могат да предявят вземанията си към дружеството в шестмесечен срок, считано от 08.08.2016 г.

Производството по ликвидация на търговското дружество е приключила и заличаването на „МЕДИКА ЗДРАВЕ“ ЕООД (в ликвидация), е вписано в Търговския регистър при Агенцията по вписванията на 22.02.2017 г.

## ПРОИЗВОДСТВЕНА ДЕЙНОСТ

В продуктовото портфолио на Медика са включени над 65 базови продукта, разделени в две основни групи:

### Медицински изделия

Дружеството е дългогодишен и утвърден производител на бинтове, продукти от памук, пластири, ластични продукти, продукти от марля, хирургични конци, стерилни превръзки и др.;

### Лекарства и хранителни добавки

„Медика“ АД предлага 15 вида лекарства, разделени в две категории: лекарства с рецепта - Impactin Duo, Amlodipine Medica, Carvedilol Medica, Urimax, Hepcarsil Forte, Simvastatin Medica, Prectazidine MR, Telmimed Plus и лекарства без рецепта - Famotidine 20, Hepcarsil, Valeriana, Troxemed, Imomed, шампоан Higia, Valeriana Max.

Портфолиото от хранителни добавки включва Витамин С, пробиотици, синбиотици, хранителни добавки срещу стомашни киселини и др.

Наред с това дружеството произвежда ограничен кръг козметични продукти – лосиони, шампоани и емулсии за проблемна кожа

Производствените мощности на Медика отговарят на всички европейски норми за производство и покриват изискванията на добрата производствена практика (GMP). Компанията е сертифицирана по ISO и има внедрена система за управление на качеството, а в нея работят 230 висококвалифицирани служители.

## 2.2. Силни и слаби страни на дружеството

В долната таблица е обобщена конкурентната позиция в сектора или SWOT анализ на „Медика“ АД.



Силни страни	Слаби страни
<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания с утвърдена репутация и дългогодишен опит в производството на медицински изделия;</li> <li>Модерна производствена база и международно признати сертификати за качество;</li> <li>Разнообразна продуктова база – дружеството не зависи от ключов продукт</li> <li>Част от групата Софарма която, благодарение на дългогодишните си взаимоотношения с водещи дистрибуторски компании в сферата на фармацевтиката, както и на своята утвърдена търговска марка, осигурява стабилен пазар за готовата продукция на дружеството;</li> <li>Ниско ниво на задлъжнялост;</li> <li>Служители с богат и дългогодишен професионален опит и качества.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Липса на собствена развойна дейност;</li> <li>Стопанска и икономическа зависимост от Софарма АД;</li> <li>Сравнително малка производствена база;</li> <li>Дейност в сектор със силна конкуренция в България.</li> </ul>
Възможности	Заплахи
<ul style="list-style-type: none"> <li>Разширяване на продуктова гама в наличните производства;</li> <li>Развиване на нови стопански дейности в областта на фармацията;</li> <li>Разширяване на клиентската база на вътрешния пазар и установените чуждестранни пазари;</li> <li>Експанзия към нови чуждестранни пазари.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Влошаване на регулаторната среда във фармацевтичния сектор в България;</li> <li>Влошаване на пазарната конюнктура в България и на основните експортни пазари на дружеството – Украйна, Молдова и Русия</li> <li>Загуба на ключов клиент;</li> <li>Влошаване на финансовото и икономическо състояние на компанията-майка Софарма АД;</li> <li>Поява на силно конкурентни продукти на вътрешните и външните пазари, които да застрашат пазарната позиция на дружеството;</li> </ul>

### 2.3. Финансова информация за дружеството

Систематизирана финансова информация за периода 2013-2016 г.(на консолидирана база) съгласно приложимите счетоводни стандарти:

#### ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица № 7: Активи на „Медика“ АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	2016
<b>Нетекущи активи</b>				
Имоти, машини, оборудване	14 202	13 922	16 890	16 162
Нематериални активи	453	449	392	361
Нетекущи вземания	5	0	0	0
				888
Инвестиции на разположение за продажба	0	145	859	

Активи по отсрочени данъци	4	4	2	0
Други нетекущи активи	0	2	2	0
<b>ОБЩО НЕТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>14 664</b>	<b>14 522</b>	<b>18 145</b>	<b>17 411</b>
<b>Текущи активи</b>				
Материални запаси	5 406	6 591	6 244	4 671
Вземания от свързани предприятия	887	918	2 608	2 650
Търговски вземания	3 575	3 289	2 850	2 893
Други вземания и предплатени разходи	401	1 115	723	352
Финансови активи по справедлива стойност през печалбата	0	812	314	316
Парични средства и еквиваленти	1 986	2 043	2 304	4 956
<b>ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>12 255</b>	<b>14 768</b>	<b>15 043</b>	<b>15 838</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>26 919</b>	<b>29 290</b>	<b>33 188</b>	<b>33 249</b>

*Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неодитирани финансови отчети за 2016 г.*

Предвид основния предмет на дейност на „Медика“ АД дълготрайните материални активи имат най-голям дял в общите активи на дружеството. Наблюдаваното нарастване на балансовата стойност на имотите, машините и оборудването през 2015 г. е в резултат на извършените през годината капиталови разходи за реконструкция и модернизация на цех за производство на медицински изделия и изграждането на нов лабораторен блок, включващ химична и микробиологична лаборатория.

При текущите активи не се забелязва значителна динамика през последните 3 години. Единствено през 2014 г. е налице по-осезаемо нарастване, продиктувано от повишение на материалните запаси и покупка на финансови активи – инвестиция в доверителен фонд.

**Таблица № 8: Собствен капитал и пасиви на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	2016
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>					
Основен акционерен капитал		10 069	10 069	10 069	10 069
Неразпределена печалба		2 607	4 710	6 980	7 727
Резерви		11 727	11 700	12 300	12 448
<b>ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>		<b>24 403</b>	<b>26 479</b>	<b>29 349</b>	<b>30 244</b>
<b>ПАСИВИ</b>					
<b>Нетекущи задължения</b>					
Пасиви по отсрочени данъци		470	510	596	608
Задължения към персонала при пенсиониране		164	140	216	243
Банкови заеми				496	220
Задължения по финансов лизинг		0	0	0	
Правителствени финансираня				129	120
<b>ОБЩО НЕТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ</b>		<b>634</b>	<b>650</b>	<b>1 437</b>	<b>1 191</b>
<b>Текущи задължения</b>					
Търговски задължения		1 155	1 496	1 263	796
Задължения към свързани предприятия		47	40	90	14
Краткосрочна част от дългоср. банкови заеми				276	276

Краткосрочни банкови заеми			180	
Задължения към персонала и за социално осигуряване	441	360	343	411
Задължения за данъци	143	216	174	241
Краткосрочна част на задълженията към персонала при пенсиониране	73	14	32	30
Задължения по финансов лизинг	4	0	0	
Други текущи задължения	19	35	44	46
<b>ОБЩО ТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ</b>	<b>1 882</b>	<b>2 161</b>	<b>2 402</b>	<b>1 814</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>2 516</b>	<b>2 811</b>	<b>3 839</b>	<b>3 005</b>

<b>ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ</b>	<b>26 919</b>	<b>29 290</b>	<b>33 188</b>	<b>33 249</b>
---------------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

*Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неодитирани финансови отчети за 2016 г.*

Регистрираният акционерен капитал на „Медика“ АД възлиза на 10 069 хил. лв., разпределен в 10 068 690 бр. безналични, поименни, с право на глас акции с номинал 1 лев. Акумулирането на неразпределени печалби и повишаването на резервите води до нарастване на собствения капитал на дружеството до 30 244 хил. лв. към 31 декември 2016 г.

През 2013 и 2014 г. пасивите на дружеството се формират основно от текущите задължения – предимно търговски задължения. С усвояването на инвестиционен кредит през 2015 г. дългосрочните задължения нарастват до 1 437 хил. лв., а към края на 2016 г. възлизат на 1 191 хил. лв.

## ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

**Таблица № 9: Приходи от продажби на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

Приходи от продажби (хил. лв.)	2013	2014	2015	2016
Медицински консумативи	11 100	10 767	9 809	10 834
Фармацевтични продукти	7 929	7 692	7 551	7 567
<b>Общо, в т.ч.</b>	<b>19 029</b>	<b>18 459</b>	<b>17 360</b>	<b>18 401</b>
- Вътрешен пазар	13 251	13 574	12 847	13 921
- Износ	5 778	4 885	4 513	4 480

\* От продажбите са приспаднати допълнителните отстъпки за постигане на обем и комисионни по продажби, съгласно изискванията на МСС

*Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неодитирани финансови отчети за 2016 г..*

Нетните приходи от продажби за 2015 г. възлизат на 17 360 хил. лв., отчитайки спад с 5,9% на годишна база. През 2016 г. обаче тенденцията се обръща и продажбите на медицински консумативи и фармацевтични продукти нарастват с 6% на годишна база. Ръстове отбелязват както сегмента на медицинските изделия, така и този на фармацевтичните продукти. Към края на 2016 г. износът бележи слаб спад от 0,7% като 72% от експортните приходи се дължат на продажбите на фармацевтични продукти.

**Таблица № 10: Разходи на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	2016
Разходи за материали		8 167	7 318	6 484	6 741
Разходи за външни услуги		2 383	2 290	1 495	1 804
Разходи за амортизации		1 107	1 079	1 097	1 228
Разходи за възнаграждения		3 726	3 861	3 359	3 403
Разходи за осигуровки		687	534	475	472
Балансова стойност на продадени активи (без продукция)		1 270	1 331	1 214	1 429
Изменение на запасите от продукция и незавършено производство		-270	-796	412	555
Други разходи		770	553	439	378
Нетни финансови разходи		364	-2	183	-3
<b>Печалба преди данъци</b>		<b>1 822</b>	<b>2 338</b>	<b>2 615</b>	<b>2 425</b>
Разходи за данъци		178	258	268	255
<b>Нетна печалба за периода</b>		<b>1 644</b>	<b>2 080</b>	<b>2 347</b>	<b>2 170</b>
Друг всеобхватен доход		-46	-4	523	159
<b>Общо всеобхватен доход</b>		<b>1 598</b>	<b>2 076</b>	<b>2 870</b>	<b>2 329</b>

*Източник: Медика АД и консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неаудирани финансови отчети за 2016 г..*

Оперативните разходи на дружеството за 2015 г. възлизат на 14 795 хил. лв., а през 2016 г. – на 16 010 хил. лв., което представлява увеличение от 8,2% на годишна база. „Медика“ АД отчита нетна печалба за 2016 г. в размер на 2 170 хил. лв., което е със 7,5% по-ниско от отчетеното през предходната година

## ВЗЕМАНИЯ

**Таблица № 11: Вземания на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	2016
Дългосрочни вземания		5	2	2	0
<b>Текущи търговски и други вземания, в т.ч.:</b>		<b>4 863</b>	<b>5 322</b>	<b>6 181</b>	<b>5 895</b>
Вземания от свързани предприятия		887	918	2 608	2 650
Вземания от клиенти и доставчици		3 575	3 289	2 850	2 893
Вземания от предоставени аванси		324	130	678	304
Съдебни вземания		13	922	15	17
Данъци за възстановяване		34	28	21	25
Други краткосрочни вземания		30	35	9	6
<b>ОБЩО</b>		<b>4 868</b>	<b>5 324</b>	<b>6 183</b>	<b>5 895</b>

*Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неаудирани финансови отчети за 2016 г.*

## ЗАДЪЛЖЕНИЯ

Таблица № 12: Задължения на „Медика“ АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	2016
<b>Нетекущи търговски и други задължения, в т.ч.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>625</b>	<b>340</b>
Задължения по получени заеми към банки	0	0	496	220
Други дългосрочни задължения			129	120
<b>Текущи търговски и други задължения, в т.ч.:</b>	<b>1 809</b>	<b>2 147</b>	<b>2 370</b>	<b>1 784</b>
Задължения към свързани предприятия	47	40	90	14
Задължения по получени заеми към банки	0	0	456	276
Задължения към доставчици и клиенти	1 155	1 496	1 263	796
Задължения към персонала и към осигурителни предприятия	441	360	343	411
Данъчни задължения	143	216	174	241
Други краткосрочни задължения	23	35	44	46
<b>ОБЩО</b>	<b>1 809</b>	<b>2 147</b>	<b>2 995</b>	<b>2 124</b>

*Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неодитирани финансови отчети за 2016 г.*

Основните задължения на „Медика“ АД са формирани от задължения към клиенти. През 2015 г. дружеството отчита също така и задължения по банков кредит, произтичащи от усвояването на инвестиционен кредит през годината. Тези задължения намаляват до 496 хил. лв. към края на 2016 г.

## ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица № 13: Финансова информация за „Медика“ АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	2016
1 Приходи от дейността	19 068	18 459	17 360	18 429
2 Разходи за суровини и материали	8 167	7 318	6 484	6 741
3 Разходи за външни услуги	2 383	2 290	1 495	1 804
4 Други оперативни разходи	7 290	6 562	6 996	7 465
5 Печалба/Загуба от дейността	1 458	2 340	2 432	2 428
6 Финансови приходи	132	62	461	153
7 Финансови разходи	-149	-64	-278	-156
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци	1 822	2 338	2 615	2 425
9 Нетна печалба/загуба	1 644	2 080	2 347	2 170
10 Дивидент	0	0	1 410	0
11 Парични средства и парични еквиваленти	1 986	2 043	2 304	4 956
12 Материални запаси	5 406	6 591	6 244	4 671
13 Търговски вземания	3 575	3 289	2 850	2 893
14 Текущи активи	12 255	14 768	15 043	15 838
15 Обща сума на активите	26 919	29 290	33 188	33 249
16 Текущи пасиви	1 882	2 161	2 402	1 814
17 Нетекущи пасиви	634	650	1 437	1 191
18 Дълг	4	0	952	496

19	Общо пасиви	2 516	2 811	3 839	3 005
20	Акционерен капитал	10 069	10 069	10 069	10 069
21	Общо собствен капитал	24 403	26 479	29 349	30 244
22	Оборотен капитал	10 373	12 607	12 641	14 024
23	Брой акции (хил.)	10 069	10 069	10 069	10 069
24	Паричен поток от оперативна дейност	3 057	1 777	2 946	4 795

#### Коефициенти за рентабилност

25	Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	0.08	0.13	0.14	0.13
26	Норма на печалбата преди данъци (8/1)	0.10	0.13	0.15	0.13
27	Норма на нетната печалба (9/1)	0.09	0.11	0.14	0.12
28	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви (24/19)	1.22	0.63	0.77	1.60
29	Възвращаемост на активите (9/15)	6.1%	7.1%	7.1%	6.5%
30	Възвращаемост на собствения капитал (9/21)	6.7%	7.9%	8.0%	7.2%

#### Коефициенти за активи и ликвидност

31	Обращаемост на активите (1/15)	0.71	0.63	0.52	0.55
32	Обращаемост на оборотния капитал (1/22)	1.84	1.46	1.37	1.31
33	Обращаемост на вземанията (1/13)	5.33	5.61	6.09	6.37
34	Текуща ликвидност (14/16)	6.51	6.83	6.26	8.73
35	Бърза ликвидност ((14-12)/16)	3.64	3.78	3.66	6.16
36	Абсолютна (незабавна) ликвидност (11/16)	1.06	0.95	0.96	2.73

#### Коефициенти за ливъридж

37	Коефициент Заеман/Собствен капитал (18/21)	0.00	0.00	0.03	0.02
38	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.00	0.02	0.01
39	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (15/21)	1.10	1.11	1.13	1.10

#### Коефициенти за една акция

40	Коефициент Продажби на една акция (1/23)	1.89	1.83	1.72	1.83
41	Коефициент Печалба на една акция (9/23)	0.16	0.21	0.23	0.22
42	Коефициент Балансова стойност на една акция (21/23)	2.42	2.63	2.91	3.00

#### Коефициенти за дивидент\*

43	Коефициент на изплащане на дивидент (10/9)	0.0%	0.0%	60.1%	n/a
44	Коефициент на задържане на печалбата	100%	100%	39.9%	n/a
45	Покритие на дивидент	n/a	n/a	1.66	n/a
46	Дивидент на една акция (10/23)	0.0	0.0	0.14	n/a

#### Коефициенти за развитие

47	Темп на прираст на продажбите	-5.79%	-3.19%	-5.95%	6.16%
48	Темп на прираст на оперативната печалба	-27.25%	60.49%	3.93%	-0.16%
49	Темп на прираст на нетната печалба	-7.33%	26.52%	12.84%	-7.54%
50	Темп на прираст на активите	-1.80%	8.81%	13.31%	0.18%

#### Пазарни коефициенти

51	Коефициент Цена/Продажби (54/40)	1.43	1.85	2.03	1.86
52	Коефициент Цена/Печалба (54/41)	16.54	16.46	15.02	15.78
53	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (54/42)	1.11	1.29	1.20	1.13

**54 Пазарна цена на акциите (лв.)\*\*** **2.70** **3.40** **3.50** **3.40**

\* Решението за разпределение на печалбата за 2016 г. предстои да бъде взето след оповестяването на годишния одитиран консолидиран финансов отчет за 2016 г. и с решение на Общото събрание на акционерите.

\*\* Към края на съответния период

Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неоодитирани финансови отчети за 2016 г.

**Таблица № 14: Финансова информация за „Медика“ АД (на индивидуална база)**

ХИЛ. ЛВ.	2013	2014	2015	2016
1 Приходи от дейността	18 846	18 292	17 307	18 407
2 Разходи за суровини и материали	8 153	7 309	6 482	6 740
3 Разходи за външни услуги	2 313	2 231	1 473	1 799
4 Други оперативни разходи	7 152	6 498	6 963	7 433
5 Печалба/Загуба от дейността	1 448	2 297	2 435	2 444
6 Финансови приходи	505	69	278	253
7 Финансови разходи	-148	-62	-258	-139
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци	1 805	2 304	2 455	2 558
9 Нетна печалба/загуба	1 621	2 050	2 207	2 305
10 Дивидент	0	0	1 410	n/a
11 Парични средства и парични еквиваленти	1 846	1 996	2 209	4 952
12 Материални запаси	5 405	6 591	6 244	4 671
13 Търговски вземания	2 293	2 674	2 656	2 850
14 Текущи активи	12 308	14 758	14 871	15 825
15 Обща сума на активите	26 935	29 257	33 024	33 248
16 Текущи задължения	1 859	2 128	2 377	1 809
17 Нетекущи задължения	634	641	1 429	1 191
18 Дълг	0	0	952	496
19 Общо пасиви	2 493	2 769	3 806	3 000
20 Акционерен капитал	10 069	10 069	10 069	10 069
21 Общо собствен капитал	24 442	26 488	29 218	30 248
22 Оборотен капитал	10 449	12 630	12 494	14 016
23 Брой акции (хил.)	10 069	10 069	10 069	10 069
24 Паричен поток от оперативна дейност	2 968	1 868	2 904	4 887
<b>Коефициенти за рентабилност</b>				
25 Норма на печалбата от оперативна дейност	0.08	0.13	0.14	0.13
26 Норма на печалбата преди данъци	0.10	0.13	0.14	0.14
27 Норма на нетната печалба	0.09	0.11	0.13	0.13
28 Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	1.19	0.67	0.76	1.63
29 Възвращаемост на активите	6.0%	7.0%	6.7%	6.9%
30 Възвращаемост на собствения капитал	6.6%	7.7%	7.6%	7.6%
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>				
31 Обращаемост на активите	0.70	0.63	0.52	0.55
32 Обращаемост на оборотния капитал	1.80	1.45	1.39	1.31
33 Обращаемост на вземанията	8.22	6.84	6.52	6.46
34 Текуща ликвидност	6.62	6.94	6.26	8.75

35	Бърза ликвидност	3.71	3.84	3.63	6.17
36	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.99	0.94	0.93	2.74
<b>Коефициенти за ливъридж</b>					
37	Коефициент Заемн/Собствен капитал	0.00	0.00	0.03	0.02
38	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.00	0.02	0.01
39	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (18/24)	1.10	1.10	1.13	1.10
<b>Коефициенти за една акция</b>					
40	Коефициент Продажби на една акция	1.87	1.82	1.72	1.83
41	Коефициент Печалба на една акция	0.16	0.20	0.22	0.23
42	Коефициент Балансова стойност на една акция	2.43	2.63	2.90	3.00
<b>Коефициенти за дивидент*</b>					
43	Коефициент на изплащане на дивидент	0.0	0.0	0.0	n/a
44	Коефициент на задържане на печалбата	100%	100%	100%	n/a
45	Покритие на дивидент	n/a	n/a	n/a	n/a
46	Дивидент на една акция	0.0	0.0	0.14	n/a
<b>Коефициенти за развитие</b>					
47	Темп на прираст на продажбите	-5.27%	-2.94%	-5.38%	6.36%
48	Темп на прираст на оперативната печалба	-28.07%	27.65%	6.55%	0.37%
49	Темп на прираст на нетната печалба	-7.33%	26.47%	7.66%	4.44%
50	Темп на прираст на активите	-1.75%	8.62%	12.88%	0.68%
<b>Пазарни коефициенти</b>					
51	Коефициент Цена/Продажби	1.44	1.87	2.04	1.86
52	Коефициент Цена/Печалба	16.77	16.70	15.97	14.85
53	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	1.11	1.29	1.21	1.13
54	Пазарна цена на акциите**	2.70	3.40	3.50	3.40

*Решението за разпределение на печалбата за 2016 г. предстои да бъде взето след оповестяването на годишния одитиран консолидиран финансов отчет за 2016 г. и с решение на Общото събрание на акционерите.*

**\*\*** Към края на съответния период

*Източник: Индивидуални одитирани годишни финансови отчети за 2013, 2014 и 2015 г. и предварителни неодитирани финансови отчети за 2016 г.*

На база на предварителните неодитирани годишни отчети на „Софарма“ АД и „Медика“ АД за 2016 г. е представена прогнозна финансова информация за Софарма АД в ролята на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели на индивидуална база.

**Таблица № 15: Прогнозна финансова информация за Софарма АД на индивидуална база**

	31.12.2016 преди преобразуването	31.12.2016 след преобразуването
1 Приходи от продажби	163 827	180 100
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	4 190	4 908
3 Изменение на наличностите от продукция и незавършено производство	361	-251
4 Разходи за материали	-55 182	-61 924
5 Разходи за външни услуги	-33 653	-35 306



6	Разходи за персонала	-34 414	-38 289
7	Разходи за амортизации	-13 919	-15 477
8	Други разходи за дейността	-5 526	-5 887
9	Оперативна печалба	25 684	27 874
10	Финансови приходи	24 159	22 849
11	Финансови разходи	-3 176	-3 205
12	Печалба преди данъци	41 040	41 891
13	Разходи за данъци	-3 788	-4 024
14	Нетна печалба за периода	37 252	37 867

15	Парични средства и парични еквиваленти	4 343	9 299
16	Материални запаси	56 816	61 487
17	Търговски вземания	22 381	25 500
18	Текущи активи	161 891	177 614
19	Обща сума на активите	568 983	605 230
20	Текущи задължения	68 567	70 221
21	Нетекучи задължения	38 065	39 593
22	Дълг	79 325	79 821
23	Общо пасиви	106 632	109 814
24	Акционерен капитал	134 798	134 798
25	Общо собствен капитал	462 351	495 416
26	Оборотен капитал	93 324	107 393
27	Брой акции (хил.) в обращение в края на периода	129 135	129 317
28	Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	129 394	129 416
29	Паричен поток от оперативна дейност	26 636	31 431

#### Коефициенти за рентабилност

30	Норма на печалбата от оперативна дейност	0.16	0.15
31	Норма на печалбата преди данъци	0.25	0.23
32	Норма на нетната печалба	0.23	0.21
33	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	0.25	0.29
34	Възвръщаемост на активите	6.5%	6.3%
35	Възвръщаемост на собствения капитал	8.1%	7.6%

#### Коефициенти за активи и ликвидност

36	Обращаемост на активите	0.29	0.30
37	Обращаемост на оборотния капитал	1.76	1.68
38	Обращаемост на вземанията	7.32	7.06
39	Текуща ликвидност	2.36	2.53
40	Бърза ликвидност	1.53	1.65
41	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.06	0.13

#### Коефициенти за лъвърридж

42	Коефициент Заеман/Собствен капитал	0.17	0.16
43	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.05	0.06
44	Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.23	1.22

Коефициенти за една акция			
45	Коефициент Продажби на една акция	1.27	1.39
46	Коефициент Печалба на една акция	0.29	0.29
47	Коефициент Балансова стойност на една акция	3.58	3.83
Коефициенти за дивидент*			
48	Коефициент на изплащане на дивидент	n/a	n/a
49	Коефициент на задържане на печалбата	n/a	n/a
50	Покритие на дивидент	n/a	n/a
51	Дивидент на една акция (лв.)	n/a	n/a
Коефициенти за развитие			
52	Темп на прираст на продажбите	-5.74%	3.62%
53	Темп на прираст на оперативната печалба	2.18%	10.89%
54	Темп на прираст на нетната печалба	46.93%	49.35%
55	Темп на прираст на активите	-0.28%	6.07%
Пазарни коефициенти			
56	Коефициент Цена/Продажби	2.36	2.14
57	Коефициент Цена/Печалба	10.39	10.18
58	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	0.84	0.78
59	<b>Пазарна цена на акциите**</b>	<b>2.98</b>	<b>2.98</b>

\* Решението за разпределение на печалбата за 2016 г. предстои да бъде взето след оповестяването на годишния одитиран консолидиран финансов отчет за 2016 г и с решение на Общото събрание на акционерите.

\*\* Цена на затваряне в края на съответния период  
Показателите са закръглени до втория десетичен знак. Общият брой на акциите в обращение след преобразуването е преизчислен към 31.12.2016 г. на база притежаваните от Групата към този момент обратно изкупени собствени акции и полученото съотношение на замяна.

Източник: Софарма АД и изчисления на София Интернешънъл Секюритиз АД.

В таблицата по-долу е представена прогнозна финансова информация за Софарма АД в ролята на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели на консолидирана база.

Таблица № 16: Прогнозна финансова информация за Софарма АД на консолидирана база

1	Приходи от продажби	881 684	881 684
2	Други приходи/(загуби) от дейността, нетно	8 805	8 805
3	Изменение на наличностите от продукцията и незавършено производство	-3 414	-3 414
4	Разходи за материали	-82 595	-82 595
5	Разходи за външни услуги	-58 004	-58 004
6	Разходи за персонала	-87 004	-87 004
7	Разходи за амортизации	-27 559	-27 559
8	Балансова ст-ст на продадени стоки	-575 432	-575 432
9	Други разходи за дейността	-14 015	-14 015

10	Оперативна печалба	42 466	42 466
11	Финансови приходи	8 201	8 201
12	Финансови разходи	-12 983	-12 983
13	Печалба/(загуба) от асоциирани и съвместни дружества	8514	8514
14	Печалба/(загуба) от освобождаване на дъщерни дружества	14 291	14 291
15	Печалба преди данъци	60 218	60 218
16	Разходи за данъци	-9 526	-9 526
17	Нетна печалба за периода	50 692	50 692
18	Нетна печалба/загуба за акционерите на предприятието-майка	46 342	46 380
19	Парични средства и парични еквиваленти	22 524	22 524
20	Материални запаси	168 399	168 399
21	Търговски вземания	219 314	219 314
22	Текущи активи	440 856	440 856
23	Обща сума на активите	853 179	853 179
24	Текущи задължения	317 189	317 189
25	Нетекучи задължения	53 041	53 041
26	Дълг	229 847	229 847
27	Общо пасиви	370 230	370 230
28	Акционерен капитал	134 798	134 798
29	Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	448 572	448 572
30	Общо собствен капитал	482 949	482 949
31	Оборотен капитал	123 667	123 667
32	Брой акции (хил.) в обращение в края на периода	128 984	129 166
33	Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	129 082	129 128
34	Паричен поток от оперативна дейност	-80 834	-80 834
<b>Коефициенти за ликвидност</b>			
35	Норма на печалбата от оперативна дейност	4.8%	4.8%
36	Норма на печалбата преди данъци	6.83%	6.83%
37	Норма на нетната печалба	5.75%	5.75%
38	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	-0.22	-0.22
39	Възвръщаемост на активите	5.9%	5.9%
40	Възвръщаемост на собствения капитал	10.5%	10.5%
<b>Коефициенти за ликвидност</b>			
41	Обращаемост на активите	1.03	1.03
42	Обращаемост на оборотния капитал	7.13	7.13
43	Обращаемост на вземанията	4.02	4.02
44	Текуща ликвидност	1.39	1.39
45	Бърза ликвидност	0.86	0.86
46	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.07	0.07

47	Коефициент Заемн/Собствен капитал	0.48	0.48
48	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.06	0.06
49	Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.77	1.77
<b>Коефициенти за ликвидност</b>			
50	Коефициент Продажби на една акция	6.84	6.83
51	Коефициент Печалба на една акция	0.36	0.36
52	Коефициент Балансова стойност на една акция	3.48	3.47
<b>Коефициенти за печалба</b>			
53	Коефициент на изплащане на дивидент	n/a	n/a
54	Коефициент на задържане на печалбата	n/a	n/a
55	Покритие на дивидент	n/a	n/a
56	Дивидент на една акция (лв.)	n/a	n/a
<b>Коефициенти за растеж</b>			
57	Темп на прираст на продажбите	0.77%	0.77%
58	Темп на прираст на оперативната печалба	16.54%	16.54%
59	Темп на прираст на нетната печалба	124.30%	124.30%
60	Темп на прираст на активите	2.10%	2.10%
<b>Пазарни коефициенти</b>			
61	Коефициент Цена/Продажби	0.44	0.44
62	Коефициент Цена/Печалба	8.31	8.30
63	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	0.86	0.86
64	Пазарна цена на акциите (лв.)**	<b>2.98</b>	<b>2.98</b>

\* Решението за разпределение на печалбата за 2016 г. предстои да бъде взето след оповестяването на годишния одитиран консолидиран финансов отчет за 2016 г и с решение на Общото събрание на акционерите.

\*\* Цена на затваряне в края на съответния период

Показателите са закръглени до втория десетичен знак. Общият брой на акциите в обращение след преобразуването е преизчислен към 31.12.2016 г. на база притежаваните от Групата към този момент обратно изкупени собствени акции и полученото съотношение на замяна.

Източник: Софарма АД и изчисления на София Интернешънъл Секюритиз АД.

*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.*

#### 2.4. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план

„Медика“ АД има над 40 години традиция в производството на медицински изделия и лекарства.

Началото на “Медика” АД е поставено през 1971 г., когато се открива „Завод за превързочни материали“. От тогава до днес фирмата е неразделна част от българската фармацевтична промишленост, в началото в състава на ТПО “Фармахим”, а от 1991 г. като самостоятелно акционерно дружество.

Създадените производствени мощности и натрупания през годините професионален, организационен и технологичен опит позволяват на фирмата да завоюва значителни позиции на вътрешния и международни пазари.

Фирмата е сертифицирана по БДС EN ISO 9002:1994, Сертификат № 170217, издаден от Lloyd's Register Quality Assurance.

През 2001 г. са реконструирани и модернизирани съществуващите работни помещения за производство на медицински продукти. През същата година „Медика“ АД е лицензирана в съответствие с изискванията на ЗЛАХМ като производител на медицински продукти. Започва изграждането на нов цех за производство на медицински продукти съобразен с изискванията на Добрата производствена практика (GMP).

Фирмата получава право да маркира със СЕ знак следните нестерилни продукти:

- Хирургични тампони;
- Компреси марля хигроскопична с или без рентгеноконтрастна нишка;
- Лапаротомични кърпи с или без рентгеноконтрастна нишка.

През 2002 г. дружеството открива „Евромед“ - най-модерният цех за превързочни материали в Европа. Цехът отговаря на всички Европейски норми за производството на медицински изделия и покрива изискванията на GMP. Оборудвана е производствена единица за стерилизиране на медицински продукти. Фирмата получава право да маркира със СЕ знак и следните стерилни продукти:

- Компреси марля хигроскопична с или без рентгеноконтрастна нишка
- Лапаротомични кърпи с или без рентгеноконтрастна нишка
- Памук медицински хигроскопичен
- Марлен бинт
- Тъкан бинт

През 2003 г. завършва изграждането на новия цех за производство на лекарства „ФАРМАМЕДИКА“ съобразен с изискванията на GMP. Фирмата получава лиценз от ИАЛ за производство на твърди лекарствени форми - таблетки, обвити таблетки и капсули. През същата година „Медика“ АД получава право да изнася за Унгария стерилни и нестерилни медицински продукти., а през следващата - да изнася „Валериана“ 30 mg в Латвия.

През септември 2007 г. е открита складова база към таблетен цех "ФАРМАМЕДИКА", отговаряща на изискванията на GMP за производство и съхранение на лекарства, а през 2013 г. е изграден нов производствен участък към таблетен цех „ФАРМАМЕДИКА“, наречен ФАРМА 2, в който ще се произвеждат течни лекарствени форми за външна употреба.

През 2015 г. беше извършена реконструкция и модернизация на цеха за производство на медицински изделия Евромед. Извършването на реконструкцията е с цел оптимизиране на технологичните процеси, скъсяване на времето за производство, разполагане на ново оборудване, обогатяване на продуктовото портфолио от медицински изделия, както и постигане на съответствие с изискванията на сертифициращите органи.

През същата година бе изграден нов лабораторен блок на Медика, включващ химична и микробиологична лаборатория. Той отговаря на всички съвременни изисквания за провеждане

на тестове за стерилност на готови продукти и необходими условия за работа на качествения контрол.

През 2015 г. Медика успешно премина одит на Изпълнителната агенция по лекарствата и в следствие сертификата за Добра производствена практика на дружеството беше подновен. Също през тази година дружеството успешно защити сертификата си за съответствие на качеството и изискванията на директивата за медицинските изделия за следващите 3 години.

### **Корпоративна структура**

До 26.10.2015 г. „Медика“ АД е част от Групата Доверие Капитал, която е част от икономическата група Доверие Обединен Холдинг.

На 26.10.2015 г. Софарма АД придоби контролния пакет акции от капитала на дружеството, с което придоби 66,72% от капитала му. От тази дата Медика става част от Групата Софарма и годишният финансов отчет на компанията е включван в консолидирания финансов отчет на Софарма АД (като крайно дружество – майка). След отправено търгово предложение по чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК и след приключване на сделките с акционерите в срока по чл. 157б от ЗППЦК, дялът на Софарма АД в капитала на Медика достигна 97,94%.

През 2001 г. „Медика“ АД учредява свое дъщерно дружество - Медика – Здраве ЕООД, в която компанията-майка притежава 100% от капитала и чиято основна дейност е свързана с търговия на едро с фармацевтични, медицински и ортопедични изделия. Дъщерното дружество е създадено с цел да представлява „Медика“ АД в търговете и сключването на договори с болнични заведения.

На 21.01.2010 г. „Медика“ АД учредява дъщерно дружество – „Медика Болканс“ (MEDICA BALKANS S.R.L.) в Румъния, като притежава 100% от дяловете му. От създаването си дъщерното дружество не е осъществявало дейност. На 06.11.2015 г. дружеството-майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на MEDICA BALKANS S.R.L., като на 24.03.2016 г. последното е заличено от търговския регистър.

На 03.05.2016 г. ръководството на дружеството-майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на Медика – Здраве ЕООД . На 08.08.2016 г. в Търговския регистър при Агенцията по вписванията е обявена покана по чл. 267 от Търговския закон до кредиторите на Медика – Здраве ЕООД – в ликвидация, че на основание чл. 267 от Търговския закон могат да предявят вземанията с към дружеството в шестмесечен срок считано от 08.08.2016 г.

Производството по ликвидация на търговското дружество е приключила и заличаването на „МЕДИКА ЗДРАВЕ“ ЕООД (в ликвидация), е вписано в Търговския регистър при Агенцията по вписванията на 22.02.2017 г.

## **2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството**

### **МАКРОИКОНОМИЧЕСКА СРЕДА**

**Таблица № 17: Основни макроикономически показатели за България**

	2011	2012	2013	2014	2015
Брутен вътрешен продукт по текущи цени, млн. лв.	80 759	82 040	82 166	83 634	88 571

Годишен ръст на БВП	1,90%	0%	0,90%	1,30%	3,60%
Средногодишна инфлация	4,2%	3,0%	0,9%	-1,4%	-0,1%
Безработица	10,40%	11,40%	11,80%	10,70%	10,0%
Средна месечна работна заплата, лв.	686	731	775	822	878
Бюджетен дефицит/излишък, % от БВП	-2,0%	-0,3%	-0,4%	-5,5%	-1,7%
Брутен външен дълг, млн. лв.	36 295	37 714	36 936	39 338	34 089
Брутен външен дълг, % от БВП	87,90%	89,90%	87,90%	92,00%	75,30%
Преки инвестиции в България, млн. евро	1 476,3	1 320,9	1 383,7	1 160,9	1 692,4
Годишен ръст на кредитирането в неправителствения сектор	3,80%	2,80%	0,30%	-7,70%	-1,60%
Основен лихвен процент	0,19%	0,11	0,02	0,03	0,01

Източник: БНБ, НСИ

### Брутен вътрешен продукт

България е отворена и експортно ориентирана икономика. Средният ръст на БВП на страната между 2002 и 2008г. бе 6%, в резултат на високото ниво на преки чуждестранни инвестиции, лесния достъп до финансов ресурс и бързо растящия сектор на услугите. Тези потоци, насочени предимно към банковия сектор и сектора на недвижимите имоти, доведоха до ръст както в частното потребление, така и в капиталовите инвестиции. Настъпването на глобалната финансова криза обаче значително намали възможностите и желанието на чуждестранните инвеститори да инвестират в по-високорисковите развиващи се пазари, какъвто е българският.

Оттогава насам българската икономика се характеризира с положителен, макар и невисок темп на растеж, който остава далеч под предкризисните нива. Едва през 2015 г. БВП на страната отбеляза по-съществен ръст от 3,6%. Износът изигра значителна роля за това положително развитие, след като нарасна с 5,7% спрямо предходната година. Потреблението и брутното капиталонакопаване също отбелязаха растеж – респективно с 3,8% и 2,7%.

Наблюдаваните положителни тенденции се запазиха и през 2016 г., след като предварителните данни на Националния статистически институт за третото тримесечие на годината показват, че българската икономика е нараснала с 3,4%. Износът остава основен двигател на икономическия растеж след като отбелязва ръст от 9,5% на годишна база. Публикуваните данни също така сочат, че през третото тримесечие ръстът в потреблението се забавя до едва 0,2% годишно, а капиталовите инвестиции отбелязват спад с 1,8%.

Същевременно Министерството на финансите актуализира есенната си макроикономическа прогноза и вече залага ръст от 3.2% на българската икономика през 2016 г. и леко забавяне до 2.9% през 2017 г.

### Инфлация

България отчита дефлация през 2014 и 2015 г., след като потребителските цени се понижиха с 1,4% и 0,1% през съответните периоди под влияние на спада на международните цени на петрола и природния газ. Тенденцията остава устойчива и през 2016 г. като отчетената средногодишна инфлация е -0,8%.

## **Заетост**

Заетостта в България отбелязва устойчиво възстановяване през последните две години като през третото тримесечие на 2016 г. коефициентът на безработица спадна до 7% при отчетени 8,3% за същия период на предходната година. Същевременно производителността на труда нараства с 4,2% на годишна база.

През м. септември 2016 г. средната месечна заплата на наетите лица по трудово и служебно правоотношение възлиза на 954 лв., отбелязвайки повишение спрямо края на 2015 г., когато този показател беше на ниво от 937 лв.

## **Задлъжнялост**

България има едно от най-ниските съотношения на държавен дълг към БВП сред страните членки на ЕС. Към края на м. октомври 2016 г. държавният дълг на страната възлиза на 13,2 млрд. евро или 29,1% от БВП. Макар че е налице покачване на задлъжнялостта спрямо края на 2015 г., (11,6 млрд. евро или 26,3% от БВП), бюджетната прогноза на Министерството на финансите за периода 2017 – 2019 г. не предвижда съотношението на държавен дълг към БВП да надхвърли 30% към края на периода.

## **ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА**

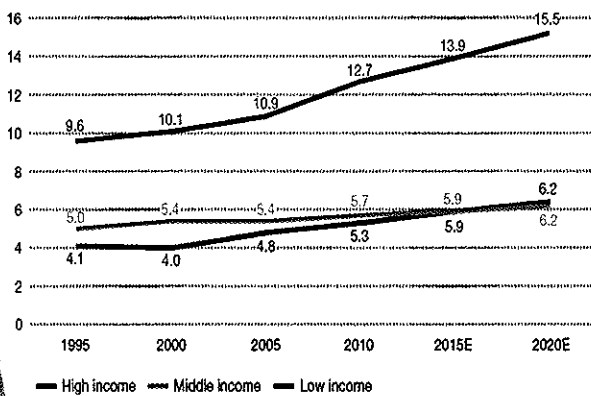
### **Глобални тенденции**

Нарастващия достъп до здравеопазване на населението от развиващите се страни, научните и технологични иновации, покачващите се доходи и социално-демографските промени създават предпоставки за стабилен ръст на глобалната фармацевтична индустрия през следващите няколко години. Според доклад на консултантската компания PwC, приходите на индустрията могат да достигнат 1,60 трлн. долара до 2020 г., като основен двигател на този ръст се очаква да бъдат т.нар. „растящи пазари“, включващи Китай, Бразилия, Русия, Индия, Полша, Украйна и др. За сметка на това, с изключение на САЩ, приходите от традиционните за фармацевтичните компании пазари като Европа, Япония, Канада и други развити страни се очаква да отбележат незначителен ръст или да намалеят, което е свързано не само с нарастващите публични разходи за здравеопазване като процент от БВП в развитите икономики, които привличат все повече вниманието на регулаторите, но и с повишените изисквания на пациентите в тези страни, които изискват все по-висока стойност и ефективност за парите си.

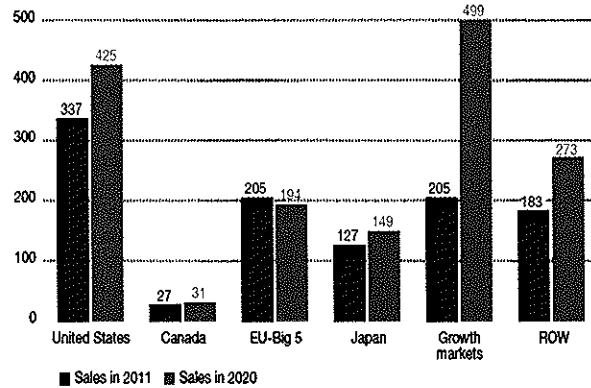
Според прогнозите на анализаторската компания IMS Health разходите за лекарства в глобален мащаб ще нараснат с 349 млрд. долара или средно с между 4% и 7% годишно за периода 2016 – 2020 г, при ръст от едва 182 млрд. долара през предходния петгодишен период.



Healthcare expenditure as % GDP



US\$ billions



Източник: PwC

При липса на значителен ръст в научно-изследователска дейност през последните години, повишен регулаторен надзор при допускането на нови лекарства на пазара и ценообразуването както в САЩ, така и в Европа и не на последно място – потенциалните загуби за производителите, свързани с изтичането на патенти до 2018 г., сегментът на генеричните лекарства има потенциал за допълнителен растеж. Според анализатори на Thompson Reuters Life Sciences разходите за генерични медикаменти се очаква да растат средно с 5,5% годишно поне до 2018 г, като темповете на растеж ще варират в различните региони – от под 2% на много европейски пазари, до над 8% в страните от Азия, Африка, Близкия Изток и Латинска Америка. В този контекст анализаторите на PwC очакват, че ръстът на фармацевтичния пазар в развиващите се страни ще бъде генериран основно от повишените разходи за генерични лекарства поради по-ограничените финансови ресурси на тези икономики и несигурните перспективи пред икономическия им растеж и възможностите за реформи в здравните им системи.

### Български фармацевтичен пазар

Фармацевтичната индустрия в страната е разделена на 3 сектора: производители на лекарства, дистрибутори и търговци на дребно (аптеките). За да упражняват дейност, всички търговци и производители на лекарствени продукти, трябва да получат разрешение от Изпълнителната агенция по лекарствата (ИАЛ), част от Министерството на здравеопазването. С най-голямо влияние на фармацевтичния пазар са производителите и дистрибуторите.

Фармацевтичният пазар в България след промените през 1989 г. се развива динамично и се определя от няколко ясно изразени тенденции и фактора. В страната се развива система на задължително здравно осигуряване, когато през 1998г. се приема Законът за здравното осигуряване. Задължителното здравно осигуряване гарантира свободен достъп на осигурените лица до медицинска помощ чрез определен по вид, обхват и обем пакет от здравни дейности. Създава се Националната здравноосигурителна каса (НЗОК), чиято основна задача е да осъществява и администрира задължителното здравно осигуряване в България, в частта му по управлението на събраните средства и заплащането на използваните здравни дейности и лекарства (в определен обхват и обем) в полза на здравноосигурените лица. Бюджетът на НЗОК е основен финансов план за набиране и разходване на паричните средства на задължителното здравно осигуряване и е отделен от държавния бюджет. Приходите на НЗОК се набират най-вече от осигурителни вноски. Започва да функционира и значителен реимбурсен пазар на лекарства, който се заплаща от НЗОК. Към момента НЗОК покрива напълно или частично над 1

700 продукта, като голяма част от тези медикаменти са оригинални препарати (научна разработка с патент), за които могат да се договорят допълнителни по-ниски цени или количества заради гарантирания пазар.

Една от основните тенденции в развитието на разходите за здравеопазване в световен мащаб е тяхното постоянно и стабилно нарастване, дължащо се на бързото развитие на технологиите, нарастването на обема и цените на здравните услуги и застаряването на населението. България не остава в страни от тази тенденция като за периода 2000 – 2014 г. общите разходи за здравеопазване (правителствени и частни) нарастват от 6% на 8,44% от БВП на страната. Макар и нарастващи обаче, те остават под средното за ЕС равнище от 10,04%. Българската държава финансира едва 54,6% от всички разходи за здравеопазване, докато страните от ЕС покриват средно близо 78% от тези разходи.

Българският фармацевтичен пазар е един от най-малките в ЕС, но се увеличи силно през последните няколко години, а фармацевтичната промишленост е един от най-бързо растящите отрасли в българската икономика. По данни на международната аналитична компания IMS Health фармацевтичният пазар в България през 2015 г. възлиза на 2,6 млрд. лв., а прогнозата за 2016 г. е, че той ще нарасне с още 6%. Това представлява известно забавяне в сектора, след като пазарът отбеляза ръст от 7,6% през 2015 г. и 8,2% през 2014 г. Най-сериозен се очаква да бъде ръстът при нелекарствените продукти и хранителните добавки – 12%. При медикаментите с рецепта прогнозното увеличение е 5 на сто, а при тези без – 2%.

По данни на IMS Health за 2015 г. фармацевтичният пазар на България е доминиран от световни корпорации, в топ 10 на пазара има само едно дружество, регистрирано в България – Софарма АД. По това разпределение на пазара България не се различава от останалите страни в Източна Европа. Концентрацията е такава, че тези топ 10 фармацевтични корпорации заемат 47% от пазара за 2015 г. Лидер по продажби на българския пазар е швейцарската компания Novartis, а Софарма заема 6-то място, запазвайки позицията си от предходната година.

В сектора на дистрибуцията продължават тенденциите на окрупняване и удължаването на веригите, придружени от ниски маржове в сферата с най-масови лекарства и по-големи при хранителните добавки и нефармацевтичните стоки. През 2016 г. търговията на едро остава доминирана от няколко основни компании, които по данни на IMS Health генерират 85% от приходите в сектора. Това са Софарма, Фьоникс, Стинг, Фармнет и Фаркол. Подобна консолидация на пазара е нормално явление не само за България, но и за останалите европейски държави.

Детайлна информация за пазара на медицински консумативи в България липсва, но въпреки това, може да се каже, че „Медика“ АД има стабилна позиция на българския пазар по отношение на производството на памук, марля, бинтове, компреси и други медицински консумативи. Основни конкуренти на дружеството на аптечен пазар са URGO, Hartmann и Hansaplast, а на болничен пазар - Hartmann и вносителите на китайски медицински изделия.

### **3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите**

Съгласно Наредба № 41 на Комисията за финансов надзор за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни

методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, справедливата цена на акция е среднопретеглената стойност от:

- Цената на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции, в случай че акциите на дружеството отговарят на критериите за определянето им като активно търгувани акции; и
- Среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:
  - Метод на дисконтираните парични потоци;
  - Метод на пазарните множители на дружества-аналози;
  - Метод на нетната стойност на активите.

По отношение на „Медика“ АД не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във вр. §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 и неговите акции не са обект на активна търговия през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената. Съгласно тази разпоредба, за да се считат акциите на едно дружество за активно търгувани, е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01% от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията.

Капиталът на „Медика“ АД е разделен на 10 068 690 броя акции, а 0,01% от него се равнява на 1 007 броя акции. Общият брой изтъргувани акции на „Медика“ АД на Алтернативен пазар на БФБ-София за целия разглеждан период е 70 броя, което е доста под горепосочения праг от 1 007 броя. По тази причина акциите на дружеството не могат да се считат за активно търгувани и пазарната им цена не е използвана за целите на оценката на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД.

При това условие съгласно разпоредбите на чл.5, ал. 2 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на „Медика“ АД е изчислена като среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:

- Метод на дисконтираните парични потоци;
- Метод на пазарните множители на дружества-аналози;
- Метод на нетната стойност на активите.

### **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 „Медика“ АД за периода 2011 – 2015 г., както и междинните неодитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на дружеството за деветмесечието на 2015 и 2016 г.; годишните одитирани финансови отчети на дружествата-аналози за 2015 г., както и последните публикувани междинните неодитирани финансови отчети на дружествата-аналози; публично-достъпна информация от сайта на БФБ –

София, Българска народна банка, Световната банка, IMSHealth 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 възвращаемост 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 № 18: Приходи на „Медика“ АД за периода от 2011 г. досега

млн. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи от продажби на продукция	16 371	18 612	17 591	16 678	15 642	16 296
Приходи от продажби на стоки	1 139	1 578	1 438	1 730	1 715	2 095
Приходи от продажби на услуги	92	50	39	51	3	10
Други приходи от продажби	1 232	34	230	51	47	28
<b>Общо</b>	<b>18 834</b>	<b>20 274</b>	<b>19 298</b>	<b>18 510</b>	<b>17 407</b>	<b>18 429</b>
Годишен ръст	39.03%	7.65%	-4.81%	-4.08%	-5.96%	5.87%

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

Дружеството има водеща роля и стабилни позиции на пазара на медицински изделия (санитарни и превързочни материали) Прогнозата за приходите на „Медика“ АД през следващите пет години се основава на очакванията, че усилията на дружеството ще бъдат насочени към преодоляване на последиците от кризата в Украйна и че ключовите източноевропейски пазари ще се върнат към растеж. Наред с това, след като през есента на 2015 г. компанията стана част от групата на Софарма АД, може да се очаква, че достъпът ѝ до развитите дистрибуторски канали на групата ще подкрепят допълнително приходите ѝ от продажби.

Посочените в таблицата по-долу прогнозни приходи отчитат възстановяването на приходите от продажби през 2016 г., настъпило паралелно с възстановяването на ключови експортни пазари за дружеството през същия период, както вижданията на мениджмънта на „Медика“ АД за развитието на оперативната дейност на компанията през следващите години. Доколкото другите доходи от дейността са много малко приходно перо (около или под 1% от приходите от продажби), прогноза за техните нива през периода 2017 – 2021 г. не е изготвяна. Тези доходи включват печалба от продажби на дълготрайни материални активи и материали, които са труднопрогнозируеми за бъдещи периоди.

В реалистичния сценарий на прогнозата се очаква приходите на дружеството от продажби на медицински изделия на вътрешния аптечен и болничен пазар да отбележат умерен ръст от 3-5% годишно, а продажбите на фармацевтични продукти, добавки и козметика да достигнат годишен ръст от около 10-15%, подкрепени от нововъведение през 2016 г. продукти и продуктови линии. Общият ръст на продажбите се очаква да бъде подкрепен и от умерено възстановяване на продажбите в чужбина в контекста на икономическата стабилизация на Украйна и Русия.

Песимистичният сценарий предвижда по-слаб ръст на продажбите, свързан предимно с високата конкуренция на българския аптечен пазар, която ще обуславя и по-слаб растеж в този сегмент (около 2%). Наред с това прогнозата отразява и по-слаб растеж от първоначално предвиждания в сегмента на фармацевтичните средства, добавки и козметика и по-слабо възстановяване на износа.

От друга страна прогнозите в оптимистичния сценарий залагат на обратните тенденции – засилване на продажбите на вътрешен пазар и по – специално на продукти и лекарствени средства, които се продават без рецепта и козметика, и по-добро от очакваното възстановяване на продажбите в чужбина.

**Таблица № 19: Прогнозни приходи на „Медика“ АД**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Реалистичен сценарий</b>						
Приходи от продажби	18 429	19 598	20 802	22 107	23 455	24 839
Годишен ръст	6.2%	6.3%	6.1%	6.3%	6.1%	5.9%
<b>Песимистичен сценарий</b>						
Приходи от продажби	18 429	19 553	20 516	21 544	22 557	23 572
Годишен ръст	6.2%	6.1%	4.9%	5.0%	4.7%	4.5%
<b>Оптимистичен сценарий</b>						
Приходи от продажби	18 429	19 756	21 181	22 742	24 357	25 989
Годишен ръст	6.2%	7.2%	7.2%	7.4%	7.1%	6.7%

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

## РАЗХОДИ

**Таблица № 20: Оперативни разходи на „Медика“ АД за периода от 2011 г. досега**

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	(26)	127	270	796	(412)	(555)
Разходи за суровини и материали	(7 844)	(9 283)	(8 167)	(7 318)	(6 484)	(6 741)
Разходи за външни услуги	(2 099)	(2 129)	(2 383)	(2 290)	(1 495)	(1 804)
Разходи за амортизация	(1 304)	(1 221)	(1 107)	(1 079)	(1 097)	(1 228)
Разходи за персонала	(3 687)	(4 064)	(4 413)	(4 395)	(3 834)	(3 875)
Отчетна стойност на продадени стоки	(811)	(1 081)	(1 270)	(1 331)	(1 214)	(1 429)
Други разходи за дейността	(665)	(619)	(770)	(553)	(439)	(378)
<b>ОБЩО</b>	<b>(16 436)</b>	<b>(18 270)</b>	<b>(17 840)</b>	<b>(16 170)</b>	<b>(14 975)</b>	<b>(16 010)</b>

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

**Таблица № 21: Оперативна печалба на „Медика“ АД за периода от 2011 г. досега**

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи от продажби	17 602	20 240	19 068	18 459	17 360	18 429
Други доходи	1 232	34	230	51	47	9
Оперативни разходи	(16 436)	(18 270)	(17 840)	(16 170)	(14 975)	(16 010)
Разходи/приходи	93,4%	90,3%	93,6%	87,6%	86,3%	86,9%
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2 398</b>	<b>2 004</b>	<b>1 458</b>	<b>2 340</b>	<b>2 432</b>	<b>2 428</b>
Марж на оперативната печалба	13,6%	9,9%	7,6%	12,7%	14,0%	13,2%

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

За периода 2017 – 2021 г. оперативните разходи на „Медика“ АД са прогнозирани на база историческите норми на рентабилност на дружеството. При изготвяне на прогнозите за оперативните разходи са взети под внимание отчетените им съотношения спрямо

реализираните приходи, както и наблюдаваните тенденции в развитието на разходите на компанията през предходните години. Прогнозните разходи за амортизации се основават на данни на дружеството.

Прогнозите са изготвени при допускането, че „Медика“ АД ще успее да поддържа марж на оперативната печалба, сравним с постигнатия през 2016 г. Допуснато леко покачване към края на прогнозния период тъй като има възможност за оптимизиране част от разходите благодарение на това, че дружеството е част от голяма и диверсифицирана фармацевтично-дистрибуторска група.

В песимистичния вариант на прогнозата оперативния марж на „Медика“ АД в края на прогнозния период ще се запази на средните нива от периода 2011 - 2016 г. (12%), без дружеството да може да постигне чувствително оптимизиране на разходната си структура. И обратното – оптимистичният сценарий предвижда по-добро управление на оперативните разходи от страна на мениджмънта на дружеството и постигане на по-висок марж на печалбата от дейността.

**Таблица № 22 (а): Прогнозна оперативна печалба - Реалистичен сценарий**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	18 429	19 598	20 802	22 107	23 455	24 839
Други приходи	9	-	-	-	-	-
Оперативни разходи (изкл. амортизации)	(14 782)	(15 679)	(16 434)	(17 464)	(18 530)	(19 623)
Разходи за амортизации	(1 228)	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	<i>86.9%</i>	<i>86.5%</i>	<i>85.4%</i>	<i>85.3%</i>	<i>85.2%</i>	<i>85.2%</i>
Оперативна печалба	2 428	2 640	3 030	3 244	3 463	3 688
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>13.2%</i>	<i>13.5%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.7%</i>	<i>14.8%</i>	<i>14.8%</i>

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

**Таблица № 22 (б): Прогнозна оперативна печалба - Песимистичен сценарий**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	18 429	19 553	20 516	21 544	22 557	23 572
Други приходи	9	-	-	-	-	-
Оперативни разходи (изкл. амортизации)	(14 782)	(15 936)	(16 720)	(17 559)	(18 384)	(19 211)
Разходи за амортизации	(1 228)	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	<i>86.9%</i>	<i>88.0%</i>	<i>88.0%</i>	<i>88.0%</i>	<i>88.0%</i>	<i>88.0%</i>
Оперативна печалба	2 428	2 337	2 457	2 587	2 711	2 832
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>13.2%</i>	<i>12.0%</i>	<i>12.0%</i>	<i>12.0%</i>	<i>12.0%</i>	<i>12.0%</i>

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

**Таблица № 22 (в): Прогнозна оперативна печалба - Оптимистичен сценарий**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	18 429	19 756	21 181	22 742	24 357	25 989
Оперативни разходи	9	-	-	-	-	-

Оперативни разходи (изкл. амортизации)	(14 782)	(15 607)	(16 712)	(17 898)	(19 120)	(20 401)
Разходи за амортизации	(1 228)	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	<i>86.9%</i>	<i>85.5%</i>	<i>85.2%</i>	<i>84.9%</i>	<i>84.5%</i>	<i>84.4%</i>
Оперативна печалба	2 428	2 869	3 131	3 445	3 775	4 059
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>13.2%</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.8%</i>	<i>15.1%</i>	<i>15.5%</i>	<i>15.6%</i>

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

## КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ

Исторически данни за инвестициите на дружеството в дълготрайни материални и нематериални активи са представени в таблицата по-долу

Таблица № 23: Капиталови разходи на „Медика“ АД в исторически план

	хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Общо капиталови разходи		366	1 982	1 170	831	4 128	419

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

Прогнозите за бъдещите капиталови разходи са изготвени въз основа на информация за очакваните инвестиции през следващите пет години, предоставена от дружеството. Съгласно тези данни, до 2021 г. се очаква капиталовите разходи да възлизат на около 1 200 хил. лв. за всяка година, разпределени както следва:

- за сгради и производствен условия – 200 хил. лв. годишно;
- за техническо оборудване – 800 - 900 хил. лв. годишно;
- за нематериални активи, права за продажби и досиета – 100 – 200 хил. лв. годишно.

В реалистичния сценарий на прогнозите са използвани средните стойности на посочените диапазони. В песимистичния сценарий за развитие са използвани стойностите горната граница на диапазоните, допускайки, че дружеството ще се наложи да направи по-големи капиталови разходи отколкото предвидените в базовия (реалистичен сценарий). И обраното – в оптимистичния сценарий е допуснато, че капиталовите нужди на дружеството ще бъдат по-малки и затова в прогнозата са използвани стойностите от долната граница на съответните диапазони. През последната година от прогнозния период разходите за инвестиции са заложили така, че да са равни на прогнозните разходи за амортизации, за да не се допусне декапитализиране на дружеството в следпрогнозния период.

С оглед на това, прогнозните стойности на капиталовите разходи на „Медика“ АД за периода 2017 – 2021 г. са както следва:

Таблица № 24 (а): Прогнозни капиталови разходи - Реалистичен сценарий

	хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:							
- сгради и произв. условия			200	200	200	200	-
- техническо оборудване			850	850	850	850	-
- нематериални активи			150	150	150	150	-
<b>ОБЩО</b>		<b>419</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 528</b>



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

**Таблица № 24 (б): Прогнозни капиталови разходи - Песимистичен сценарий**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:						
- сгради и произв. условия		200	200	200	200	-
- техническо оборудване		900	900	900	900	-
- нематериални активи		200	200	200	200	-
<b>ОБЩО</b>	<b>419</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 528</b>

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

**Таблица № 24 (в): Прогнозни капиталови разходи - Оптимистичен сценарий**

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:						
- сгради и произв. условия		200	200	200	200	-
- техническо оборудване		800	800	800	800	-
- нематериални активи		100	100	100	100	-
<b>ОБЩО</b>	<b>419</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 528</b>

\*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 и задълженията към персонала при пенсиониране.

В конкретния случай, прогнозните стойности на нетния оборотен капитал за следващите пет години са изготвени на база обращаемостта 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 № 25: Нетен оборотен капитал на „Медика“ АД в исторически план**

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Материални запаси	5 294	4 809	5 406	6 591	6 244	4 671
Текущи вземания	3 912	5 911	4 863	5 322	6 181	5 895
Текущи задължения	3 115	2 405	1 805	2 147	1 914	1 508
<b>Нетен оборотен капитал</b>	<b>6 091</b>	<b>8 315</b>	<b>8 464</b>	<b>9 766</b>	<b>10 511</b>	<b>9 058</b>

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

**Таблица № 26:** Обращаемост на компонентите на нетния оборотен капитал на „Медика“ АД в исторически план

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Приходи (хил. лв.)	17 602	20 240	19 068	18 459	17 360	18 429
Оперативни разходи (хил. лв.)	15 132	17 049	16 733	15 091	13 878	14 782
<b>Обращаемост на материалните запаси (в дни)</b>	<b>110</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>130</b>	<b>131</b>	<b>93</b>
<b>Обращаемост на вземанията (в дни)</b>	<b>81</b>	<b>107</b>	<b>93</b>	<b>105</b>	<b>130</b>	<b>117</b>
<b>Обращаемост на задълженията (в дни)</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>37</b>

\* Оперативните разходи не включват разходите за амортизации

*Източник:* Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на „Медика“ АД за 2011 – 2015 г. и предварителни неодитирани консолидирани финансови 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 годната (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 годната (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 подобряване 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 подобрение е по-ясно изразено. Песимистичният сценарий не предвижда съществена промяна в този показател.

**Таблица № 27 (а):** Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Реалистичен сценарий

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	93	121	120	120	115	112
Обращение на вземанията	117	125	122	115	110	110
Обращение на задълженията	37	45	50	52	53	54
<i>Хил. лв.</i>						
Материални запаси	4 671	6 497	6 839	7 268	7 390	7 622
Вземания	5 895	6 712	6 953	6 965	7 069	7 486
Задължения	1 508	1 933	2 251	2 488	2 691	2 903
<b>Нетен оборотен капитал</b>	<b>9 058</b>	<b>11 276</b>	<b>11 541</b>	<b>11 745</b>	<b>11 768</b>	<b>12 204</b>
<i>Изменение в НОК</i>	<i>(1 453)</i>	<i>2 218</i>	<i>265</i>	<i>204</i>	<i>23</i>	<i>436</i>

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

**Таблица № 27 (б): Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Песимистичен сценарий**

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	93	125	121	120	119	116
Обращение на вземанията	117	128	128	125	120	117
Обращение на задълженията	37	48	46	46	45	44
<i>хил. лв.</i>						
Материални запаси	4 671	6 696	6 801	7 083	7 354	7 491
Вземания	5 895	6 857	7 195	7 378	7 416	7 556
Задължения	1 508	2 096	2 107	2 213	2 267	2 316
<b>Нетен оборотен капитал</b>	<b>9 058</b>	<b>11 458</b>	<b>11 888</b>	<b>12 248</b>	<b>12 504</b>	<b>12 732</b>
<i>Изменение в НОК</i>	<i>(1 453)</i>	<i>2 400</i>	<i>431</i>	<i>360</i>	<i>255</i>	<i>228</i>

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

**Таблица № 27 (в): Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Оптимистичен сценарий**

дни	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	93	121	115	115	112	109
Обращение на вземанията	117	123	120	113	107	105
Обращение на задълженията	37	50	52	53	54	54
<i>хил. лв.</i>						
Материални запаси	4 671	6 549	6 673	7 165	7 474	7 761
Вземания	5 895	6 657	6 964	7 041	7 140	7 476
Задължения	1 508	2 138	2 381	2 599	2 829	3 018
<b>Нетен оборотен капитал</b>	<b>9 058</b>	<b>11 069</b>	<b>11 256</b>	<b>11 607</b>	<b>11 785</b>	<b>12 219</b>
<i>Изменение в НОК</i>	<i>(1 453)</i>	<i>2 011</i>	<i>187</i>	<i>351</i>	<i>178</i>	<i>434</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 може да се очаква да расте българския БВП в дългосрочен план.

**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 2%. Затова в периода след 2021 г. се очаква паричните потоци на „Медика“ 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 и медицинска 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 индустрията, в която дружеството оперира, ще изостане от темпото на развитие 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

**$\beta$**  – 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, както е България, формулата ще бъде модифицирана, като към нея се добави CRP – премия за странови риск:

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

Безрисковата норма на възвращаемост 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 „Медика“ АД спрямо волатилността на пазара като цяло. Тъй като акциите на дружеството не са активно търгувани на борсовия пазар, считаме че използването на пазарна (регресионна) бета не е уместно, тъй като няма да даде адекватна представа за неговия систематичен риск. По тази причина сме използвали средния бета-коефициент за дружествата на развиващите се пазари, опериращи в сектора на медицинските продукти (0.99), публикуван от проф. Дамодаран през м. януари 2017 г. Използван е коефициентът „бета без дълг“ (т.нар. unlevered beta), като в последствие той е коригиран с нивото на финансов ливъридж на оценяваното дружество и полученият коефициент „бета с дълг“ е използван в изчислението на среднопретеглената цена на капитала.

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - T) \times (D/E))$$

където:

$\beta_L$  – коефициент „бета с дълг“

$\beta_U$  – коефициент „бета без дълг“

T – данъчната ставка

D/E – коефициент Дълг/Собствен капитал

Доколкото дружеството традиционно поддържа изключително ниско ниво на финансов ливъридж и не се предвижда промяна на тази политика, при изчислението на коефициента „бета с дълг“ е използвано съотношението Дълг/Собствен капитал, получено съгласно стойностите от последния публикуван консолидиран финансов отчет.

**Таблица № 28** Капиталова структура на Медика АД в исторически план:

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Собствен капитал	24 090	24 333	24 403	26 479	29 349	30 244
Дългосрочни задължения към банки	0	0	0	0	496	220
Краткосрочни задължения към банки	0	0	0	0	456	276
Дългосрочни лизингови задължения	11	5	0	0	0	0
Краткосрочни лизингови задължения	10	6	4	0	0	0
<b>Общо</b>	<b>24 111</b>	<b>24 344</b>	<b>24 407</b>	<b>26 479</b>	<b>30 301</b>	<b>30 740</b>

**Капиталова структура**

Собствен капитал	99.91%	99.95%	99.98%	100.00%	96.86%	98.39%
------------------	--------	--------	--------	---------	--------	--------

Привлечен капитал	0.09%	0.05%	0.02%	0.00%	3.14%	1.61%
-------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

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

През 2015 г. Медика АД започва да отчита задължения по правителствени финансираня във връзка със сключен договор за безвъзмездна финансова помощ по програма „Енергийна ефективност“. Към края на 2015 г. тези задължения възлизат на 138 хил. лв. (129 хил. лв. – дългосрочна част и 9 хил. лв. – краткосрочна част). Доколкото делът на това финансиране представлява много малка част (под 0,5%) от структурата на всички източници на финансиране на дружеството, както и поради факта, че това задължение е свързано с конкретен инвестиционен проект и ще намалява допълнително в бъдеще поради амортизационния му характер, правителственото финансиране не е взето под внимание при определяне на капиталовата структура на „Медика“ АД

В края на 2016 г. „Медика АД“ отчита общо 496 хил. лв. задължения по банкови заеми и собствен капитал в размер на 30 244 хил. лв. В относителен план делът на собствения капитал в капиталовата структура на дружеството достига 98,39%, а на привлечения капитал – 1,61%. При това положение текущото съотношение Дълг/Собствен капитал на „Медика“ АД възлиза на 0,0164.

При това положение коефициентът бета с отчитане дела на дълга на дружеството, изчислен по горепосочената формула е в размер на:

$$\beta_L = 0,99 \times (1 + (1 - 10\%) \times 0,0164) = 1,005$$

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 възвращаемост показват, че глобалната пазарна рискова премия варира средно между 4% и 6%. В своите публикации и статистически данни проф. Дамодаран<sup>1</sup> също посочва 5,69% като актуално ниво на рисковата премия на 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 (каквото е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. 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 в неговия сайт 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	1,005
Рискова премия за развит пазар на акции	5,69%

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

Премия за странови риск	2,71%
Цена на финансиране със собствен капитал	8,87%

Цената на финансиране с дългов капитал е определена въз основа на 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 2016 г. е 4,51%.

Въз основа на горепосочените данни, среднопретеглената цена на капитала на „Медика“ АД е както следва:

Таблица № 29: Среднопретеглена цена на капитала на „Медика“ АД

WACC	
Цена на финансиране със собствен капитал	8,87%
Цена на финансиране с привлечен капитал	4,51%
Дял на дълга в капиталовата структура	1,61%
Дял на собствения капитал в капиталовата структура	98,39%
Данъчна ставка	10%
<b>Среднопретеглена цена на капитала</b>	<b>8,79%</b>

Чрез метода на дисконтираните парични потоци е получена справедливата стойност на Медика 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 „Медика“ АД е получена като от справедливата стойност на компанията са приспаднати нетният дълг и задълженията към персонала при пенсиониране (краткосрочни и дългосрочни), посочени в междинния неаудитиран консолидиран отчет на дружеството към 31.12.2016 г.

Таблица № 30 (а): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Реалистичен сценарий

ХИЛ. №	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	19 598	20 802	22 107	23 455	24 839
Разходи за дейността	(15 679)	(16 434)	(17 464)	(18 530)	(19 623)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци	3 920	4 368	4 642	4 926	5 216
Разходи за амортизации	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността	2 640	3 030	3 244	3 463	3 688
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	2 376	2 727	2 919	3 117	3 319
(+) Разходи за амортизации	1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи	(1 200)	(1 200)	(1 200)	(1 200)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(2 218)	(265)	(204)	(23)	(436)

<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>	<b>238</b>	<b>2 600</b>	<b>2 914</b>	<b>3 356</b>	<b>2 883</b>
<i>Дисконтов фактор</i>	<i>0.9355</i>	<i>0.8598</i>	<i>0.7904</i>	<i>0.7265</i>	<i>0.6678</i>
Настояща стойност на паричните потоци	223	2 236	2 303	2 438	1 925
Терминална стойност	43 293				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	28 909				
Справедлива стойност на дружеството	38 034				
(-) Лихвоносен дълг	496				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	273				
(+) Пари и парични еквиваленти	4 956				
Справедлива стойност на собствения капитал	42 221				
Брой акции (хил.)	10 069				
<b>Справедлива стойност на една акция (лв.)</b>	<b>4,193</b>				

Таблица № 30 (б): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Песимистичен сценарий

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи		19 553	20 516	21 544	22 557	23 572
Разходи за дейността		(15 936)	(16 720)	(17 559)	(18 384)	(19 211)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци		3 617	3 795	3 986	4 173	4 361
Разходи за амортизации		(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността		2 337	2 457	2 587	2 711	2 832
<i>Данъчна ставка</i>		<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Оперативна печалба след данъци		2 104	2 212	2 328	2 440	2 549
(+) Разходи за амортизации		1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи		(1 300)	(1 300)	(1 300)	(1 300)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		(2 400)	(431)	(360)	(255)	(228)
<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>		<b>(316)</b>	<b>1 819</b>	<b>2 067</b>	<b>2 347</b>	<b>2 322</b>
<i>Дисконтов фактор</i>		<i>0.9355</i>	<i>0.8598</i>	<i>0.7904</i>	<i>0.7265</i>	<i>0.6678</i>
Настояща стойност на паричните потоци		(296)	1 564	1 634	1 705	1 550
Терминална стойност		32 315				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст		21 579				
Справедлива стойност на дружеството		27 736				
(-) Лихвоносен дълг		496				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране		273				
(+) Пари и парични еквиваленти		4 956				
Справедлива стойност на собствения капитал		31 923				
Брой акции (хил.)		10 069				
<b>Справедлива ст-ст на една акция (лв.)</b>		<b>3,171</b>				

Таблица № 30 (в): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Оптимистичен сценарий



ХИЛ. ЛВ.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	19 756	21 181	22 742	24 357	25 989
Разходи за дейността	(15 607)	(16 712)	(17 898)	(19 120)	(20 401)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци	4 149	4 469	4 844	5 237	5 588
Разходи за амортизации	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността	2 869	3 131	3 445	3 775	4 059
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	2 582	2 818	3 101	3 397	3 653
(+) Разходи за амортизации	1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи	(1 100)	(1 100)	(1 100)	(1 100)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(2 011)	(187)	(351)	(178)	(434)
<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>	<b>751</b>	<b>2 869</b>	<b>3 049</b>	<b>3 581</b>	<b>3 220</b>
Дисконтов фактор	0.9355	0.8598	0.7904	0.7265	0.6678
Настояща стойност на паричните потоци	703	2 467	2 409	2 602	2 150
Терминална стойност	52 451				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	35 025				
Справедлива стойност на дружеството	45 356				
(-) Лихвоносен дълг	496				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	273				
(+) Пари и парични еквиваленти	4 956				
	0				
Справедлива стойност на собствения капитал	49 543				
Брой акции (хил.)	10 069				
<b>Справедлива ст-ст на една акция (лв.)</b>	<b>4,920</b>				

### 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 № 31:** Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на дисконираните парични потоци

	Цена на акция (лв.)	Тегло
Реалистичен сценарий	4,193	33,33%
Песимистичен сценарий	3,171	33,33%
Оптимистичен сценарий	4,920	33,33%
<b>Среднопретеглена цена по метода (лв.)</b>	<b>4,095</b>	

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.

Основната дейност на „Медика“ АД включва производството и дистрибуцията на:

- Медицински консумативи – бинтове, продукти от памук, пластири, стерилни превръзки, формиращи 58,88% от общите приходи от продажби на дружеството за 2016 г.
- Фармацевтични продукти – 15 вида лекарства, отпускани с и без рецепта, формиращи 41,12% от продажбите за 2016 г.

При избора на дружества-анализи за целите на оценката съзнателно не сме използвали показателите на „Софарма“ АД, въпреки че дружеството е една от най-големите и разпознаваеми фармацевтични компании в България, както и е едно от най-търгуваните дружества на БФБ – София. Причината за това е, че „Софарма“ АД като собственик на 97,96% от капитала на „Медика“ АД отразява в консолидираните си отчети резултатите на оценяваното дружество.

Данни на друга компания от българския фармацевтичен сектор, която също е част от групата на Софарма – „Унифарм“ АД - също не са използвани при определянето на справедливата цена на „Медика“ АД по този метод, тъй като към датата на настоящата обосновка има отправено търгово предложение до останалите акционери на „Унифарм“ АД, което оказва влияние върху решенията на пазарните участници и цената, която те са склонни да платят за акциите на компанията. Наред с това считаме, че има съществена разлика в продуктовете профили на двете дружества (приходите на „Унифарм“ АД се формират почти изцяло от продажба на твърди и течни лекарствени средства и концентрати за хемодиализа), а това от своя страна прави сравнението между двете дружества неуместно. С оглед натрупването на тези два фактора сме избрали да не използваме данни на „Унифарм“ АД при изготвянето на оценката на справедливата стойност на „Медика“ АД

За дружества – анализи е избрана друга публично търгувана компания от българския фармацевтичен сектор – „Момина крепост“ АД, както и такива, които се търгуват на капиталовите пазари на Централна и Източна Европа - Mercator Medical SA (Полша), Alkaloid AD (Македония) и Olainfarm JSC (Латвия). При изчисление на пазарната капитализация на всяко от дружествата е използвана цена на затваряне на акциите към датата, предхождаща датата на обосновка на настоящата оценка 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:

**„Медика“ АД** (Борсов код: 5MA BU)

„Медика“ АД е компания с над 40-годишна история на българския фармацевтичен пазар. Основана през 1971 г. като производител на превръзочни материали, днес дружеството притежава продуктово портфолио от над 65 базови продукта. „Медика“ АД произвежда широка

гама медицински изделия (бинтове, продукти от памук, хирургични конци), хранителни добавки, козметични продукти и лекарства, отпускани с и без рецепта. Компанията е сертифицирана по БДС EN ISO 9002:1994, а производствените ѝ мощности отговарят на всички европейски норми за производство и покриват изискванията на добрата производствена практика (GMP).

„Медика“ АД е генерирала приходи от продажби в размер на 18,43 млн. лв., от които 4,48 млн. лв. са приходи от износ. Пазарната капитализация на дружеството към 17.03.2017 г. е 34,23 млн. лв. при цена на затваряне от 3,40 лв. за една акция

Избрани дружества – анализи:

**Момина Крепост АД** (Борсов код: 5MR BU)

Момина Крепост АД е създадена през 1966 година. От 1972 година в дейността на фирмата е разкрит нов профил – производство на пластмасови медицински изделия за еднократна употреба в хуманната и ветеринарна медицина. На настоящия етап основният предмет на дейност на фирмата е производство и търговия на медицински изделия за еднократна употреба.

Дружеството произвежда широка гама еднократни медицински изделия, предназначени за различни области на медицината – хирургия, урология, интензивна терапия, гинекология, гастроентерология, диагностика, анестезиология, педиатрия и др.

Фирмата предлага на клиентите няколко разновидности кръвопреливни и инфузионни системи; спринцовки двусъставни и трисъставни с вместимост от 1 до 50 ml и инжекционни игли; сонди, катетри и дренажи; уринаторни торби и урологични катетри; назални кислородни катетри и маски, шпатули и клампи; полиетиленови ръкавици, престилки и калцуни; еднократно медицинско облекло и бельо от нетъкан текстил и др.

За 2016 г. приходите на Момина крепост възлизат на 4,136 млн. лв., а пазарната капитализация на дружеството към 16.03.2017 г. е 6,76 млн. лв.

**Mercator Medical S.A.** (Борсов код: MRC PW)

Mercator Medical е производител и дистрибутор на медицински изделия - ръкавици, медицински облекла, хирургични тъкани и други медицински продукти за еднократна употреба.

Основана през 1993 г. в Краков, Полша, компанията постепенно започва да развива дейност и в съседните държави, като през 2004 г. започва да изнася продукцията си в Украйна и Унгария, а през 2006 г. – в Румъния. Mercator също така притежава завод в Тайланд, който произвежда висококачествени латексови ръкавици.

Понастоящем дружеството оперира в Полша и другите страни от Централна и Източна Европа, както и в Русия.

Mercator Medical доставя своите продукти на заведения за болнична и извънболнична помощ, стоматологични центрове, ветеринарни клиники и др.

През 2016 г. дружеството е реализирало приходи в размер на 61,5 млн. евро, а пазарната му капитализация към 16.03.2017 г. е 47,75 млн. евро (93,39 млн. лв.).

**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, гастроинтестиналният тракт, кръвта, инфекциозни заболявания и други. Дружеството също предлага различни соли, чайове, химикали, деминерализирана вода и др. Важни за бизнеса на Алкалоид 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 реализирало приходи в размер на 134,69 млн. евро, а пазарната капитализация на дружеството към 16.03.2017 г. е 131,5 млн. евро (257,2 млн. 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 2016 г. са в размер на 111,27 млн. евро, а пазарната ѝ капитализация към 16.03.2017 г. 130 млн. евро (254,27 млн. лв.).

**Таблица № 32: Основни финансови показатели за „Медика“ АД и дружествата-аналози**

	„Медика“ АД	Момина крепост АД	Mercator Medical	ALKALOID	Olainpharm
	5MA BU	5MR BU	MRC PW	ALK MS	OLF1R LR
	BGN	BGN	PLN	MKD	EUR
	конс.	неконс.	конс.	конс.	конс.
<b>Показатели (хил.)</b>					
Приходи от продажби	18 429	4,136	264,853	8 292 770	111 275
Оперативна печалба	2 428	231	18 230	854 487	10 398
Нетна печалба	2 170	218	14,841	731 850	10 086
Нетна печалба за акционерите на предприятието-майка	2 170	n/a	13,904	731 818	10 079
Дълготрайни активи	17 411	3 006	84,173	5 438 710	81 249
Краткотрайни активи	15 838	2 661	123,678	5 152 536	63 756
Общо активи	33 249	5 667	207,851	10 591 246	145 005
Дълготрайни пасиви	1 191	312	14,828	94 513	25 341
Краткотрайни пасиви	1 814	245	69,561	2 053 328	24 501
Нетен дълг	(4 460)	(142)	18 844	229 971	22 540

Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	30 244	n/a	122 071	8 442 624	95 126
Собствен капитал	30 244	5 110	123 462	8 443 405	95 163
Брой акции (издадени)	10 068 690	1 691 184	10 589 100	1 431 353	14 085 078
Брой акции (в обращение)	10 068 690	1 691 184	10 589 100	1 416 612	14 085 078
Цена на акция	3.40	4.00	19.42	5 657.00	9.23
Пазарна капитализация (местна валута)	34 233 546	6 764 736	205 640 322	8 097 163 921	130 005 270
Пазарна капитализация (евро)	17 503 334	3 458 755	47 751 149	131 509 378	130 005 270
<b>Коефициенти</b>					
Годишен ръст на приходите	6.16%	7.29%	15.8%	5.50%	14.25%
Норма на оперативната печалба	13.2%	5.6%	6.9%	10.3%	9.3%
Норма на нетна печалба	11.8%	5.3%	5.6%	8.8%	9.1%
Възвръщаемост на активите	6.5%	3.8%	7.1%	6.9%	7.0%
Възвръщаемост на собств. капитал	7.2%	4.3%	12.0%	8.7%	10.6%
Обща ликвидност	8.73	10.86	1.78	2.51	2.6
Нетен дълг/Собств. капитал	n/a	n/a	0.15	0.03	0.24
Нетен дълг/Активи	n/a	n/a	0.09	0.02	0.16
Продажби на една акция	1.83	2.45	25.01	5853.95	7.90
Печалба/(Загуба) на една акция	0.22	0.13	1.31	516.60	0.72
Счетоводна ст-ст на една акция	3.00	3.02	11.53	5898.35	6.75
<b>Пазарни коефициенти</b>					
Цена/Продажби	1.86	1.64	0.78	0.97	1.17
Цена/Печалба	15.78	31.03	14.79	10.95	12.90
Цена/Счетоводна ст-ст на акция	1.13	1.32	1.68	0.96	1.37

\*Пазарната капитализация на Mercator Medical в евро е изчислена при курс EUR/PLN = 4.3065, а тази на Alkaloid – при EUR/MKD = 61.571

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

#### Оценка на акциите на „Медика“ АД по модела на пазарните множители на дружества-анализи

Съгласно разпоредбите на Наредба № 41 на КФН при оценката на „Медика“ АД по метода на пазарните множители на дружества анализи 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 № 33:** Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на пазарните множители на дружества-анализи

Компания	P/S	P/E	P/B
Момина крепост АД	1,64	31,03	1,32
Mercator Medical	0,78	14,79	1,68
ALKALOID AD	0,97	10,95	0,96
Olainpharm	1,17	12,90	1,37
<b>Медианна стойност</b>	<b>1,07</b>	<b>13,84</b>	<b>1,35</b>

	Приходи от продажби на акция	Печалба на акция	Счетоводна ст-ст на една акция
Показатели на „Медика“ АД	1,83 лв.	0,22 лв.	3,00 лв.
Цена на една акция на Медика, получена въз основа на:			
P/S	1,954 лв.		
P/E	2,984 лв.		
P/B	4,041 лв.		
<b>Средно (лв.)</b>	<b>2,993 лв.</b>		

При изчислението на справедливата цена на акциите на Медика са използвани следните показатели на дружеството:

- Приходи от продажби на акция – 1,83 лв., изчислени като съотношение между продажбите на дружеството за 2016 г. (18 429 хил. лв.) и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 бр.).
- Печалба на акция – 0,22 лв., изчислена като съотношение между нетната печалба на дружеството за 2016 г. (2 170 хил. лв.) и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 бр.).

При изчислението на този коефициент е използвана нетната печалба от дейността, а не общия всеобхватен доход, тъй като последният отразява ефектите от преоценки и еднократни ефекти, които са специфични за всяко дружество и това би затруднило сравнението между тях и извеждането на адекватно заключение.

- Счетоводна стойност на една акция – 3,00 лв., изчислена като съотношение между счетоводната стойност на собствения капитал на дружеството (30 244 хил. лв.), оповестена в последно публикувания финансов отчет на дружеството и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 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 “Медика” АД, на база пазарните множители на дружествата-анализи, в размер на **2.993 лв.**

#### МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Съгласно разпоредбите на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41 стойността на акциите на „Медика“ 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 „Медика“ АД преди датата на обосновката на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Резултатът от изчисленията на база на предварителния неаудитиран консолидиран финансов отчет на „Медика“ АД за 2016 г. е **3,004** лв. за една акция на дружеството.

**Таблица № 34:** Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на нетната стойност на активите

Финансов показател	хил. лв.
1 Активи	33 249
2 Дългосрочни задължения	1 191
3 Краткосрочни задължения	1 814
<b>(1-2-3) Нетна стойност на активите</b>	<b>30 244</b>
Общ брой акции в обръщение	10 068 690
<b>Нетна стойност на активите на една акция (лв.)</b>	<b>3,004</b>

### 3.3. Обосновка на теглата на оценъчните методи

Съгласно чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите, които не са обект на активна търговия, се определят като среднопретеглена стойност от стойностите, получени при прилагането на следните оценъчни методи - метод на дисконтираните парични потоци, метод на нетната стойност на активите и метод на пазарните множители на дружества-аналози.

С оглед на това, теглата, дадени на резултатите от трите оценъчни метода, са определени 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:

- *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 считаме, 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, затова считаме, че това е подходящото тегло за резултатите, получени по този метод.

- **Метод на пазарните множители на дружества-анализи: 25%.** Методът позволява върху 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 е трудно да се намерят дружества – анализи, чийто предмет на дейност да се припокрива напълно с този на „Медика“ АД. Разлики в предмета на дейност, размера, капиталовата структура, пазарите и инвестиционните характеристики между оценяваното дружество и дружествата – анализи 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 № 35:** Оценка на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД съгласно оценъчни методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41

	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	4,095	50%
Метод на нетната стойност на активите	3,004	25%
Метод на дружествата -анализи	2,993	25%
<b>Среднопретеглена цена по трите метода (лв.)</b>		<b>3,55</b>

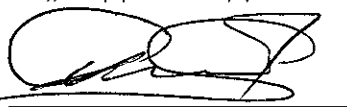
\*Полученият резултат е закръглен до втората цифра след десетичния знак – от 0-4 надолу, от 5-9 нагоре

#### 4. Справедлива стойност на акциите на Медика АД

На база разпоредбите на чл. чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 справедливата цена на акциите на „Медика“ АД е среднопретеглената цена, посочена в Таблица № 33 по-горе – 3,55 лв.

**НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, „МЕДИКА“ АД ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 3,55 ЛВ.**

За „МЕДИКА“ АД:



**СТОЙЧО ПАНГЕВ**

Изпълнителен директор

За „СОФИЯ ИНТЕРНЕТЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“ АД:



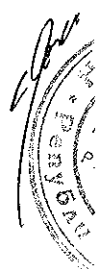
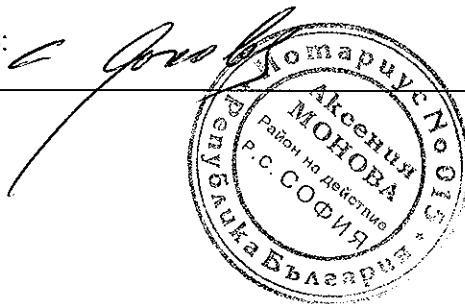


На 20.03.2017 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:

Стойчо Стоянов Пангев, ЕГН 7105140207, с лична карта №645919270, издадена на 07.07.2015г. от МВР-София – Изпълнителен директор, представляващ "МЕДИКА" АД, ЕИК000000993, със седалище и адрес на управление: гр. София, район Оборище, бул. Княз Александър Дондуков № 82

Рег. № 579, Събрана такса: ..... лв.

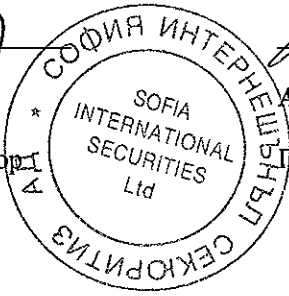
НОТАРИУС:



*Ивайло Томов*

**ИВАЙЛО ТОМОВ,**

Изпълнителен директор



*Атанас Кирилов Трайчев*

**АТАНАС КИРИЛОВ ТРАЙЧЕВ,**

Председател на Съвета на директорите

