

БУЛЛС АД

като акционер, притежаващ пряко, чрез свързани лица и по силата на сключени споразумения за следване на обща политика по управление общо **73 117 755** броя акции, представляващи 68.079% от капитала и 75.528% от гласовете в общото събрание на акционерите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД при отчитане на обратно изкупените акции

отправя

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

по реда на чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа

за закупуване на

до **23 690 662** акции, представляващи 22.058% от капитала и 24.472% от гласовете в общото събрание на акционерите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД при отчитане на обратно изкупените акции

от всички останали акционери (с изключение на тези, които са страна по споразумения с Предложителя за обща политика на управление на Дружеството до бройката акции, посочени в тези споразумения, и с изключение на самото Дружество за притежаваните от него собствени акции)

на

ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД

ЧАСТ II

ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ISIN номер:	BG1100019980
Вид на акциите:	обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност на акция:	1 (един) лев
Предлагана цена на акция:	2.08 лева (два лева и осем стотинки)

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА ДАННИТЕ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Дата на регистрация на настоящото Търгово предложение в Комисията за финансов надзор

14-и октомври 2021 г.

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

ПОКАЗАТЕЛ	Цена за акция
1.1. ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ	2.08 лв.
1.2. ИЗЧИСЛЕНА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА	2.072 лв.

1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИЯ СЪГЛАСНО ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ

Метод	Тегло	Стойност за акция
ДНПП-FCFF	40%	1.940 лв.
Нетна стойност на активите	30%	3.287 лв.
Пазарни множители	30%	3.210 лв.
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	100%	2.725 лв.
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	50%	2.725 лв.
Средна претеглена цена през последните шест месеца, предхождащи датата на Обосновката	50%	0.9499 лв.
Цена за една акция съгласно чл. 5 от Наредба № 41, лв.	100%	1.837 лв.
Ликвидационна стойност на една акция, лв.		2.072 лв.

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Балансовата стойността на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван неаудитиран консолидиран финансов отчет (30 юни 2021 г.) е 1,156 хил. лв. Повече подробности са посочени в т. 2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви на настоящата Обосновка.

1.5. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 6 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

№	ПОКАЗАТЕЛ	Стойност
1.5.1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции	БФБ
1.5.2	Шестмесечен период преди датата на регистрация на Предложението (Период 1), дати	13/04/2021 - 13/10/2021
1.5.3	Средна претеглена цена на акция за Период 1, лв	0.9972 лв.
1.5.4	Шестмесечен период преди датата на Обосновката (Период 2), дати*	10/02/2021 - 10/08/2021
1.5.5	Брой изтъргувани акции за Период 2	19 294 353
1.5.6	Средна претеглена цена на акция за Период 2, лв	0.9499 лв.
1.5.7	Най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя, свързаните с него лица и/или лицата по чл.149, ал. 2 от ЗППЦК за Период 1	1.5700 лв.
1.5.8	Последна емисионна стойност	-
1.5.9	Дата на вписване на последната емисия в регистъра, воден от КФН	22/05/2018

*Относно периода преди датата на Обосновката, виж обясненията в т. 1.6. по-долу

1.6. Акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД са „активно търгувани“ по смисъла на Параграф 1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно средната претеглена пазарна цена на тези акции е използвана при определяне на справедливата им цена съгласно изискванията на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41. Предложителят е използвал възможността, описана в чл. 5, ал. 2 от Наредба 41 и е използвал средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, използвана за обосновката по предходното търгово предложение, за чието публикуване комисията е наложила окончателна забрана, а именно периода 10 февруари 2021 – 10 август 2021г. Детайлна информация и данни, доказващи наличието на активна търговия, са представени в Раздел 7.

1.7. През последните 12 месеца преди датата на Обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на Дружеството, изготвена от независим оценител.

Изготвена е оценка на Дружеството от независим оценител за целите на предходно търгово предложение, за чието публикуване КФН е наложила окончателна забрана.

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

1.9. Обосновката е извършена към 12 октомври 2021 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Търговото предложение.

1.10. Търговият предложител счита, че не съществува друга съществена информация за акциите и цените им, освен представената в тази Обосновка.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА	2
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА	4
2.1. Основна информация за Дружеството.....	4
2.2. Характеристика на оценяваното дружество.....	6
2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви.....	6
2.2.2. Вземания.....	9
2.2.3. Задължения.....	9
2.2.4. Приходи и разходи.....	9
2.2.5. Финансови коефициенти.....	12
2.2.6. Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите.....	14
2.3. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството.....	15
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ	17
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ	18
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ.....	18
4.1.1. Въведение.....	18
4.1.2. Приходи.....	19
4.1.3. Оперативни разходи (без амортизации).....	26
4.1.4. Инвестиции и амортизации.....	33
4.1.5. Печалба преди лихви и данъци.....	33
4.1.6. Нетен оборотен капитал.....	34
4.1.7. Норма на дисконтиране.....	35
4.1.8. Дългосрочен ръст (G).....	41
4.1.9. Краен резултат.....	41
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ.....	43
4.3. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА СХОДНИ ДРУЖЕСТВА.....	44
4.3.1. Въведение.....	44
4.3.2. Избор на сходни дружества.....	44
4.3.3. Използвани пазарни множители.....	45
4.3.4. Краен резултат.....	46
5. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	47
6. СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА	48
7. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА	49
8. ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО ЧЛ. 5 ОТ НАРЕДБА № 41	51
9. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО	52
10. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ	53
11. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	54
12. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	55

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ДРУЖЕСТВОТО

ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е акционерно дружество, регистрирано в Република България. Финансовата година на Дружеството приключва на 31 декември.

Първоначално Дружеството е учредено като приватизационен фонд по Закона за приватизационните фондове с наименование Приватизационен фонд България АД. Общото събрание на акционерите от 27.02.1998 г. приема решение за преуреждане дейността на Приватизационен фонд България АД като холдингово дружество и промяна в наименованието на Дружеството от Приватизационен фонд България АД на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД.

Дружеството е с капитал в размер на 107,400,643 лв. и с двустепенна система на управление, която се състои от Надзорен и от Управителен съвет.

Към датата на Обосновката ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД има 10 преки дъщерни дружества, няма асоциирани предприятия и 10 непреки дъщерни дружества, заедно наричани „Групата“:

- **ПРИВАТ ИНЖЕНЕРИНГ ЕАД** – от 2000 г. извършва застрахователно и презастрахователно посредничество. В момента чрез своите 100% дъщерни дружества **Карвуна Лтд** и **Тириста Лтд**, Маршалови острови е собственик на два 21,000 dwt¹ кораба, с неограничен район на плаване, с възможност за превозване на насипни товари. Притежава и 100% от акциите на **ИХБ Шипинг Ко ЕАД**, Варна с предмет на дейност търговско мореплаване, свързаните с него производствено-технически, спедиторски и посреднически дейности, корабен брокераж и корабно агентирание и други. То менажира корабите, които са собственост на дружествата от Групата. На 31 май 2021 г. е вписано заличаването на Емона Лтд, Маршалови острови, след като в края на 2020 г. дружеството продаде основния си актив - кораб Емона;
- **КЛВК АД** – учредено през 2001 г. с основен предмет на дейност търговска и производствена дейност, покупка и производство на стоки с цел продажба, представителство и агентство, външноикономическа дейност, маркетингова дейност, както и всяка друга дейност, която не е забранена със закона. КЛВК АД притежава 100% от капитала на дъщерните дружества **Одрия Лтд** и **Сердика Лтд**, Маршалови острови, чрез които е собственик на два 57,000 dwt кораба за насипни товари с неограничен район на плаване. КЛВК АД притежава 97.96% от капитала на **Булпорт Логистика АД**, а съвместно с Международен индустриален холдинг България АГ, Швейцария, контролира 100% от Булпорт Логистика АД, което осъществява пристанищна дейност и отдаване под наем на помещения за производствена дейност, складове и офис помещения за административна дейност. Пристанище „Булпорт Логистика“ е със специално предназначение и основната му дейност е ремонт и съхранение на малки плавателни съдове и даване под наем на складови площи. Пристанището е разположено на терен от над 50 дка. Дружеството е с територия около 95 дка и разполага с открити складови площи около 50 дка и закрити складови площи около 10 дка. Приема кораби с газене до 5 м. Булпорт Логистика АД разполага с реновирана бизнес сграда „Булпорт“ на 5 етажа с офис площи, които отдава под наем;
- **БУЛЯРД КОРАБОСТРОИТЕЛНА ИНДУСТРИЯ АД** – притежава и управлява активите на бившата Варненска корабостроителница. Основната му дейност е ремонт и реконструкция на плавателни съдове до 100,000 dwt; преустройство на кораби и производство на стоманени конструкции;
- **ИХБ ШИПДИЗАЙН АД** - компания за корабен дизайн и проектиране с повече от 15 години опит в корабната архитектура и морско инженерство. Предоставя услуги от разработване на концепция през техническо и работно проектиране на плавателният съд до управление на проекти, свързани с дизайна и пускането му в експлоатация, както и инженерни услуги в областта на преоборудване и модернизация на вече съществуващи кораби и технически надзор;
- **КРЗ ПОРТ БУРГАС АД** - създадено през 1973 г. Извършва пристанищни услуги, в т.ч. товаро-разтоварни и складови услуги; транспортно-спедиторски услуги; съпътстващи услуги – предоставяне на ел. енергия, вода, приемане на битови и опасни отпадъци, измитане, измиване на товарни помещения, укрепване на товара и други услуги, извършвани на плавателните средства. Дружеството е пристанищен терминал към пристанище за обществен транспорт Бургас с предназначение: обработка на генерални, насипни, наливни, неопасни товари и контейнери,

¹ dwt (DWT) е величина за товароподемност на плавателен съд и негова основна експлоатационна характеристика.

опасни генерални и насипни товари клас 4 и 5 по класификацията на ИМО, техническо имущество клас 1 по класификацията на ИМО и поща;

- **ОДЕСОС ПБМ ЕАД** – разположено е в източната част на Варненско езеро на Плавателен канал 3. Оперира 3 корабни места с обща дължина 498 метра и максимално безопасно газене 6.80 метра. Поради близостта до Варненския рейд, маневрените движения са с най-къс цикъл. Намираща се в непосредствената близост до пристанищния терминал, ЖП разпределителна Гара Варна осигурява извършването на ЖП маневри с най-малко маневрено разстояние в целия регион. Терминалът е многоцелеви спрямо относителния дял на обработка по тип товар. Към момента равен дял държат насипните и генералните товари във всичките им разновидности. Създадени са условия за специализирана обработка на стъкло в каси и пакетиране на торове. Терминалът има одобрен Генерален план, който ще създаде условия за приемането на големи кораби и ще предложи по-високи норми на обработка на товарите, увеличаване на пропускателната способност;
- **ЗММ – БЪЛГАРИЯ ХОЛДИНГ АД** – учредено е през 2001 г., за да обедини четири предприятия, производители на металорежещи машини. Предметът на дейност е производство и продажба на металорежещи машини, търговско представителство и посредничество, складова дейност, както и всяка друга дейност незабранена от закона. Към момента дружеството е собственик на 95.98% от капитала на **ЗММ Сливен АД**, 93.57% от капитала на **ЗММ Нова Загора АД** и 99.99% от капитала на **ИХБ Метал Кастингс АД** (в рамките на Групата контролът върху ИХБ Метал Кастингс АД е 100%);
- **ИХБ ЗДИЗАЙН АД** - основният предмет на дейност на дружеството е проектантска дейност, индустриален дизайн, интериорен дизайн, 3Д виртуална и смесена реалност, 3Д принтиране и технологии;
- **МЕРИТАЙМ ХОЛДИНГ АД** - учредено през 2001 г. с предмет на дейност придобиване, управление, оценка и продажба на участия в български и чуждестранни дружества, финансиране на дружествата, в които холдинговото дружество участва, технически консултации за кораби, съоръжения и материали, които подлежат на преглед, инспекция на кораби и товари, търговско представителство и посредничество, консултантски услуги. Меритайм холдинг АД притежава 100% от капитала на **Български корабен регистър ЕАД** (БКР). БКР извършва технически надзор и класификация на морски и речни кораби, сондажни платформи и контейнери и периодични прегледи и освидетелстване на малки плавателни съдове (до 40 dwt) по упълномощаване на Изпълнителна агенция „Морска Администрация“.
- **МЕЖДУНАРОДЕН ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АГ** - учредено през 2001 г. в гр. Цуг, Швейцария с основен предмет на дейност придобиване, управление и отчуждаване на дялови участия в местни и чуждестранни предприятия от всякакъв вид и особено в такива от областта на търговията, услугите и производството в България; предоставяне на гаранции на свързани дружества; участие в други предприятия; придобиване, управление и отчуждаване на субективни права върху нематериални блага и лицензии; предоставяне на заеми, както и предоставяне на гаранции и други обезпечения. Приходите на дружеството са предимно от участия в други дружества и консултации.

Предметът на дейност на Групата включва производство и търговия в областта на тежкото машиностроене, корабостроене, кораборемонт, морски транспорт, пристанищни и проектантски услуги, поддръжка, ремонт и други услуги.

Дейността на нито едно дружество от Групата не се ограничава със срок или друго прекратително условие.

ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е вписано в Търговския регистър към Агенцията по вписванията с идентификационен код 121631219. Регистрирано е по закона за ДДС. Акциите му се търгуват на Българска фондова борса. Дружеството е една от седемте компании, включени в индекса на компаниите с добро корпоративно управление CGIX (Corporate Governance Index), а от септември 2021 г. отново е част от основния борсов индекс на БФБ – SOFIX.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица 1: Активи на ИХ България АД

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020	30.06.2021
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	413,445	370,766	374,728	372,736	360,451	336,255	336,734
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	391,317	350,456	354,696	346,644	333,968	309,812	310,516
Земи/терени	110,705	106,923	107,321	107,253	107,252	107,251	107,250
Сгради и конструкции	30,743	26,782	25,831	25,909	26,220	25,810	25,339
Машини и оборудване	16,692	15,243	17,678	16,507	15,769	15,488	15,687
Съоръжения	28,037	27,220	26,936	29,825	29,150	29,158	29,025
Транспортни средства	203,254	171,372	169,827	160,422	150,996	128,069	128,126
Стопански инвентар	395	237	342	381	377	359	329
Разходи за придобиване и ликвидация на ДМА	974	2,288	6,285	5,863	3,788	3,293	4,295
Други	517	391	476	484	416	384	465
Инвестиционни имоти	7,900	7,666	7,692	12,108	12,839	13,226	13,226
Нематериални активи	5,088	3,499	3,121	2,780	2,605	2,461	2,408
Активи с право на ползване	-	-	-	1,966	1,791	1,536	1,376
Положителна репутация	9,130	9,130	9,130	9,130	9,130	9,130	9,130
Активи по отсрочени данъци	10	15	89	108	118	66	57
Предплатени разходи	-	-	-	-	-	24	21
ТЕКУЩИ АКТИВИ	33,655	45,036	32,878	36,148	31,161	33,513	36,977
Материални запаси	17,057	16,939	17,685	18,672	17,965	16,897	16,697
Краткосрочни вземания	5,346	8,069	8,461	7,358	6,139	7,138	9,204
Активи по договори с клиенти	-	-	811	845	2,202	1,023	921
Парични средства	2,837	2,915	4,107	7,542	2,873	6,942	8,133
Предплатени разходи	199	210	444	363	597	356	866
Активи, държани за продажба	8,216	16,903	1,370	1,368	1,385	1,157	1,156
ОБЩО АКТИВИ	447,100	415,802	407,606	408,884	391,612	369,768	373,711

Земите, сградите и специализираните съоръжения се оценяват по преоценена стойност – справедлива стойност, намалена с натрупаните амортизации и обезценки, признати след датата на преоценката. Справедливата стойност е определена от акредитиран независим оценител чрез пазарен подход и чрез метода на амортизираната възстановителна стойност.

Съгласно оповестената счетоводна политика, Групата извършва оценка на земи, сгради и специализирани съоръжения на регулярни интервали от време или при наличие на индикатори за съществени изменения в стойността. Последната оценка е направена към 31 декември 2018 г. от независим лицензиран оценител. Ръководството на Групата е направило вътрешен анализ и е преценило, че към 31 декември 2020 г. не са налице индикатори за съществени промени в справедливата стойности на земи, сгради и специализирани съоръжения спрямо последните оценки. Следователно, те са приети за релевантни за целите на финансовото отчитане.

Към 31 декември 2020 г. ръководството на Групата е направило анализ и е установило, че съществуват индикатори за обезценка на отчетените нетекущи активи от сектори Корабостроене и кораборемонт и Морски транспорт. Ръководството е извършило тест за обезценка на посочените активи към 31 декември 2020 г. На база на този тест:

- За активите в сектор Корабостроене и кораборемонт - балансовата им стойност не надвишава възстановимата и Групата не е признала загуби от обезценка през 2020 г.;
- За активите в сектор Морски транспорт - балансовата им стойност надвишава възстановимата и Групата е признала загуби от обезценка през 2020 г. в размер на 8,676 хил. лв.

Активите в процес на изграждане представляват активи, които все още не са приведени в състояние за въвеждане в експлоатация, както и разходи за основни ремонти на съществуващи активи, които не са приключили.

Във връзка с издаване на банкови гаранции и/или акредитиви на доставчици и ползвани банкови кредити са вписани ипотечи или са учредени особени залози върху имоти, машини, съоръжения, оборудване, транспортни средства, включително три от четирите кораба, собственост на дружества от Групата, с обща балансова стойност към 30 юни 2021 г. в размер на 209,272 хил. лв.

Инвестиционните имоти представляват търговски и офис имоти, складове и други в гр. Варна, които се отдават под наем. Във връзка с ползвани банкови кредити са вписани ипотечи върху инвестиционни

имоти, собственост на дружества от Групата, с обща балансова стойност към 30 юни 2021 г. в размер на 6,493 хил. лв.

В стойността на нематериалните активи е включен актив, признат при бизнес комбинацията от придобиването на Одесос ПБМ ЕАД във връзка с удостоверението за експлоатация на пристанището. Балансовата стойност на актива към 30 юни 2021 г. е в размер на 1,865 хил. лв.

Основната част от положителната репутация се дължи на придобиването на Одесос ПБМ ЕАД и на Булярд корабостроителна индустрия АД.

Активите, държани за продажба в размер на 1,156 хил. лв. към 30 юни 2021 г. представляват 1,155 хил. лв. земи и сгради и 1 хил. лв. машини и съоръжения, собственост на дъщерното дружество ЗММ Нова Загора АД. През декември 2013 г. Съветът на директорите на дружеството е взел решение за продажбата на земите и сградите, разположени в гр. Нова Загора, в резултат на което същите са рекласифицирани като нетекущи активи, държани за продажба. Те активно се маркетират на пазара на недвижими имоти и е приложено допустимото съгласно МСФО 5 удължаване на периода, необходим за приключване на продажбата. В тази връзка към 31 декември 2020 г. тези имоти (земи и сгради) отговарят на критериите да бъдат класифицирани като държани за продажба. Активите са оценени по тяхната балансова стойност, която е по-ниската от балансовата стойност и справедливата стойност, намалена с разходи за продажбата им. Към 31 декември 2020 г. в резултат на извършения тест за обезценка не е призната загуба от обезценка.

Таблица 2: Собствен капитал и пасиви на ИХ България АД

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020	30.06.2021
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	286,498	273,502	320,433	326,842	316,549	303,852	320,253
Основен капитал	77,400	77,400	107,400	107,400	107,400	107,400	107,400
Обратно изкупени акции	(907)	(346)	(3,308)	(6,536)	(7,650)	(8,668)	(10,180)
Резерви	121,435	121,823	115,484	115,234	135,374	115,294	115,516
Натрупана неразпределена печалба	82,906	72,408	98,358	108,248	79,322	87,568	105,472
Неконтролиращо участие	5,664	2,217	2,499	2,496	2,103	2,258	2,045
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	79,905	37,049	61,087	50,435	50,109	34,313	28,317
Заеми към свързани предприятия	11,247	21,924	8,748	7,306	10,444	2,437	-
Дългосрочни банкови заеми	6,246	2,612	39,822	28,519	25,150	17,610	14,345
Облигационни заеми	49,976	-	-	-	-	-	-
Задължения по лизинг	-	-	-	1,642	1,494	1,259	1,102
Деривативен финансов пасив	-	-	131	194	271	123	61
Пасиви по отсрочени данъци	9,106	9,618	9,823	10,336	10,492	10,563	10,702
Правителствени финансираня	2,458	1,975	1,632	1,473	1,425	1,371	1,317
Дългосрочни задължения при пенсиониране	706	849	779	784	691	804	697
Предплатени приходи	166	71	33	172	142	130	84
Други	-	-	119	9	-	16	9
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	80,697	105,251	26,086	31,607	24,954	31,603	25,141
Заеми към свързани предприятия	3,818	67	1,276	3,342	159	2,567	157
Краткосрочни банкови заеми	56,030	43,514	11,762	12,163	12,136	11,456	11,603
Облигационни заеми	568	50,563	-	-	-	-	-
Задължения по лизинг	24	-	-	341	320	306	305
Деривативен финансов пасив	-	-	84	218	391	282	227
Търговски задължения	13,556	3,926	5,439	8,043	5,394	5,663	3,791
Аванси	2,119	2,665	92	1	-	-	-
Задължения към персонала	1,672	1,898	2,128	2,255	1,926	1,700	1,614
Задължения по осигуряване	422	502	580	663	541	553	554
Данъчни задължения	414	351	628	534	816	427	833
Пасиви по договори с клиенти	-	-	2,714	2,519	1,767	3,334	3,946
Правителствени финансираня	215	231	148	116	109	109	109
Предплатени приходи	952	634	185	255	253	210	564
Провизии	66	80	225	244	-	250	15
Други текущи задължения	841	820	825	913	1,142	4,746	1,423
ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	447,100	415,802	407,606	408,884	391,612	369,768	373,711

Капиталът на Групата се състои от 107,400,643 безналични поименни акции с право на глас с номинална стойност 1 лв., които се търгуват на Българска фондова борса. Основният капитал е записан по неговата номинална стойност и е изцяло внесен. Привилегировани акции и акции на приносител няма.

През 2017 г. Общото събрание на акционерите взе решение за обратно изкупуване на собствени акции. Обратно изкупените собствени акции към 31 декември 2020 г са 9,073,468 броя на обща стойност 8,668 хил. лв. За периода 01 януари 2021 г. – 30 юни 2021 г. са закупени 1,518,758 бр. собствени акции на

стойност 1,512 хил. лв. Броят на обратно изкупените собствени акции към 30 юни 2021 г е 10,592,226 на обща стойност 10,180 хил. лв.

Към 30 юни 2021 г. законовите и допълнителните резерви възлизат на 5,124 хил. лв. (2020 г.: 4,974 хил. лв.).

Преоценъчният резерв се използва за отразяване на увеличенията в справедливата стойност на земите, сградите и специализираното оборудване (нетно от отсрочените данъчни ефекти) и намаленията в тази стойност, до степента в която те са свързани с увеличения в стойността на същия актив, които преди са признати в другия всеобхватен доход. Към 30 юни 2021 г. преоценъчният резерв възлиза на 79,959 хил. лв. (2020 г.: 80,015 хил. лв.).

Резервите от валутно преизчисление на чуждестранни дейности представляват валутно-курсови разлики от превалутиране на отчети на дружества с различна функционална валута от български лева и от превалутиране на нетни инвестиции в чуждестранни дейности за целите на включването им в консолидацията. Тези резерви се рекласифицират в печалбата или загубата в периода на освобождаване от инвестициите в чуждестранните дъщерни дружества. Към 30 юни 2021 г. резервите от превръщане на отчети на чуждестранни дъщерни дружества възлиза на 11,411 хил. лв. (2020 г.: 11,597 хил. лв.).

Резервът от хеджиране на паричните потоци съдържа ефективната част от взаимоотношенията по хеджове на парични потоци, възникнали към отчетната дата. Сумата от 171 хил. лв. към 30 юни 2021 г. (2020 г.: 292 хил. лв.) включва загуба от деривативен лихвен суап (нетно от данъци), която се счита за ефективен хеджинг.

Дългосрочните и краткосрочните банкови кредити включват:

Дългосрочни

хил. лв.	Валута	Лихвен процент %	Падеж	30 юни 2021	2020
Договор за предоставяне на кредитен лимит за издаване на банкови гаранции и обратно финансиране №319 от 30 ноември 2006 г.	Лева	1 M EURIBOR +1.6%	2021	1,008	1,561
Договор за синдикиран банков кредит от 20 Декември 2011 г. - дългосрочна част	Щ. долар	1 M LIBOR + 1.59%	2022	8,815	9,972
Договор за банков кредит № 16 от 2018 г. - дългосрочна част	Евро	1.9%	2023	3,259	5,215
Договор за банков кредит № 19F-002296 от 08 октомври 2019 г. - дългосрочна част	Евро	1.6%	2026	769	862
Рамков договор за предоставяне на револвиращ кредитен лимит № 48272 от 24 ноември 2020 г. – дългосрочна част	Щ. долар	1 M LIBOR + 1.65%	2022	494	-
				14,345	17,610

Краткосрочни

хил. лв.	Валута	Лихвен процент %	Падеж	30 юни 2021	2020
Договор за синдикиран банков кредит от декември 2011 г.- краткосрочна част	Щ. долар	1 M LIBOR + 1.59%	2022	5,526	7,353
Договор за банков кредит № 16 от 2018 г. - краткосрочна част	Евро	1.9%	2023	3,916	3,917
Договор за банков кредит № 19F-002296 от 08 октомври 2019 г. -: краткосрочна част	Евро	1.6%	2026	186	186
Рамков договор за предоставяне на револвиращ кредитен лимит № 48272 от 24 ноември 2020 г. – дългосрочна част	Щ. долар	1 M LIBOR + 1.65%	2022	1,975	-
				11,603	11,456

Банковите кредити са обезпечени с вписани ипотeki на земи, сгради и кораби и учредени особени залози върху машини, съоръжения, оборудване, собственост на дружества от Групата, с обща балансова стойност към 30 юни 2021 г. в размер на 215,795 хил. лв. (31 декември 2020 г.: 216,325 хил. лв.). КРЗ Порт Бургас е заложено като цяло предприятие.

През 2018 г. Групата сключи Рамков договор за финансови сделки с банка, по който е сключена сделка за лихвен суап. Той е предназначен за защита от риска от промяна на бъдещи парични потоци (хеджиране на парични потоци), свързани с плащане на лихви по банков заем върху 80% от паричните потоци за целия срок на договора. По договора за суап Групата плаща фиксиран лихвен процент от 2.88% и получава

променлив лихвен процент (1M LIBOR), като разплащанията са на нетна база. През 2021 г. във връзка с предоговорени условия по Договора за синдикиран банков кредит са променени номиналните условия главноци по сделката за лихвен суап, като следствие на новия погасителен план на кредита, а фиксираният лихвен процент от 2.60% е намален на 2.07%.

Лихвеният суап към 30 юни 2021 г. е оценен по справедлива стойност в размер на 288 хил. лв. (2020 г.: 405 хил. лв.), като 227 хил. лв. (2020 г.: 282 хил. лв.) представлява текущ пасив и 61 хил. лв. (2020 г.: 123 хил. лв.) нетекущ пасив за Групата.

Правителствените финансираня включват оставащото салдо от получена безвъзмездна помощ по оперативни програми за развитие на конкурентоспособността.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията на Дружеството включват основно търговски вземания по договори с клиенти; авансови плащания и предплатени разходи и вземания по данъци.

2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ

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

Таблица 3: Задължения на ИХ България АД

хил. лв.	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020	30.06.2021
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	80,697	105,251	26,086	31,607	24,954	31,603	25,141
Заеми към свързани предприятия	3,818	67	1,276	3,342	159	2,567	157
Краткосрочни банкови заеми	56,030	43,514	11,762	12,163	12,136	11,456	11,603
Облигационни заеми	568	50,563	-	-	-	-	-
Задължения по лизинг	24	-	-	341	320	306	305
Деривативен финансов пасив	-	-	84	218	391	282	227
Търговски задължения	13,556	3,926	5,439	8,043	5,394	5,663	3,791
Аванси	2,119	2,665	92	1	-	-	-
Задължения към персонала	1,672	1,898	2,128	2,255	1,926	1,700	1,614
Задължения по осигуряване	422	502	580	663	541	553	554
Данъчни задължения	414	351	628	534	816	427	833
Пасиви по договори с клиенти	-	-	2,714	2,519	1,767	3,334	3,946
Правителствени финансираня	215	231	148	116	109	109	109
Предплатени приходи	952	634	185	255	253	210	564
Провизии	66	80	225	244	-	250	15
Други текущи задължения	841	820	825	913	1,142	4,746	1,423

По отношение на текущите търговски задължения на Дружеството не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура (освен във връзка с промени в начина на представяне вследствие на промени в стандартите за отчитане) и те са в рамките на обичайните за дейността.

2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Дейността на Групата е свързана с машиностроене, производство на метални конструкции, кораборемонт, морски транспорт, пристанищни услуги, проектантски и други услуги. Приходите от основна дейност включват приходи от договори с клиенти и приходи от наеми. Приходите от договори с клиенти се признават, когато контролът върху стоките или услугите бъде прехвърлен към клиента, срещу сума, която отразява възнаградението, на което Групата очаква да има право в замяна на тези стоки или услуги. Приходите от наем се признават на линейна база за периода на договора.

Таблица 4: Приходи на ИХ България АД

Отчет за доходите, хил. лв.	2016	2017	2018	06.2019	2019	06.2020	06.2020_ТТМ	2020	06.2021	06.2021_ТТМ
Приходи от основна дейност	82,308	91,750	106,319	51,921	114,560	42,434	105,073	88,852	58,569	104,987
годишно изменение, %		11.47%	15.88%	-	7.75%	-18.27%	-8.28%	-22.44%	38.02%	18.16%
Други приходи от дейността	1,115	2,561	4,839	1,083	1,850	784	1,551	5,403	2,951	7,570
годишно изменение, %		129.69%	88.95%	-	-61.77%	-27.61%	-16.16%	192.05%	276.40%	40.11%
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	83,423	94,311	111,158	53,004	116,410	43,218	106,624	94,255	61,520	112,557
годишно изменение, %		13.05%	17.86%	-	4.72%	-18.46%	-8.41%	-19.03%	42.35%	19.42%

Реализираните общо приходи за Групата за шестмесечието на 2021 г. нарастват спрямо приходите за същия период на 2020 г. с 42.35%.

Приходите от основна дейност за първото шестмесечие на 2021 г. са 58,569 хил. лв. спрямо 42,434 хил. лв. за същия период на 2020 г. или увеличението е 38.02%. Увеличението в сегмент Морски транспорт е 77.45%, в сегмент Корабостроене и кораборемонт – 30.15%, в Машиностроене – 16.95% и в Други – 35.00%, докато в сегмент Пристанищна дейност е отчетено намаление от 7.45%.

Динамиката на приходите основно се дължи на:

- Приходите на сегмент Морски транспорт нараснаха вследствие на значителното покачване на навлата, особено в сегментите, в които оперират корабите на Групата (Handysize и Supramax), достигайки най-високите си равнища за последните 10 години. Обратен ефект върху тях оказва намалението на курса на щатския долар през първо шестмесечие на 2021 г. спрямо същия период на 2020 г.;
- Приходите в сегмент Корабостроене и кораборемонт също отбелязаха ръст вследствие на възстановяването на икономическата активност през първото шестмесечие на 2021 г. и невъзможността корабособствениците да отлагат допълнително ремонтите, свързани с класовите изисквания и екологичните разпоредби в бранша;
- Приходите в сегмент Машиностроене се повишиха вследствие наблюдаващото се възстановяване на инвестиционната активност;
- Лошата зърнена реколта през 2020 г. оказва негативно влияние върху приходите в сегмент Пристанищна дейност през първото шестмесечие на 2021 г.

Другите приходи от дейността на консолидирана база за първото шестмесечие на 2021 г. възлизат на 2,951 хил. лв. спрямо 784 хил. лв. за същия период на 2020 г. Ръстът им основно се дължи на 2,193 хил. лв. одобрени финансираия в част от дружествата на Групата по „Програма за запазване на заетостта“ към Агенция по заетостта за подпомагане на бизнеса и редуциране на негативните последици от разпространението на COVID-19.

Групата отчита нетни финансови приходи в размер на 3,162 хил. лв. за първо шестмесечие на 2021 г. спрямо нетни финансови разходи в размер на 493 хил. лв. за същия период на 2020 г. Това се дължи на:

- Увеличение на финансовите приходи вследствие на отчетените положителни валутно-курсови разлики, свързани с прекратяването на дейността на Емона Лтд и
- Намаление на финансовите разходи, основно в частта разходи за лихви в резултат на погасяването на кредити на Групата.

Таблица 5: Оперативни разходи на ИХ България АД

Отчет за доходите, хил. лв.	2016	2017	2018	2019	06.2020	2020	06.2021	06.2021 – ТТМ
Приходи от основна дейност	82 308	91 750	106 319	114 560	42 434	88 852	58 569	104 987
годишно изменение, %	-	11.5%	15.9%	7.8%	-18.3%	-22.4%	38.0%	18.2%
Други приходи от дейността	1 115	2 561	4 839	1 850	784	5 403	2 951	7 570
годишно изменение, %	-	129.7%	88.9%	-61.8%	-27.6%	192.1%	276.4%	40.1%
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	83 423	94 311	111 158	116 410	43 218	94 255	61 520	112 557
годишно изменение, %	-	13.1%	17.9%	4.7%	-18.5%	-19.0%	42.3%	19.4%
Разходи за материали	(24 557)	(25 217)	(28 886)	(33 322)	(14 642)	(26 890)	(14 566)	(26 814)
годишно изменение, %	-	2.7%	14.5%	15.4%	-10.4%	-19.3%	-0.5%	-0.3%
дял от приходите от основна дейност, %	-29.8%	-27.5%	-27.2%	-29.1%	-34.5%	-30.3%	-24.9%	-25.5%
Разходи за външни услуги и други разходи	(21 808)	(19 304)	(24 336)	(29 802)	(16 518)	(32 689)	(11 237)	(27 408)
годишно изменение, %	-	-11.5%	26.1%	22.5%	56.8%	9.7%	-32.0%	-16.2%
дял от приходите от основна дейност, %	-26.5%	-21.0%	-22.9%	-26.0%	-38.9%	-36.8%	-19.2%	-26.1%
Разходи за персонал	(23 898)	(25 185)	(27 016)	(29 485)	(14 106)	(28 116)	(13 811)	(27 821)
годишно изменение, %	-	5.4%	7.3%	9.1%	0.2%	-4.6%	-2.1%	-1.0%
дял от приходите от основна дейност, %	-29.0%	-27.4%	-25.4%	-25.7%	-33.2%	-31.6%	-23.6%	-26.5%
Суми с корективен характер	942	1 405	751	2 537	1 695	599	290	(806)
годишно изменение, %	-	49.2%	-46.5%	237.8%	-19.5%	-76.4%	-82.9%	-234.6%
дял от приходите от основна дейност, %	1.1%	1.5%	0.7%	2.2%	4.0%	0.7%	0.5%	-0.8%
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА)¹	14 102	26 010	31 671	26 338	(353)	7 159	22 196	29 708
годишно изменение, %	-	84.4%	21.8%	-16.8%	-	-72.8%	-	315.0%
ЕБИТДА марж, %	16.9%	27.6%	28.5%	22.6%	-0.8%	7.6%	36.1%	26.4%
Разходи за амортизация	(14 595)	(15 236)	(13 945)	(14 414)	(7 095)	(13 788)	(6 353)	(13 046)
годишно изменение, %	-	4.4%	-8.5%	3.4%	-1.5%	-4.3%	-10.5%	-5.4%
дял от общите приходи, %	-17.5%	-16.2%	-12.5%	-12.4%	-16.4%	-14.6%	-10.3%	-11.6%
Резултат от оперативна дейност (ЕБИТ)	(493)	10 774	17 726	11 924	(7 448)	(6 629)	15 843	16 662
годишно изменение, %	-	-2285.4%	64.5%	-32.7%	-	-155.6%	-	-
ЕБИТ марж, %	-0.6%	11.4%	15.9%	10.2%	-17.2%	-7.0%	25.8%	14.8%
Финансови приходи	17	5	1	-	-	-	3	3
годишно изменение, %	-	-70.6%	-80.0%	-100.0%	-	-	-	-
Финансови разходи	(5 560)	(5 202)	(3 045)	(2 052)	(822)	(1 548)	(557)	(1 283)
годишно изменение	-	-6.4%	-41.5%	-32.6%	-23.8%	-24.6%	-32.2%	-17.1%
Нетни валутни курсови разлики	(545)	(644)	892	300	329	(2 208)	3 716	1 179
годишно изменение	-	18.2%	-238.5%	-66.4%	311.3%	-836.0%	1029.5%	-
Печалба преди данъци (ЕВТ)	(6 581)	4 933	15 574	10 172	(7 941)	(10 385)	19 005	16 561
годишно изменение, %	-	-175.0%	215.7%	-34.7%	-	-202.1%	-339.3%	-259.5%
ЕВТ марж %	-7.9%	5.2%	14.0%	8.7%	-18.4%	-11.0%	30.9%	14.7%
Данъци	(848)	(1 348)	(1 693)	(1 721)	(579)	(1 176)	(629)	(1 226)
годишно изменение, %	-	59.0%	25.6%	1.7%	-14.6%	-31.7%	8.6%	4.3%
ефективна данъчна ставка, %	-12.89%	27.33%	10.87%	16.92%	-7.29%	-11.32%	3.31%	7.40%
Нетна печалба	(7 429)	3 585	13 881	8 451	(8 520)	(11 561)	18 376	15 335
годишно изменение, %	-	-148.3%	287.2%	-39.1%	-	-236.8%	-	-
Марж на нетната печалба, %	-8.9%	3.8%	12.5%	7.3%	-19.7%	-12.3%	29.9%	13.6%
Печалба, принадлежаща на Групата	(7 574)	3 214	13 290	7 741	(8 733)	(12 004)	18 184	14 913
годишно изменение, %	-	-142.4%	313.5%	-41.8%	-	-255.1%	-	-

Забележка: За целите на настоящата Обосновка Печалбата преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА) е изчислена като към печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) са добавени амортизацията. Така изчислената ЕБИТДА може да се различава от публикуваните данни на Дружеството.

През разглеждания период оперативните разходи на Дружеството включват основно разходи за материали, външни услуги и други разходи, разходи за персонал и корективни статии.

През първото шестмесечие на 2021 г. разходите за материали запазват нивата си спрямо същия период на 2020 г. В тях обаче разходите за основни материали бележат ръст вследствие на възстановяването на основните бизнеси след кризисната 2020 г. От друга страна, разходите за гориво при експлоатацията на кораби намаляват в резултат основно на характеристиките на рейсовете през съпоставимите периоди и на по-ниския среден курс на щатския долар за периода.

Разходите за външни услуги растат основно заради услугите от подизпълнители и портовите разходи. Увеличението на услугите от подизпълнители се дължи предимно на нарасналия обем работа в сферата на кораборемонта. Портовите разходи са завишени поради различните ценови равнища на услугите в пристанищата на товарене и разтоварване в двата периода. Другите разходи намаляват, тъй като през първото шестмесечие на 2020 г. е отчетена загуба от обезценка на кораби.

Разходите за персонал запазват нивото си. Средносписъчният персонал на Групата за периода от януари 2021 г. до юни 2021 г. е 1,063 служители (януари 2020 г. – юни 2020 г.: 1,138 служители).

Резултатът от оперативна дейност за периода е печалба от 15,843 хил. лв. в сравнение със 7,448 хил. лв. загуба за същия период на предходната година.

Финансовият резултат преди данъчно облагане за шестмесечието на 2021 г. е печалба от 19,005 хил. лв. спрямо 7,941 хил. лв. загуба за същия период на 2020 г.

Резултатът след данъчно облагане е печалба от 18,376 хил. лв., в това число 18,184 хил. лв. за мажоритарните собственици. Реализираната печалба за текущия период се дължи основно на увеличената рентабилност на сегмент Морски транспорт заради ръста на пазара, както и на еднократния валутен ефект, рекласифициран в отчета за доходите вследствие ликвидацията на Емона Лтд.

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани консолидирани финансови отчети за 2018, 2019 и 2020 г. и междинните неаудитирани консолидирани финансови отчети към 30 юни 2020 г. и 30 юни 2021 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. С цел съпоставимост на междинните данни за двете шестмесечия с годишните такива, информацията е представена за последните 12 месеца (ТТМ). Предложителят смята, че не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от него или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

Таблица 6: Систематизирана финансова информация за ИХ България АД

Ключови финансови индикатори и коефициенти	2018	2019	2020	30.06.2020	30.06.2021
Индикатори от Отчета за доходите (хил. лв.):					
1 Приходи от основна дейност	106,319	114,560	88,852	105,073	104,987
2 Други приходи, нетно	4,839	1,850	5,403	1,551	7,570
3 Разходи за материали	28,886	33,322	26,890	31,617	26,814
4 Разходи за външни услуги и други разходи	24,336	29,802	32,689	35,786	27,408
5 Разходи за персонал	27,016	29,485	28,116	29,517	27,821
6 Суми с корективен характер	-751	-2,537	-599	-2,126	806
7 Резултат преди лихви, данъци и амортизация; $(=(1+2)-(3+4+5+6))$	31,671	26,338	7,159	11,830	29,708
8 Разходи за амортизация	13,945	14,414	13,788	14,309	13,046
9 Резултат от оперативна дейност; $(=7-8)$	17,726	11,924	-6,629	-2,479	16,662
10 Финансови приходи	1	0	0	0	3
11 Финансови разходи	3,045	2,052	1,548	1,795	1,283
12 Курсови разлики	892	300	-2,208	549	1,179
13 Резултат преди данъци; $(=9+10-11+12)$	15,574	10,172	-10,385	-3,725	16,561
14 Данъци	1,693	1,721	1,176	1,622	1,226
15 Нетен резултат; $(=13-14)$	13,881	8,451	-11,561	-5,347	15,335
Индикатори от Отчет за финансовото състояние (хил. лв.):					
16 Парични средства	4,107	7,542	6,942	2,873	8,133
17 Търговски и други краткосрочни вземания	9,716	8,566	8,517	8,938	10,991
18 Материални запаси	17,685	18,672	16,897	17,965	16,697
19 Краткосрочни задължения	9,692	12,409	13,089	9,819	8,215
20 Нетен оборотен капитал; $(=17+18-19)$	17,709	14,829	12,325	17,084	19,473
21 Краткосрочен дълг	11,846	12,722	14,611	13,006	12,292
22 Дългосрочен дълг	48,701	37,661	21,429	37,359	15,508
23 Обща стойност на активите	407,606	408,884	369,768	391,612	373,711
24 Обща стойност на пасивите	87,173	82,042	65,916	75,063	53,458
25 Обща стойност на собствения капитал	320,433	326,842	303,852	316,549	320,253
26 Брой акции в обращение	103,938,459	100,752,421	98,327,175	99,598,863	96,808,417
Финансови коефициенти:					
27 Рентабилност на собствения капитал; $(=15/25)$	4.33%	2.59%	-3.80%	-1.69%	4.79%
28 Рентабилност на активите; $(=9*(1-10\%)/23)$	3.91%	2.62%	-1.61%	-0.57%	4.01%
29 Маржин преди данъци; $(=13/1)$	14.65%	8.88%	-11.69%	-3.55%	15.77%
30 Нетен маржин; $(15/1)$	13.06%	7.38%	-13.01%	-5.09%	14.61%
31 Резултат преди лихви, данъци и амортизация/пасиви; $(=7/24)$	36.33%	32.10%	10.86%	15.76%	55.57%
32 Коефициент на бърза ликвидност; $(=16+17)/(19+21)$	0.64	0.64	0.56	0.52	0.93
33 Коефициент на обща ликвидност; $(=16+17+18)/(19+21)$	1.46	1.38	1.17	1.30	1.75
34 Обръщаемост на активите; $(=1/23)$	0.26	0.28	0.24	0.27	0.28
35 Обръщаемост на вземанията; $(=1/17)$	10.94	13.37	10.43	11.76	9.55
36 Счетоводна стойност на акция, лв.; $(=25*1000/26)$	3.08 лв	3.24 лв	3.09 лв	3.18 лв	3.31 лв
37 Печалба на акция, лв.; $(=15*1000/26)$	0.134 лв	0.084 лв	-0.118 лв	-0.054 лв	0.158 лв
38 Продажби на акция, лв.; $(=1*1000/26)$	1.02 лв	1.14 лв	0.90 лв	1.06 лв	1.08 лв
39 Дивидент на акция, лв.	-	-	-	-	-
40 Коефициент на покритие на дивидентите; $(=37/39)$	-	-	-	-	-
41 Коефициент на изплащане на дивиденти; $(=39/37)$	0%	0%	0%	0%	0%
42 Коефициент на задържане на печалбата; $(=100\%-41)$	100%	100%	100%	100%	100%
43 Темп на растеж на активите	-1.97%	0.31%	-9.57%	5.91%	-4.57%
44 Темп на растеж на приходите от основна дейност	6.67%	7.75%	-22.44%	18.26%	-0.08%
45 Темп на растеж на печалбата на една акция	-10.67%	-37.31%	-240.48%	-54.24%	-392.59%
46 Общо активи/собствен капитал; $(=23/25)$	1.27	1.25	1.22	1.24	1.17
47 Дългосрочен дълг/собствен капитал; $(=22/25)$	0.15	0.12	0.07	0.12	0.05
48 Заемен/собствен капитал; $(=(21+22)/25)$	0.19	0.15	0.12	0.16	0.09
49 Цена на затваряне, лв.	1.030 лв	1.020 лв	0.790 лв	0.760 лв	1.290 лв
50 към дата	28.12.2018	30.12.2019	30.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
51 Коефициент цена/печалба; $(=49/37)$	7.69	12.14	n.a.	n.a.	8.16
52 Коефициент цена/счетоводна стойност; $(=49/36)$	0.33	0.31	0.26	0.24	0.39
53 Коефициент цена/продажби P/S; $(=49/38)$	1.01	0.90	0.87	0.72	1.19

2.2.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД контролира и управлява 20 предприятия от различни отрасли и финансовите му резултати са пряко свързани с представянето и развитието на дъщерните дружества и с присъщите им рискове.

СИЛНИ СТРАНИ

- **Диверсифицираност на портфейла** в различни отрасли на икономиката – широкият спектър от произведени продукти и предлагани услуги балансира съотношението доходност/риск на инвестиционния портфейл;
- **Силна експортна ориентация, установени партньорства и канали за износ** – намалява обвързаността на приходите от българската икономика;
- **Наличие и поддържане на диверсифицирана база клиенти и доставчици** – клиентите и доставчиците оперират в различни отрасли и са с широко географско разположение, което прави Групата независима от тях;
- **Хоризонтална и вертикална интеграция** както между дружествата във всеки сегмент, така и между отделните сегменти – създава ключови предимства по отношение на оперативния капацитет и технологичното ноу-хау;
- **Икономии от мащаба** – проявяват се в окрупняване на доставките (намаляване на цените им, разсрочване на плащанията) и в обединяване на маркетинговите усилия;
- **Достъп до различни източници на финансиране** – Групата може да се възползва от широка гама външни източници (емисии акции и облигации, банкови кредити, лизинг и други).

СЛАБИ СТРАНИ

- **Зависимост от структурата и портфейла** – инвестициите на Групата са в отрасли, които се характеризират с бавна обращаемост (машиностроене), зависимост от енергийни и други ресурси (машиностроене, кораборемонт, морски транспорт) и силна цикличност (кораборемонт, корабен дизайн, морски транспорт, пристанищна дейност);
- **Зависимост от развитието на световната икономика и търговия** – най-силно е изразена при морския транспорт. Равнището на икономическата активност в световен мащаб влияе, макар и по-забавено и върху машиностроенето, кораборемонта, докато пристанищната дейност е силно зависима от развитието на вътрешния пазар;
- **Зависимост от политическа нестабилност в традиционни пазари и региони, военни действия и/или наложени санкции** – пречи на свободното движение на стоки и води до промяна на търговските потоци и на транспортните коридори. Най-силно се проявява при морския и пристанищен бизнеси. Влияе негативно и върху машиностроенето;
- **Зависимост от кадрите** – свързана е с проблемите на образователната система в България и трайната тенденция за намаляващо и застаряващо население у нас;
- **Зависимост от цените на основни суровини, материали и енергийни източници** – ръстът на цените се отразява неблагоприятно на металоемките и енергопоглъщащи отрасли (машиностроене, кораборемонт). Морският транспорт е силно зависим от цените на горивата.

СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

Доколкото дейността на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е холдингова, конкуренти на Групата са предприятия, опериращи в съответните отрасли на дъщерните дружества. Конкурентните предимства на сегментите от инвестиционния портфейл са описани в т. 11.7.5. Анализ на средата на част I на Търговото предложение.

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

Силното икономическо възстановяване през първата половина на 2021 г. и преобладаващата възходяща динамика на краткосрочните показатели коригираха прогнозите на Министерството на финансите към по-висок икономически растеж на света и ЕС през 2021 г. Очаква се през текущата година глобалната икономика да задмине предкризисните си нива, а БВП на ЕС да възстанови съществена част от реализирания през 2020 г. спад. Същевременно, през последните месеци се наблюдават първи сигнали за забавяне на растежа в глобален план. Предвижда се благоприятната тенденция да продължи и през 2022 г., но с изчерпване на базовия ефект от кризата, предизвикана от разпространението на COVID-19 и предприетите ограничителни мерки, и постепенно преминаване към ограничаване на фискалните стимули и към фискална консолидация. В периода 2023 – 2024 г. се очаква годишните ръстове на БВП както на света, така и на ЕС, да продължат да се забавят и да се доближат до дългосрочните си стойности.

Предвижда се изпълнението на Националния план за възстановяване и устойчивост (НПВУ) на България да започне през 2022 г. Изпълнението му ще ускори икономическия растеж на страната при равни други условия. Значителните инвестиции ще увеличат производителността в икономиката и респективно доходите.

През 2021 г. реалният растеж на БВП на България се прогнозира да достигне 4%, а през 2022 г. – 4.9%. Ускорението на икономическия растеж за следващата година ще се дължи на инвестициите (с близо 14% ръст). Публичните инвестиции ще бъдат подкрепени от НПВУ, а частните - от подобрението на икономическата среда и повишеното търсене.

Средногодишният брой на заетите през 2021 г. ще остане почти на нивото от предходната година - увеличение с 0.1%, докато през периода 2022 – 2024 г. се предвижда ускорен растеж на показателя, повлиян от поддържане на относително ниски нива на разпространение на вируса COVID-19, ограничено въздействие от протичането на пандемията върху икономиката и ефектите от НПВУ върху заетостта и безработицата в страната. Очакваното съществено нарастване на икономическата активност и търсенето на труд ще обуслови високия растеж на доходите в средносрочен период. Повишението на компенсацията на един нает се прогнозира да достигне 8.8% през 2021 г., 7.8% през 2022 г. и над 7% през 2023 – 2024 г., когато ефектът от усвояване на средствата по НПВУ върху доходите трябва да е най-силно изразен.

Очаква се по-силно поскъпване на петрола и неенергийните суровини през 2021 г. в сравнение с настроената от пролетта. В страната вече се повишиха административните цени на природния газ, електрическата и топлинната енергия. Нарастването на общото равнище на потребителските цени ще се ускорява и в края на годината инфлацията може да достигне 3.8%, а средногодишната инфлация – 2.2%. За следващата година се прогнозира увеличение на средногодишната инфлация до 2.6%, докато тази в края на годината да се забави до 2%. През 2022 г. несигурността за динамиката на международните цени се засилва и нараства вероятността за запазване на възходящия им тренд при продължаващо нарушаване на световните вериги за производство и доставка на стоки и суровини.

Като силно отворена икономика, зависеща от износа, свързана основно с обработката на внесени от чужбина материали за производството на стоки за износ, възстановяването на България е изправено пред риск от евентуални последващи сътресения на външното търсене. Основният риск по отношение на външната среда е от продължаване на проблемите по каналите на доставка и през 2022 г., което ще ограничи предлагането и може да се отрази в по-ниски от прогнозните ръстове.

Очакванията са зависими от епидемичната обстановка в страната и в световен план. Предвижда се известно влошаване в нея през второто полугодие на 2021 г. в държавите от ЕС и в България. Развитието на пандемията от COVID-19 и възможните увеличения/намаления на ограничителните мерки в отделни страни са рискове, които могат да доведат както до подобрение, така и до влошаване на външната среда. Не се очаква въвеждане на изключително стриктни ограничения срещу разпространението на COVID-19 в страната, като мерките ще се отразят в леко забавяне на растежа на вътрешното търсене.

Политическата несигурност и неяснотите около съставяне на бъдещо стабилно редовно правителство в България могат да повишат несигурността на местната икономика през 2021 г., както и през следващите 1 – 2 години. Риск в периода 2022 – 2024 г. е реализирането на инвестициите по линия на проектите в НПВУ и на проектите, финансирани от европейските фондове. Забавяне в стартирането на проектите по НПВУ би се отразило отрицателно на растежа на БВП за 2022 г.

Таблица 7: Основни макроикономически показатели за България за периода 2018 – 2024 г.

Индикатор	2018	2019	2020	2021f	2022f	2023f	2024f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.9	2.8	-3.4	6.0	4.9	3.6	3.4
Европейска икономика - ЕС, реален ръст на БВП (%)	2.1	1.6	-6.2	4.8	4.4	2.3	1.9
Валутен курс, USD/EUR	1.19	1.12	1.14	1.19	1.18	1.18	1.18
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	71.5	64.0	42.3	67.8	67.3	64.1	61.9
БВП, млн. лв.	108,141	119,772	118,605	128,164	138,038	145,876	153,798
БВП, реален ръст (%)	3.6	3.7	-4.2	4.0	4.9	3.7	3.4
Заетост, ръст в %	0.6	0.3	-2.3	0.1	1.0	1.2	0.8
Безработица (% от работната сила)	5.4	4.2	5.1	5.5	5.2	4.7	4.4
Компенсации на един нает, ръст %	6.6	6.9	5.9	8.8	7.8	7.3	7.1
Дефлатор на БВП, %	3.3	5.3	3.3	3.9	2.7	1.9	2.0
Инфлация, средногодишна (%)	2.7	2.5	1.2	2.2	2.6	2.0	2.1
Текуща сметка (% от БВП)	2.9	1.9	-0.3	-1.0	-1.1	-2.1	-2.7
Търговски баланс (% от БВП)	-4.1	-4.7	-3.2	-4.4	-5.4	-6.8	-7.7
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	3.6	3.2	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8
Паричен показател МЗ, ръст в %	8.1	9.9	10.9	13.3	12.5	11.9	11.3
Кредити за фирми, ръст в %	6.3	9.9	3.3	4.1	4.7	5.4	5.6
Кредити за домакинства, ръст в %	9.6	9.5	6.6	10.3	7.5	7.8	7.7

Забележка: Данните за периода 2021 – 2024 г. са прогнозни (отбелязани с индекс „f“). Източник: Министерство на финансите (МФ)

И Международният валутен фонд отчита възстановяване на световната икономика, но пандемията продължава да ограничава този процес, като основната пречка, породена от голямото разделение по отношение на ваксинациите, оставя много страни с ограничен достъп до ваксините срещу вируса. Неуспехът да се заличи огромната разлика в темпа на ваксинация в богатите и бедните страни може да ограничи глобалното възстановяване.

Развитите икономики се очаква да се върнат към предпандемичните си нива на растеж до 2022 г. САЩ и Китай остават жизненоважни двигатели на растежа, а Италия и Европа демонстрират повишена скорост, но растежът се влошава на други места. Повечето развиващи се страни ще се нуждаят от повече време, за да се възстановят.

Инфлационният натиск като ключов рисков фактор се очаква да отшуми в повечето страни през 2022 г., но ще продължи да влияе върху развиващи се икономики. Високите нива на дълг, покачващите се цени на храните и липсата на ваксини са най-големите заплахи, пред които са изправени тези страни.

Засега централните банки като цяло могат да избегнат затягането на своите политики, но трябва да бъдат готови да действат бързо, ако възстановяването се ускори с повече от очакваното или се реализират рисковете от повишаване на инфлацията. Увеличаване на инфлационните очаквания може да доведе до бързо покачване на лихвените проценти и по-строги фискални условия.

Ако страните ускорят усилията си за справяне с изменението на климата и гарантират технологичните промени, може да се стимулира икономическият растеж. Преминаването към възобновяема енергия, нови електрически мрежи, енергийна ефективност и нисковъглеродна мобилност може да повиши световния БВП.

3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ

Съгласно чл. 5 от Наредба № 41 на КФН за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41), справедливата цена на акция на действащо дружество е стойността, определена въз основа на цената на акциите от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции и/или на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД са приложени следните критерии:

- Методите да отчитат текущото състояние на активите и капиталовата структура;
- Методите да дават достоверна представа за Дружеството като „действащо предприятие“ и възможностите му да генерира приходи;
- Методите да отчитат потенциалните бъдещи доходи за акционерите;
- Методите да отразяват оценката, която капиталовият пазар дава на акциите на Дружеството.

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД:

1. Метод на дисконтираните парични потоци с прилагане на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните парични потоци за периода 2021 г. – 2026 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий;
2. Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван междинен неаудитиран консолидиран финансов отчет към 30 юни 2021 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството;
3. Метод на пазарните множители на сходни дружества.

Съгласно чл. 6, ал. 1 от Наредба № 41 справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност в случаите, когато:

- ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5, или
- общото събрание на акционерите е приело решение за ликвидация на дружеството или дружеството е в производство по несъстоятелност при условията на чл. 630 от Търговския закон.

4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

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

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

4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

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

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

Стойността на Дружеството като цяло по метода на дисконтираните парични потоци е получена чрез прогнозиране на бъдещите нетни парични потоци на консолидирана база. Приложен е описаният в Приложение № 2 на Наредба № 41 модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), тъй като той в най-голяма степен съответства на характеристиките на Групата и генерираните от нея парични потоци.

Стойността на капитала на притежателите на обикновени акции е определена непряко, като стойността на Дружеството като цяло е намалена с всички дългове и други законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, със стойността на неконтролиращите участия и е увеличена със стойността на паричните средства и на неоперативните активи. Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обращение.

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

Прогнозните стойности на нетните парични потоци отразяват Стратегическия план на Предложителя за развитие на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД и дъщерните му дружества. Те са определени по години, като са разграничени два периода:

- *Прогнозен период* – обхваща годините 2021 – 2026 г.² включително, през които паричните потоци на Групата могат да бъдат прогнозирани с достатъчна степен на достоверност;
- *Следпрогнозен период* – обхваща годините след изтичане на прогнозния период, в които не се очакват съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността на Групата. Паричните потоци в този период са определени на база първата година от него (2027 г.), която е посочена отделно с цел по-коректно изчисляване на терминалната стойност. В следващите години паричните потоци са планирани да нарастват спрямо 2027 г. с постоянен темп.

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

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

където:

FCFF_i – нетни парични потоци на Дружеството;

NOPLAT_i – печалба преди финансови и извънредни операции и след данъци;

A_i – разходи за амортизация;

² Отбелязани с индекс "F".

I_i – инвестиции в дълготрайни активи;

NWC_i – изменение в нетния оборотен капитал.

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

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

където:

V_0 – настоящата стойност на оценяваното предприятие;

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

P_n – терминална стойност;

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

i – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

Прогнозите са обосновани чрез ретроспективни данни от одитираните консолидирани финансови отчети на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД за предходните пет години (2016 – 2020 г.) и последния публикуван неодитиран консолидиран отчет към 30 юни 2021 г. Избраният период е достатъчно дълъг и обхваща години от различен етап на цикъла на световната и българската икономика. Този подход в достатъчно достоверна степен представя измененията на бизнес дейностите на Групата, изглажда ги и същевременно смекчава влиянието на извънредни събития като COVID-19.

Прогнозите са разработени на база на календарни години, защото:

- в ретроспективния период финансовите години съвпадат с календарните и използването на други годишни периоди би направило несъпоставими отчетните и прогнозните данни, особено за някои бизнеси на Групата с традиционно сезонни периоди на спад и ръст (пристанищна дейност, морски транспорт, кораборемонт);
- общопризнатите и специализираните източници за пазарна информация също представят отчетните и прогнозни данни за календарни години.

При определянето на стойността на капитала компонентите, с които се коригира стойността на Дружеството, са взети към датата на последния публикуван финансов отчет (30 юни 2021 г.).

4.1.2. Приходи

4.1.2.1. Приходи от основна дейност

Предвид спецификата на различните бизнеси на Групата, приходите ѝ от основна дейност са планирани по следните групи за всяка отделна година:

- **Приходи от Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли** – силно зависими от глобалния икономически цикъл заради инвестиционната същност на произвежданите продукти. Широката продуктова диверсификация позволява обхващане на пазарни сегменти с относителна устойчивост на търсенето при растящ пазар. Бизнес рискът при спад в икономическата активност се отразява изпреварващо върху тези приходи;

- **Приходи от Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби**³⁴⁵⁶ – силно зависими от темпа на развитие на глобалната търговия. Променящите се търговски потоци и динамиката в пазарната среда създават нови тенденции, които изменят традиционното функциониране на шипинг пазара. Търсенето на кораби с по-малък размер се засилва за сметка на по-големите кораби заради промяна не само на структурата на товарите, но и на регионите на товарене и дестинациите на разтоварване. Натиск върху фрахтовите ставки⁷ оказват множество фактори: цикличност на индустрията, брой кораби в строеж и влизането им в експлоатация, брой нарязани кораби, засилени екологични изисквания, проблем с горивата в световен мащаб и други;
- **Приходи от Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Проектантски услуги** – силно зависими от състоянието на шипинг пазара. Нивата на навлата са база за планиране на задължителните класови ремонти на корабите. В моменти на свиване на пазара корабособствениците замразяват инвестициите и отлагат при възможност ремонтите, както и в горна фаза на цикъла също се опитват да ги забавят, за да се ползват по-дълго от високите чартърни нива. Това предполага устойчивост на търсенето на ремонтни и проектантски услуги в моменти на равновесие на пазара. Друг негативен фактор за проектантските услуги са ограничителните мерки за пътуване. Засилените екологични мерки към корабите в експлоатация и наложените им законови изисквания ще продължат да влияят положително върху приходите чрез увеличения обем ремонтни дейности и проектантски услуги;
- **Приходи от Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей** – тясно свързани с икономическата активност в България и потоците генерални, наливни и насипни товари, които се обработват през пристанищата във Варна и Бургас. Вътрешният пазар оказва силно влияние върху тях главно чрез вноса, потреблението и инвестиционната активност в страната, докато производството и износът са основните двигатели на изходящите товаропотоци. Недобрата вътрешна инфраструктура намалява възможността за растеж на бранша, ограничавайки транзитните потоци. При зърнените култури, за които България е традиционен износител, търсенето на пристанищни услуги и обемите им се влияят от добива на реколтата в зоните на пристанищата, които терминалите обслужват и от нивото на складовите наличности. Наблюдава се промяна в обичайния ритъм на доставки към изчакване на по-добър пазар и по-високи печалби от зърнопроизводители и търговци. Положително влияние оказват увеличените товари от внос на някои култури като резултат от реализирани инвестиции за изграждане на допълнителни мощности за преработка в Североизточния регион на страната. Предстоящото въвеждане в експлоатация и на нови проекти за преработка ще увеличи необходимостта от съхранение в закрити складове. В тази връзка има тенденция за насочване на усилията на пристанищните терминали в регионите на Варна и Бургас към изграждане на нови мощности и съоръжения за складиране с цел подобряване и ускоряване на обработката, което засилва конкурентната среда, в която работят Одесос ПБМ и КРЗ Порт Бургас. Инвестиционните намерения на Групата са свързани основно със зърнените товари поради големия им обем и стабилно търсене на пристанищни услуги за тях, включително в периоди на криза;
- **Приходи от Наем на имоти** – зависими от икономическата активност в България и търсенето на свободни офис и складови площи, съобразено с променящите се изисквания на наемателите и тяхното стратегическо позициониране;
- **Приходи от Други услуги** – включват основно услуги, съпровождащи производството на металорежещи машини, компоненти и детайли и услуги по надзор и преглед на плавателни съдове, които са неразривно свързани с регулациите в шипинг пазара.

С най-съществено значение за Групата са приходите от *Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли; Превоз на товари по договори за рейсов чартър; Услуги по договори за тайм-*

³ **Чартър** – договор в корабоплавателната (шипинг) индустрия, в който се договаря превоз на товари между отделни пристанища или отдаване на кораба за определено време.

⁴ **Чартър** – насрещната страна по договора за чартър (клиент).

⁵ **Рейсов чартър** – наемане на кораб за превоз на определен товар за определен маршрут. Чартърът заплаща навло на тон или обща сума, а корабособственикът поема разходите за гориво и портските такси.

⁶ **Тайм-чартър** – наемане на кораб за определено време, при което корабособственикът се задължава да предостави на чартъора кораба срещу определена наемна цена на ден. Чартърът придобива оперативен контрол и определя пристанищата, маршрута и скоростта на кораба, като поема разходите за гориво и портските такси.

⁷ **Фрахт, фрахтова ставка** – навло, стойност на превоза в долари на тон.

чартър на кораби; Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Обработка на товари. Прогнозите са разработени на принципа на действащо предприятие. Не се предвиждат форсмажорни или други обстоятелства, които могат да нарушат нормалната дейност.

Анализът на историческия период показва следните зависимости на приходите от основна дейност:

- A. Приходи от износ, които са пряко зависими от развитието на глобалните процеси и фази на икономическия цикъл на световната икономика – *Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли; Ремонт и реконструкция на плавателни съдове; Производство на метални конструкции; Проектантски и Други услуги;*
- B. Приходи от износ, които се влияят и от други фактори освен от развитието на световната икономика (търговски войни, регионални конфликти, наложени санкции, разминаване между търсене и предлагане и други) и са силно волатилни – *Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби;*
- V. Приходи от вътрешен пазар, които са тясно свързани с развитието на икономиката на България – *Обработка на товари; Съхранение на товари; Наем на кей и Наем на имоти.*

Заради посочените зависимости приходите от основна дейност в прогнозния и в първата година на следпрогнозния период са определени диференцирано по отделните групи. Различен подход е приложен и за 2021 г., тъй като тя включва както прогнозни, така и отчетни данни. Не са разчетени приходи от *Производство на метални конструкции* поради техния спорадичен характер в отчетните години.

Разчетите на приходите от основна дейност за **първата прогнозна година (2021 г.)** са базирани на оперативното представяне на бизнесите на Групата за първите шест месеца от нея и на очакванията за развитието им до края ѝ. Подходът е избран заради настъпилите динамични икономически процеси, свързани с постпандемичното възстановяване и очерталата се като трайна тенденция за високи нива на навлата на шипинг пазара през годината. Отчетени са възможностите и рисковете на средата.

Приходите от основна дейност през **следващите години от прогнозния период (2022 – 2026 г.)** и в **първата година на следпрогнозния период (2027 г.)** са определени както следва:

A. Приходи от износ, които са пряко зависими от развитието на световната икономика

Планирани са с диференциран годишен темп на растеж за прогнозния период. Заради историческата им корелация с развитието на световната икономика, е приложен темп на растеж съобразно очакваното изменение на реалния Брутен вътрешен продукт (БВП) на света. Приложена е прогнозата на Международния валутен фонд (МВФ) от октомври 2021 г., тъй като в нея са включени данни за целия прогнозен период. Тя е достъпна на <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>.

Таблица 8: Прогноза за БВП за периода 2022 – 2026 г.

Индикатор	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Световна икономика, реален ръст (%)	4.9	3.6	3.4	3.3	3.3

Източник: World Economic Outlook Database, October 2021, МВФ

Описаният подход е приложен при прогнозиране на приходите от *Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли; Ремонт и реконструкция на плавателни съдове; Проектантски и Други услуги.*

Таблица 9: Приходи от износ, които са пряко зависими от развитието на световната икономика

ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли	28 623	30 414	31 551	32 891	25 393	15 362	32 495	34 087	35 314	36 515	37 720	38 965	38 965
годишно изменение, %	-	6.3%	3.7%	4.2%	-22.8%	-	28.0%	4.9%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	34.8%	33.1%	29.7%	28.7%	28.6%	26.2%	26.3%	28.6%	31.1%	29.9%	29.4%	29.4%	42.5%
Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Проектантски услуги	6 710	12 597	17 535	19 594	15 459	9 778	20 736	21 752	22 536	23 302	24 071	24 865	24 865
годишно изменение, %	-	87.7%	39.2%	11.7%	-21.1%	-	34.1%	4.9%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	8.2%	13.7%	16.5%	17.1%	17.4%	16.7%	16.8%	18.2%	19.9%	19.1%	18.8%	18.8%	27.1%
Производство на метални конструкции	4 195	-	1 015	1 017	156	-	-	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	-100.0%	-	0.2%	-84.7%	-	-100.0%	-	-	-	-	-	-
дъл от приходи от основна дейност, %	5.1%	0.0%	1.0%	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Други услуги	2 305	1 432	1 293	1 800	2 835	806	1 375	1 442	1 494	1 545	1 596	1 649	1 649
годишно изменение, %	-	-37.9%	-9.7%	39.2%	57.5%	-	-51.5%	4.9%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	2.8%	1.6%	1.2%	1.6%	3.2%	1.4%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.8%

Забележка: Данните за 2016 – 2017 г. са рекласифицирани спрямо публикуваните отчети с цел съпоставимост

Приходите в първата следпрогнозна година са приети за равни на тези от 2026 г.

Б. Приходи от износ, които са зависими и от други фактори освен от развитието на световната икономика

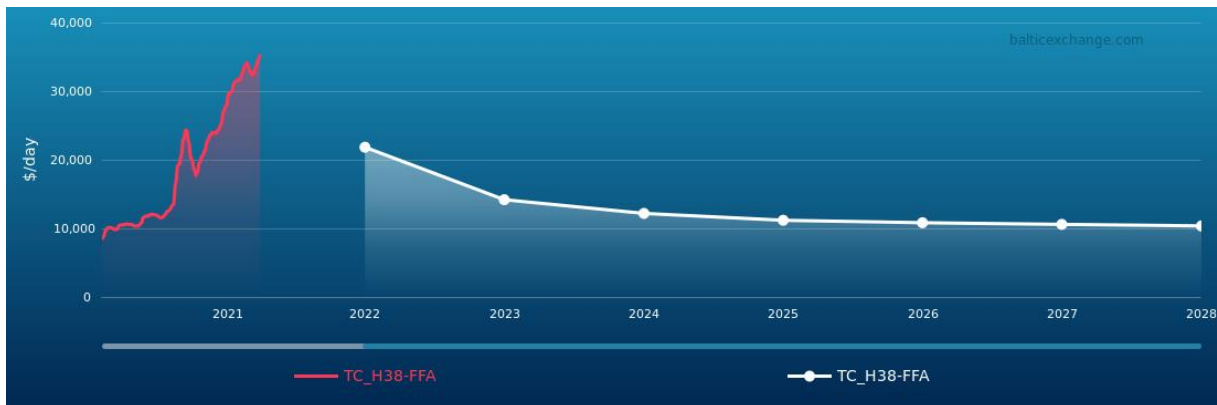
Фрахтовите нива са силно волатилни, което е видно от следващата графика за динамиката на основните индекси, измерващи флукуациите както на целия пазар на кораби за насипни товари, така и на Handysize и Supramax сегментите, каквито са корабите на Групата.



Източник: Baltic Exchange

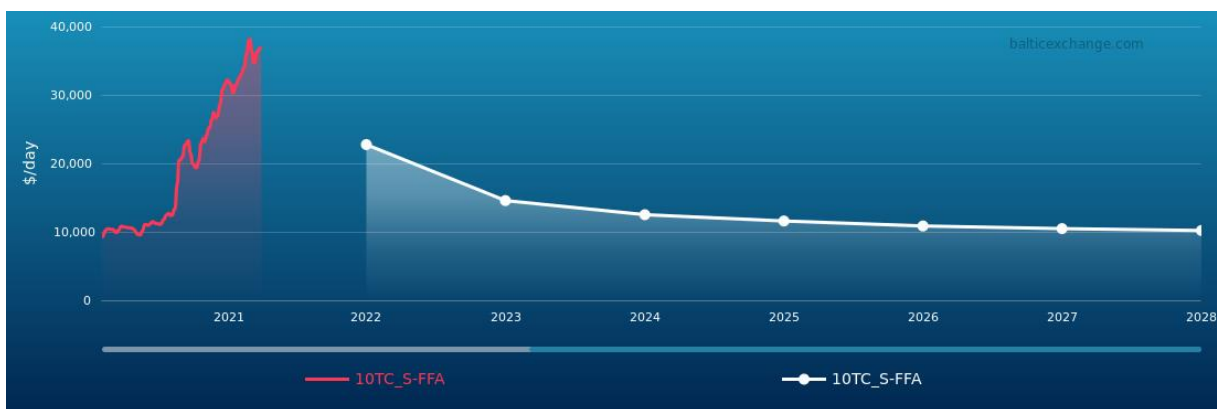
Освен волатилен, което особено се проявява през 2021 г., очертаваща се като пикова в сравнение с предходните 10 години, морският бизнес е силно цикличен и историческата информация не може да бъде екстраполирана напред. По тази причина са анализирани форуърдните тайм-чартърни котировки, базирани на Forward freight agreements (FFA), публикувани от Baltic Exchange за 2022 – 2026 г. Тези котировки представляват оценката на водещи FFA брокери за развитието на пазара и в тях освен очакванията за нивата на навлата се отразяват и неяснотите за развитието на световната търговия и икономика, което засилва присъщите рискове на всяка прогноза с отдалечаване във времето. Вследствие те имат тенденция към траен спад в по-дългосрочните години.

Динамиката на фрахтовите ставки от началото на годината за кораби тип Handysize и FFA движенията им са показани на графиката:



Източник: Baltic Exchange

Аналогичните данни за кораби тип Supramax са:



Източник: Baltic Exchange

Заради особеностите на FFA котировките при прогнозирането на приходите от *Превоз на товари по договори за рейсов чартър* и *Услуги по договори за тайм-чартър на кораби* за периода 2022 – 2026 г. е използван следният подход:

- 2022 – 2023 г. – заложено е процентно верижно изменение спрямо предходната година, базирано на посочените FFA котировки за съответната година;
- 2024 – 2026 г. – очакваните нива за 2023 г. са екстраполирани чрез ръста на прогнозираното от МВФ изменение на БВП на света.

Другите услуги на морския транспорт са планирани с темпа на растеж на световната икономика за целия прогнозен период.

Таблица 10: Приходи от износ, които са зависими и от други фактори освен развитието на световната икономика

ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби	27 687	33 562	39 947	43 503	31 346	26 797	61 510	55 314	35 830	37 048	38 271	39 534	-
годишно изменение, %	-	21.2%	19.0%	8.9%	-27.9%	-	96.2%	-10.1%	-35.2%	3.4%	3.3%	3.3%	-100.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	33.6%	36.6%	37.6%	38.0%	35.3%	45.8%	47.0%	43.2%	31.8%	30.6%	30.1%	30.1%	0.0%
Други услуги	168	148	129	132	119	70	120	126	131	135	139	144	-
годишно изменение, %	-	-11.9%	-12.8%	2.3%	-9.8%	-	0.8%	5.0%	4.0%	3.1%	3.0%	3.6%	-100.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%

Забележка: Данните за 2016 – 2017 г. са рекласифицирани спрямо публикуваните отчети с цел съпоставимост

Към момента в Стратегическия план на Предложителя покупката на нови кораби е под условие и е обект на допълнителни разчети и решения, поради което в прогнозния период не са включени такива инвестиции. Същевременно полезният живот на съществуващия флот на Групата е ограничен - очаква се в периода между 2035 – 2037 г. и четирите кораба да излязат от експлоатация. В тази връзка нетните парични потоци от 2027 г. до края на живота им са включени като еднократен ефект в последната прогнозна година (2026 г.).

За оценка на ефекта са използвани непублични специализирани данни на Clarksons Research за пазарните продажни цени на кораби за насипни товари, съпоставими по размер с корабите на Групата. Избрани са котировки за 15-годишни плавателни средства, каквато се очаква да бъде възрастта на собствените кораби към 2026 г. Тъй като продажните цени на употребявани кораби са силни зависими от флукуациите на шипинг пазара и варират значително, за целите на оценката са използвани цените към края на всяка от последните пет финансови години и текущата пазарна цена, които са осреднени.

Таблица 11: Цени за 15-годишни кораби за насипни товари 2016 – октомври 2021 г.

Bulkcarrier Prices, млн. щатски долари	2016	2017	2018	2019	2020	10.2021	Средна
28,000 dwt 15 yrs	4.0	6.0	7.0	5.5	5.0	11.0	6.4
52,000 dwt 15 yrs	5.8	9.5	9.0	8.3	6.8	16.0	9.2

Източник: Shipping Intelligence Weekly, Clarksons Research

Средните цени са приложени към всеки от двойките кораби. Така стойността на флота на Групата към края на 2026 г. е определена на 31,200 хил. щатски долари. Левовата й равностойност е в размер на 49,297 хил. лв., превалутирана на база публикувания от Bloomberg към датата на Обосновката форуърден курс на щатския долар към еврото, приложим за 2026 г. с хипотезата, че курсът на лева към еврото се запазва фиксиран.

Чрез този подход е елиминирана ограничеността на паричните потоци на корабите в следпрогнозния период, с което е спазен принципът в него да се включват непрекъсваеми дейности с постоянен характер и да няма съществени промени в мащабите на тези дейности.

В. Приходи от вътрешен пазар, които са тясно свързани с развитието на икономиката на България

За периода 2022 – 2026 г. те също са прогнозирани с диференциран годишен темп на растеж. Заради корелацията на тези приходи с развитието на българската икономика като темп на растеж е приложено очакваното изменение на реалния БВП на страната. Ползвани са данни от посочената прогноза на МВФ.

Таблица 12: Прогноза за БВП за периода 2022 – 2026 г.

Индикатор	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Българска икономика, реален ръст (%)	4.4	4.0	3.6	3.1	2.8

Източник: World Economic Outlook Database, October 2021, МВФ

Описаният подход е приложен при прогнозиране на приходите от *Обработка на товари; Съхранение на товари; Наем на кей и Наем на имоти*, като приходите в първата следпрогнозна година са приети за равни на тези от 2026 г.

Таблица 13: Приходи от вътрешен пазар, които са тясно свързани с развитието на икономиката на България

ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей	10 657	11 514	12 748	13 329	11 406	4 704	12 487	13 037	13 559	14 047	14 482	14 887	14 887
годишно изменение, %	-	8.0%	10.7%	4.6%	-14.4%	-	9.5%	4.4%	4.0%	3.6%	3.1%	2.8%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	12.9%	12.5%	12.0%	11.6%	12.8%	8.0%	9.5%	10.2%	12.0%	11.6%	11.4%	11.3%	16.2%
Наем на имоти	1 963	2 083	2 101	2 294	2 138	1 052	2 220	2 318	2 411	2 498	2 575	2 647	2 647
годишно изменение, %	-	6.1%	0.9%	9.2%	-6.8%	-	3.8%	4.4%	4.0%	3.6%	3.1%	2.8%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %	2.4%	2.3%	2.0%	2.0%	2.4%	1.8%	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.9%

Забележка: Данните за 2016 – 2017 г. са рекласифицирани спрямо публикуваните отчети с цел съпоставимост

Съгласно целите в Стратегическия план на Предложителя за развитие на Групата, в прогнозния период са включени паричните потоци, свързани с разширението на пристанищния терминал на Одесос ПБМ чрез изграждане на нов кей и оборудване с високоефективни обслужващи съоръжения за обработка на зърно и метали. Периодът на инвестиране е 2021 – 2023 г. Заложено е новите активи да влязат в експлоатация в края на септември 2023 г. Първите приходи са планирани за последното тримесечие на същата година. Очакваните максимални товаропотоци са разчетени да бъдат достигнати през 2025 г. В следващите години не се предвиждат съществени промени в мащабите и рентабилността на проекта, поради което прогнозните приходи за 2026 г. са определени спрямо 2025 г. чрез темпа на растеж на БВП на България съгласно прогнозата на МВФ.

Приходите, които новият проект се очаква да генерира, са посочени по години от прогнозния период:

Таблица 14: Приходи от разширение на пристанищния терминал на Одесос ПБМ

ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей							-	-	1 330	5 944	8 425	8 661	8 661
годишно изменение, %							-	-	-	346.9%	41.7%	2.8%	0.0%
дъл от приходи от основна дейност, %							0.0%	0.0%	1.2%	4.9%	6.6%	6.6%	9.4%

Аналогично, първата следпрогнозна година е равна на 2026 г.

Разширението на пристанищния терминал на КРЗ Порт Бургас и свързаните с него инвестиционни разходи и бъдещи парични потоци не са включени в прогнозите, тъй като към момента са обект на значителна несигурност и условност.

4.1.2.1. ДРУГИ ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА

Реализираните през ретроспективния период други приходи от дейността са свързани основно с печалба от продажба на текущи и нетекущи активи (вкл. скрап), приходи от финансираня, получени застрахователни обезщетения, отписани задължения и други. С изключение на Печалбата от продажба на скрап, която е свързана с основните производствени процеси на дружествата от сегменти **Корабостроене и кораборемонт** и **Машиностроене**, всички останали приходи в голяма степен са със случаен или еднократен характер.

В тази връзка другите приходи от дейността са планирани при следните допускания:

- *Приходи от продажба на скрап* – разчетени са на база исторически достигнат в ретроспективния и екстраполиран в прогнозния и в първата година на следпрогнозния период среден процент. Той представлява съотношението между приходите от скрап и сумата на следните групи приходи от основна дейност - *Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли; Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Производство на метални конструкции;*
- *Останалите видове други приходи* – не са прогнозирани заради спорадичния им характер. Изключение прави само 2021 г., в която са включени отчетените шестмесечни данни. Стратегическият план на Предложителя не предвижда продажба на активи на Групата.

Таблица 15: Други приходи от дейността

ДРУГИ ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Печалба от продажба на дългострайни активи и активи, държани за продажба	200	1 324	2 817	63	812	47	47	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	562.0%	112.8%	-97.8%	1188.9%	-	-94.2%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от другите приходи от дейността, %	0.2%	1.4%	2.6%	0.1%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Печалба от продажба на материали	66	40	32	101	12	17	17	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	-39.4%	-20.0%	215.6%	-88.1%	-	41.7%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от другите приходи от дейността, %	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Печалба от продажба на скрап	138	435	1 125	1 072	626	528	839	880	911	942	973	1 006	1 006
годишно изменение, %	-	215.2%	158.6%	-4.7%	-41.6%	-	34.0%	4.9%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	0.0%
дъл от другите приходи от дейността, %	0.2%	0.5%	1.1%	0.9%	0.7%	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%
Приходи от финансираня	216	467	279	310	3 012	2 247	2 247	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	116.2%	-40.3%	11.1%	871.6%	-	-25.4%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от другите приходи от дейността, %	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	3.4%	3.8%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Приходи от застрахователни обезщетения	10	5	248	94	488	15	15	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	-50.0%	4860.0%	-62.1%	419.1%	-	-96.9%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от другите приходи от дейността, %	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Други	485	290	338	210	453	97	97	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	-40.2%	16.6%	-37.9%	115.7%	-	-78.6%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от другите приходи от дейността, %	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ДРУГИ ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	1 115	2 561	4 839	1 850	5 403	2 951	3 262	880	911	942	973	1 006	1 006

Данните за приходите са обобщени в следващата таблица:

Таблица 16: Общо приходи

ПРИХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли	28 623	30 414	31 551	32 891	25 393	15 362	32 495	34 087	35 314	36 515	37 720	38 965	38 965
Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби	27 687	33 562	39 947	43 503	31 346	26 797	61 510	55 314	35 830	37 048	38 271	39 534	-
Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Проектантски услуги	6 710	12 597	17 535	19 594	15 459	9 778	20 736	21 752	22 536	23 302	24 071	24 865	24 865
Производство на метални конструкции	4 195	-	1 015	1 017	156	-	-	-	-	-	-	-	-
Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей	10 657	11 514	12 748	13 329	11 406	4 704	12 487	13 037	14 889	19 991	22 907	23 548	23 548
Наем на имоти	1 963	2 083	2 101	2 294	2 138	1 052	2 220	2 318	2 411	2 498	2 575	2 647	2 647
Други услуги	2 473	1 580	1 422	1 932	2 954	876	1 495	1 568	1 625	1 680	1 735	1 793	1 649
ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ	82 308	91 750	106 319	114 560	88 852	58 569	130 943	128 076	112 605	121 034	127 279	131 352	91 674
годишно изменение, %	-	11.5%	15.9%	7.8%	-22.4%	-	47.4%	-2.2%	-12.1%	7.5%	5.2%	3.2%	-30.2%
ДРУГИ ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	1 115	2 561	4 839	1 850	5 403	2 951	3 262	880	911	942	973	1 006	1 006
годишно изменение, %	-	129.7%	88.9%	-61.8%	192.1%	-	-39.6%	-73.0%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	0.0%
ЕДНОКРАТЕН ЕФЕКТ ОТ КОРАБИ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	49 297	-
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-100.0%
ОБЩО ПРИХОДИ	83 423	94 311	111 158	116 410	94 255	61 520	134 205	128 956	113 516	121 976	128 252	181 655	92 680
годишно изменение, %	-	13.1%	17.9%	4.7%	-19.0%	-	42.4%	-3.9%	-12.0%	7.5%	5.1%	41.6%	-49.0%

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (БЕЗ АМОРТИЗАЦИИ)

Основните оперативни разходи на Групата в ретроспективния период са за материали, външни услуги, персонал и други. Амортизациите са представени в т. 4.1.4. Инвестиции и амортизации на Обосновката.

Основните подгрупи на **разходите за материали** са:

- *Основни материали* – включват предимно разходи за черни и цветни метали; лагери; електрически материали; компоненти и други. Свързани са с основните бизнес процеси на производствените дружества;
- *Гориво при експлоатация на кораби* – включват разходите за промишлен мазут и газьол на собствения флот на Групата;
- *Спомагателни материали* – включват разходи за горива; газ; смазочни материали; инструменти; моделна екипировка; вода и други, съпътстващи основните бизнес процеси;
- *Електроенергия* – наблюдава се трайна тенденция за нарастване на цената на този енергоизточник, която в последните месеци драстични се покачи. За да компенсира ценовия ефект, Групата инвестира във фотоволтаични централи за собствено потребление;
- *Други разходи за материали* – включват резервни части и материали, които в основната си част обезпечават административната дейност на дружествата.

Основните подгрупи на **разходите за външни услуги** са:

- *Услуги от подизпълнители* – включват възнагражденията на външни фирми, ползвани за осъществяване на основни бизнес процеси;
- *Портови разходи* – включват пристанищни и агентски такси; пилотски услуги и други разходи, свързани с товаренето и разтоварването на корабите на Групата;
- *Посреднически услуги* – включват основно брокерски комисионни при договарянето на чартърите на собствените кораби;
- *Застраховки* – включват както общо застраховане, така и специализирани застраховки като отговорности, каско на кораби и други;
- *Други разходи за външни услуги* – включват охрана; текущи ремонти за поддръжка на активите; граждански договори; абонаментна поддръжка на софтуер; юридически, консултантски и одиторски услуги; рекламни, транспортни разходи и други.

Разходите за персонал включват разходи за работни заплати на заетите в Групата и свързаните с тях осигурителни и социални плащания. **Другите разходи за дейността** са свързани основно с данъци, такси, провизии, обезценки и други. Групата отчита и **суми с корективен характер**, които включват измененията на наличностите на незавършено производство и готова продукция и разходи за придобиване и изграждане на активи по стопански начин.

В прогнозния и в първата година на следпрогнозния период е приложен различен подход при планиране на разходите според зависимостта им от приходите:

- А. Разходи, които са в пряка зависимост от приходите от основна дейност – в най-съществената си част те са променливи спрямо обема, а делът на постоянните разходи е незначителен. Такива са разходите, свързани със следните групи приходи (**базови приходи „А“**) - *Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли; Ремонт и реконструкция на плавателни съдове; Производство на метални конструкции; Проектантски услуги; Обработка на товари; Съхранение на товари; Наем на кей; Наем на имоти и Други услуги;*
- Б. Разходи, които не са в пряка зависимост от приходите от основна дейност – имат условно-постоянен характер и са свързани със следните групи приходи (**базови приходи „Б“**)- *Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби;*
- В. Разходи, свързани с приходи от нови проекти (**базови приходи „В“**) – проект за разширение на пристанищния терминал на Одесос ПБМ.

Таблица 17: Определяне на групите базови приходи за изчисление на оперативните разходи

ПРИХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Производство на металорежещи машини, компоненти и детайли	28 623	30 414	31 551	32 891	25 393	15 362	32 495	34 087	35 314	36 515	37 720	38 965	38 965
Ремонт и реконструкция на плавателни съдове и Проектантски услуги	6 710	12 597	17 535	19 594	15 459	9 778	20 736	21 752	22 536	23 302	24 071	24 865	24 865
Производство на метални конструкции	4 195	-	1 015	1 017	156	-	-	-	-	-	-	-	-
Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей (без проекта на Одесос ПБМ)	10 657	11 514	12 748	13 329	11 406	4 704	12 487	13 037	13 559	14 047	14 482	14 887	14 887
Наем на имоти	1 963	2 083	2 101	2 294	2 138	1 052	2 220	2 318	2 411	2 498	2 575	2 647	2 647
Други услуги (без морския транспорт)	2 305	1 432	1 293	1 800	2 835	806	1 375	1 442	1 494	1 545	1 596	1 649	1 649
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
Превоз на товари по договори за рейсов чартър и Услуги по договори за тайм-чартър на кораби	27 687	33 562	39 947	43 503	31 346	26 797	61 510	55 314	35 830	37 048	38 271	39 534	-
Други услуги на морския транспорт	168	148	129	132	119	70	120	126	131	135	139	144	-
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
Обработка на товари, Съхранение на товари и Наем на кей на проекта на Одесос ПБМ	-	-	-	-	-	-	-	-	1 330	5 944	8 425	8 661	8 661
БАЗОВИ ПРИХОДИ "В"	-	-	-	-	-	-	-	-	1 330	5 944	8 425	8 661	8 661
ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ	82 308	91 750	106 319	114 560	88 852	58 569	130 943	128 076	112 605	121 034	127 279	131 352	91 674

А. Разходи, които са в пряка зависимост от приходите от основна дейност

В прогнозния и в първата година на следпрогнозния период са планирани като процент от базови приходи „А“ заради пряката им връзка с обема и липсата на значителни флуктуации в ценовия компонент на тези приходите.

За **разходите за материали** процентът е определен като средна аритметична стойност на историческите съотношения между отделните им подгрупи и базовите приходи „А“ за всяка година от ретроспективния период. Динамиката им е сравнително постоянна – движат се в диапазона от 25.3% до 31.2% от приходите.

Таблица 18: Разходи за материали, свързани с базови приходи „А“

РАЗХОДИ ЗА МАТЕРИАЛИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
Основни материали	(11 383)	(13 284)	(13 395)	(14 538)	(10 720)	(8 098)	(14 875)	(15 588)	(16 162)	(16 719)	(17 263)	(17 815)	(17 815)
годишно изменение, %	-	16.7%	0.8%	8.5%	-26.3%	-	38.8%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дълг от базовите приходи, %	-20.9%	-22.9%	-20.2%	-20.5%	-18.7%	-25.5%	-21.5%	-21.5%	-21.5%	-21.5%	-21.5%	-21.5%	-21.5%
Спомагателни материали	(1 921)	(1 587)	(1 825)	(1 908)	(1 400)	(394)	(1 781)	(1 867)	(1 936)	(2 002)	(2 067)	(2 133)	(2 133)
годишно изменение, %	-	-17.4%	15.0%	4.5%	-26.6%	-	27.2%	4.8%	3.7%	3.4%	3.2%	3.2%	0.0%
дълг от базовите приходи, %	-3.5%	-2.7%	-2.8%	-2.7%	-2.4%	-1.2%	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%
Ел. енергия	(2 027)	(2 020)	(2 260)	(2 246)	(1 575)	(1 012)	(2 280)	(2 390)	(2 478)	(2 563)	(2 647)	(2 731)	(2 731)
годишно изменение, %	-	-0.3%	11.9%	-0.6%	-29.9%	-	44.8%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дълг от базовите приходи, %	-3.7%	-3.5%	-3.4%	-3.2%	-2.7%	-3.2%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%
Други	(747)	(913)	(1 077)	(1 104)	(852)	(380)	(1 019)	(1 068)	(1 107)	(1 145)	(1 183)	(1 220)	(1 220)
годишно изменение, %	-	22.2%	18.0%	2.5%	-22.8%	-	19.6%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.1%	0.0%
дълг от базовите приходи, %	-1.4%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.2%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
РАЗХОДИ ЗА МАТЕРИАЛИ	(16 078)	(17 804)	(18 557)	(19 796)	(14 547)	(9 884)	(19 955)	(20 913)	(21 683)	(22 429)	(23 160)	(23 899)	(23 899)
годишно изменение, %	-	10.7%	4.2%	6.7%	-26.5%	-	37.2%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дълг от базовите приходи, %	-29.5%	-30.7%	-28.0%	-27.9%	-25.3%	-31.2%	-28.8%	-28.8%	-28.8%	-28.8%	-28.8%	-28.8%	-28.8%

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са всички други сегменти без сегмент Морски транспорт

Аналогично е определен и процентът при планиране на **разходите за външни услуги** по съответните им подгрупи. В историческия период те се движат в границите между 15.4% и 18.2% от базовите приходи.

Таблица 19: Разходи за външни услуги, свързани с базови приходи „А“

РАЗХОДИ ЗА ВЪНШНИ УСЛУГИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
Услуги от подизпълнители	(4 869)	(4 270)	(5 785)	(6 478)	(5 516)	(3 715)	(6 411)	(6 719)	(6 967)	(7 206)	(7 441)	(7 679)	(7 679)
годишно изменение, %	-	-12.3%	35.5%	12.0%	-14.9%	-	16.2%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-8.9%	-7.4%	-8.7%	-9.1%	-9.6%	-11.7%	-9.2%	-9.3%	-9.3%	-9.2%	-9.2%	-9.3%	-9.3%
Портови разходи	(59)	(19)	(19)	(45)	(28)	(5)	(35)	(36)	(38)	(39)	(40)	(42)	(42)
годишно изменение, %	-	-67.8%	0.0%	136.8%	-37.8%	-	25.0%	2.9%	5.6%	2.6%	2.6%	5.0%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
Посреднически услуги	(616)	(287)	(772)	(1 141)	(306)	(98)	(603)	(632)	(655)	(678)	(700)	(722)	(722)
годишно изменение, %	-	-53.4%	169.0%	47.8%	-73.2%	-	97.1%	4.8%	3.6%	3.5%	3.2%	3.1%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-1.1%	-0.5%	-1.2%	-1.6%	-0.5%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
Застраховки	(302)	(277)	(280)	(358)	(348)	(186)	(367)	(385)	(399)	(413)	(426)	(440)	(440)
годишно изменение, %	-	-8.3%	1.1%	27.9%	-2.8%	-	5.5%	4.9%	3.6%	3.5%	3.1%	3.3%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Други	(3 921)	(4 085)	(4 755)	(4 577)	(3 780)	(1 759)	(4 623)	(4 845)	(5 023)	(5 196)	(5 366)	(5 537)	(5 537)
годишно изменение, %	-	-4.2%	16.4%	-3.7%	-17.4%	-	22.3%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-7.2%	-7.0%	-7.2%	-6.5%	-6.6%	-5.5%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%	-6.7%
РАЗХОДИ ЗА ВЪНШНИ УСЛУГИ	(9 767)	(8 938)	(11 611)	(12 599)	(9 978)	(5 763)	(12 039)	(12 617)	(13 082)	(13 532)	(13 973)	(14 420)	(14 420)
годишно изменение, %	-	-8.5%	29.9%	8.5%	-20.8%	-	20.7%	4.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-17.9%	-15.4%	-17.5%	-17.8%	-17.4%	-18.2%	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са всички други сегменти без сегмент Морски транспорт

И разходите за персонал имат съществен променлив характер, тъй като възнагражденията на голямата част от заетите в Групата зависят от обема на дейността. Допълнителен натиск върху тези разходи оказват недостигът на квалифицирана работна ръка в страната и започналият процес на конвергенция на работната заплата в България към средните европейски нива, който се очаква да продължи и в следващите години.

За отчитане на индексацията на заплатите в България спрямо европейските в прогнозния период са използвани следните данни за:

- *Базова средна работна заплата* – използвана е публикуваната от НСИ средна работна заплата (СРЗ) за 2020 г.;
- *Номинален ръст на средната работна заплата* – използвано е номиналното годишно нарастване на СРЗ от средносрочната прогноза на МФ;
- *Прогнозна инфлация* – за елиминирание на ефекта от очакваната инфлация са използвани прогнозите на МВФ.

Таблица 20: Прогнозни данни, свързани с ръста на нарастване на СРЗ

Индикатор	2020	2021f	2022f	2023f	2024f	2025f	2026f
Средна работна заплата, лв.	1 366						
Годишно номинално увеличение на СРЗ, лв.	-	100	100	100	100	100	100
Очаквана СРЗ, лв.		1 466	1 566	1 666	1 766	1 866	1 966
Номинален ръст на СРЗ, %		7.32%	6.82%	6.39%	6.00%	5.66%	5.36%
Инфлация за България, %		2.10%	1.90%	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%
Реален ръст на СРЗ, %		5.22%	4.92%	4.49%	4.00%	3.66%	3.36%

Източник: НСИ, МФ, МВФ

С получените реални ръстове на СРЗ от 2022 г. нататък е индексирано средното историческо съотношение на разходите за персонал към базови приходи „А“, което е приложено при планирането до 2026 г. За първата следпрогнозна година е приложено съотношението за 2026 г. В ретроспективния период то се движи между 30.3% и 36.4% от приходите.

Таблица 21: Разходи за персонал, свързани с базови приходи „А“

РАЗХОДИ ЗА ПЕРСОНАЛ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
РАЗХОДИ ЗА ПЕРСОНАЛ	(17 269)	(18 284)	(20 093)	(22 064)	(20 917)	(10 886)	(22 576)	(24 820)	(26 895)	(28 935)	(30 963)	(33 023)	(33 023)
годишно изменение, %	-	5.9%	9.9%	9.8%	-5.2%	-	7.9%	9.9%	8.4%	7.6%	7.0%	6.7%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-31.7%	-31.5%	-30.3%	-31.1%	-36.4%	-34.3%	-32.6%	-34.2%	-35.7%	-37.1%	-38.5%	-39.8%	-39.8%

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са всички други сегменти без сегмент Морски транспорт

Другите разходи за дейността исторически се променят от 0.7% до 6.7% от базови приходи „А“. В тези разходи значителен дял заемат начислените провизии и обезценки в отчетните години, които по същество са непарични разходи и не са елемент на паричните потоци. В прогнозния и в първата година на следпрогнозия период са планирани само разходи за данъци, такси и други на база на историческия им среден процент от базовите приходи. Не са разчетени провизии и обезценки с изключение на 2021 г., в която са отразени данните за първото шестмесечие.

Суми с корективен характер, освен отчетените през първото полугодие на 2021 г., не са прогнозирани.

Таблица 22: Други разходи за дейността и суми с корективен характер, свързани с базови приходи „А“

ДРУГИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
Провизии и обезценки	(1 040)	(270)	(1 819)	(930)	(328)	235	235	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	-74.0%	573.7%	-48.9%	-64.7%	-	-171.6%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от базовите приходи, %	-1.9%	-0.5%	-2.7%	-1.3%	-0.6%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Данъци, такси и други	(2 621)	(1 649)	(1 846)	(2 340)	(1 463)	(472)	(2 059)	(2 158)	(2 237)	(2 314)	(2 389)	(2 465)	(2 465)
годишно изменение, %	-	-37.1%	11.9%	26.8%	-37.5%	-	40.7%	4.8%	3.7%	3.4%	3.2%	3.2%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-4.8%	-2.8%	-2.8%	-3.3%	-2.5%	-1.5%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
ДРУГИ РАЗХОДИ ЗА ДЕЙНОСТТА	(3 661)	(1 919)	(3 665)	(3 270)	(1 791)	(237)	(1 824)	(2 158)	(2 237)	(2 314)	(2 389)	(2 465)	(2 465)
годишно изменение, %	-	-47.6%	91.0%	-10.8%	-45.2%	-	1.8%	18.3%	3.7%	3.4%	3.2%	3.2%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-6.7%	-3.3%	-5.5%	-4.6%	-3.1%	-0.7%	-2.6%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
СУМИ С КОРЕКТИВЕН ХАРАКТЕР	270	732	579	1 280	(223)	260	260	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	171.1%	-20.9%	121.1%	-117.4%	-	-216.6%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от базовите приходи, %	0.5%	1.3%	0.9%	1.8%	-0.4%	0.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са всички други сегменти без сегмент Морски транспорт

Оперативните разходи, свързани с базови приходи „А“, са обобщени в следващата таблица:

Таблица 23: Оперативни разходи, свързани с базови приходи „А“

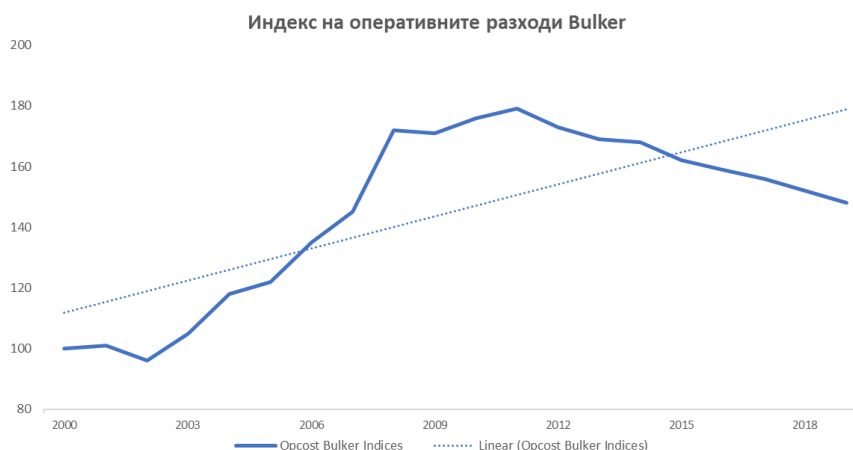
ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "А"	54 453	58 040	66 243	70 925	57 387	31 702	69 313	72 636	75 314	77 907	80 444	83 013	83 013
Разходи за материали	(16 078)	(17 804)	(18 557)	(19 796)	(14 547)	(9 884)	(19 955)	(20 913)	(21 683)	(22 429)	(23 160)	(23 899)	(23 899)
Разходи за външни услуги	(9 767)	(8 938)	(11 611)	(12 599)	(9 978)	(5 763)	(12 039)	(12 617)	(13 082)	(13 532)	(13 973)	(14 420)	(14 420)
Разходи за персонал	(17 269)	(18 284)	(20 093)	(22 064)	(20 917)	(10 886)	(22 576)	(24 820)	(26 895)	(28 935)	(30 963)	(33 023)	(33 023)
Други разходи за дейността	(3 661)	(1 919)	(3 665)	(3 270)	(1 791)	(237)	(1 824)	(2 158)	(2 237)	(2 314)	(2 389)	(2 465)	(2 465)
Суми с корективен характер	270	732	579	1 280	(223)	260	260	-	-	-	-	-	-
ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	(46 505)	(46 213)	(53 347)	(56 449)	(47 456)	(26 510)	(56 134)	(60 508)	(63 897)	(67 210)	(70 485)	(73 807)	(73 807)
годишно изменение, %	-	-0.6%	15.4%	5.8%	-15.9%	-	18.3%	7.8%	5.6%	5.2%	4.9%	4.7%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-85.4%	-79.6%	-80.5%	-79.6%	-82.7%	-83.6%	-81.0%	-83.3%	-84.8%	-86.3%	-87.6%	-88.9%	-88.9%

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са всички други сегменти без сегмент Морски транспорт

Б. Разходи, които не са в пряка зависимост от приходите от основна дейност

Разходите, свързани с *Превоз на товари по договори за рейсов чартър* и *Услуги по договори за тайм-чартър на кораби (базови приходи „Б“)* имат условно-постоянен характер. Ценовият компонент на тези приходи е силно волатилен. Това прави неприложим подходът разходите да се планират като процент от приходите.

За 2021 г. те са планирани на база на достигнатите нива за първото шестмесечие и очаквания им размер през второто, като са отразени нарастващите цени на енергийните източници (горива). За следващите години от прогнозния период е заложен постоянен темп на нарастване на тези разходи. Използван е 2.08% съставен годишен темп на растеж (CAGR) на индекса на оперативните разходи на корабите за насипни товари, представен в графиката по-долу. Изчислен е за периода 2000 – 2019 г. съгласно непублични пазарни данни на специализирано проучване за равнището на годишните оперативни разходи на различните видове кораби (OpCost) на BDO.



Източник: OpCost 2020, BDO

В съответствие с подхода, приложен при планиране на приходите от *Превоз на товари по договори за рейсов чартър* и *Услуги по договори за тайм-чартър на кораби*, в следпрогнозния период не са прогнозирани оперативни разходи с цел елиминиране ограничеността на паричните потоци на корабите във времето.

Основен дял в **разходите за материали** имат горивата, използвани при експлоатацията на корабите. Динамика в ретроспективния период е свързана с различния брой дни, в които корабите са в рейсов или в тайм-чартър. За прогнозния период е прието, че съотношението на тези дни ще се запази същото, както през първо шестмесечие на 2021 г.

Таблица 24: Разходи за материали, свързани с базови приходи „Б“

РАЗХОДИ ЗА МАТЕРИАЛИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
Гориво при експлоатацията на кораби	(6 258)	(4 950)	(7 762)	(10 097)	(9 067)	(3 644)	(7 587)	(7 745)	(7 906)	(8 071)	(8 239)	(8 411)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-20.9%	56.8%	30.1%	-10.2%		-16.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дял от базовите приходи, %</i>	-22.5%	-14.7%	-19.4%	-23.1%	-28.8%	-13.6%	-12.3%	-14.0%	-22.0%	-21.7%	-21.5%	-21.2%	-
Спомагателни материали	(1 223)	(1 134)	(1 139)	(1 534)	(1 256)	(452)	(1 102)	(1 125)	(1 148)	(1 172)	(1 196)	(1 221)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-7.3%	0.4%	34.7%	-18.1%		-12.3%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%	2.1%	-100.0%
<i>дял от базовите приходи, %</i>	-4.4%	-3.4%	-2.8%	-3.5%	-4.0%	-1.7%	-1.8%	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-3.1%	-3.1%	-
Ел. енергия	(5)	(5)	(6)	(4)	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	0.0%	20.0%	-33.3%	-25.0%		-33.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-100.0%
<i>дял от базовите приходи, %</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-
Други	(993)	(1 324)	(1 422)	(1 891)	(2 017)	(585)	(1 026)	(1 047)	(1 069)	(1 091)	(1 114)	(1 137)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	33.3%	7.4%	33.0%	6.7%		-49.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дял от базовите приходи, %</i>	-3.6%	-3.9%	-3.5%	-4.3%	-6.4%	-2.2%	-1.7%	-1.9%	-3.0%	-2.9%	-2.9%	-2.9%	-
РАЗХОДИ ЗА МАТЕРИАЛИ	(8 479)	(7 413)	(10 329)	(13 526)	(12 343)	(4 682)	(9 717)	(9 919)	(10 125)	(10 336)	(10 551)	(10 771)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-12.6%	39.3%	31.0%	-8.7%		-21.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дял от базовите приходи, %</i>	-30.4%	-22.0%	-25.8%	-31.0%	-39.2%	-17.4%	-15.8%	-17.9%	-28.2%	-27.8%	-27.5%	-27.1%	-

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са за сегмент Морски транспорт

Основен дял в **разходите за външни услуги** имат портовите разходи, чиято динамика също е свързана с разпределението на дните между рейсов и тайм-чартър. За прогнозния период е прието, че разпределението ще се запази същото, както през първо шестмесечие на 2021 г. Допълнително, равнището им зависи от ценовите нива на товарните и разтоварните пристанища.

Таблица 25: Разходи за външни услуги, свързани с базови приходи „Б“

РАЗХОДИ ЗА ВЪНШНИ УСЛУГИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
Портови разходи	(4 631)	(4 269)	(4 426)	(6 081)	(4 586)	(3 543)	(7 107)	(7 255)	(7 406)	(7 560)	(7 718)	(7 879)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-7.8%	3.7%	37.4%	-24.6%	-	55.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-16.6%	-12.7%	-11.0%	-13.9%	-14.6%	-13.2%	-11.5%	-13.1%	-20.6%	-20.3%	-20.1%	-19.9%	-
Посреднически услуги	(1 148)	(1 456)	(467)	(592)	(325)	(238)	(512)	(523)	(534)	(545)	(556)	(568)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	26.8%	-67.9%	26.8%	-45.1%	-	57.5%	2.1%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-4.1%	-4.3%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-
Застраховки	(1 130)	(1 066)	(1 043)	(1 105)	(1 066)	(462)	(892)	(911)	(930)	(949)	(969)	(989)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-5.7%	-2.2%	5.9%	-3.5%	-	-16.3%	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-4.1%	-3.2%	-2.6%	-2.5%	-3.4%	-1.7%	-1.4%	-1.6%	-2.6%	-2.6%	-2.5%	-2.5%	-
Други	(870)	(900)	(889)	(978)	(1 506)	(599)	(1 286)	(1 313)	(1 340)	(1 368)	(1 397)	(1 426)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	3.4%	-1.2%	10.0%	54.0%	-	-14.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-3.1%	-2.7%	-2.2%	-2.2%	-4.8%	-2.2%	-2.1%	-2.4%	-3.7%	-3.7%	-3.6%	-3.6%	-
РАЗХОДИ ЗА ВЪНШНИ УСЛУГИ	(7 779)	(7 691)	(6 825)	(8 756)	(7 483)	(4 842)	(9 797)	(10 002)	(10 210)	(10 422)	(10 640)	(10 862)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-1.1%	-11.3%	28.3%	-14.5%	-	30.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-27.9%	-22.8%	-17.0%	-20.1%	-23.8%	-18.0%	-15.9%	-18.0%	-28.4%	-28.0%	-27.7%	-27.4%	-

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са за сегмент Морски транспорт

В разходите за персонал не е планиран ръст, свързан с конвергенцията на средната работна заплата в България към европейската. Заплащането на морските екипажи на корабите на Групата е на международно ниво предвид конвертируемия характер на професиите им.

Таблица 26: Разходи за персонал, свързани с базови приходи „Б“

РАЗХОДИ ЗА ПЕРСОНАЛ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
РАЗХОДИ ЗА ПЕРСОНАЛ	(6 629)	(6 901)	(6 923)	(7 421)	(7 199)	(2 925)	(5 929)	(6 052)	(6 178)	(6 307)	(6 439)	(6 573)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	4.1%	0.3%	7.2%	-3.0%	-	-17.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-23.8%	-20.5%	-17.3%	-17.0%	-22.9%	-10.9%	-9.6%	-10.9%	-17.2%	-17.0%	-16.8%	-16.6%	-

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са за сегмент Морски транспорт

В другите разходи за дейността в ретроспективния период основен дял заемат начислените обезценки на кораби. Те са непарични разходи и не са предвидени в бъдеще. В прогнозния период са планирани само разходи за данъци, такси и други.

Не са разчетени суми с корективен характер с изключение на 2021 г., в която са отразени отчетните данни за първото шестмесечие.

Таблица 27: Други разходи за дейността и суми с корективен характер, свързани с базови приходи „Б“

ДРУГИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
Провизии и обезценки	-	-	(1 387)	(4 263)	(8 676)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	-	-	207.4%	103.5%	-	-100.0%	-	-	-	-	-	-
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	0.0%	0.0%	-3.5%	-9.8%	-27.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-
Данъци, такси и други	(601)	(756)	(848)	(914)	(4 761)	(395)	(764)	(780)	(796)	(813)	(830)	(847)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	25.8%	12.2%	7.8%	420.9%	-	-84.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-2.1%	-15.1%	-1.5%	-1.2%	-1.4%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-
ДРУГИ РАЗХОДИ ЗА ДЕЙНОСТТА	(601)	(756)	(2 235)	(5 177)	(13 437)	(395)	(764)	(780)	(796)	(813)	(830)	(847)	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	25.8%	195.6%	131.6%	159.6%	-	-94.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	-100.0%
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	-2.2%	-2.2%	-5.6%	-11.9%	-42.7%	-1.5%	-1.2%	-1.4%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.1%	-
СУМИ С КОРЕКТИВЕН ХАРАКТЕР	672	673	172	1 257	822	30	30	-	-	-	-	-	-
<i>годишно изменение, %</i>	-	0.1%	-74.4%	630.8%	-34.6%	-	-96.4%	-100.0%	-	-	-	-	-
<i>дъл от базовите приходи, %</i>	2.4%	2.0%	0.4%	2.9%	2.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са за сегмент Морски транспорт

Оперативните разходи, свързани с базови приходи „Б“, са обобщени в следващата таблица:

Таблица 28: Оперативни разходи, свързани с базови приходи „Б“

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "Б"	27 855	33 710	40 076	43 635	31 465	26 867	61 630	55 440	35 961	37 183	38 410	39 678	-
Разходи за материали	(8 479)	(7 413)	(10 329)	(13 526)	(12 343)	(4 682)	(9 717)	(9 919)	(10 125)	(10 336)	(10 551)	(10 771)	-
Разходи за външни услуги	(7 779)	(7 691)	(6 825)	(8 756)	(7 483)	(4 842)	(9 797)	(10 002)	(10 210)	(10 422)	(10 640)	(10 862)	-
Разходи за персонал	(6 629)	(6 901)	(6 923)	(7 421)	(7 199)	(2 925)	(5 929)	(6 052)	(6 178)	(6 307)	(6 439)	(6 573)	-
Други разходи за дейността	(601)	(756)	(2 235)	(5 177)	(13 437)	(395)	(764)	(780)	(796)	(813)	(830)	(847)	-
Суми с корективен характер	672	673	172	1 257	822	30	30	-	-	-	-	-	-
ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	(22 816)	(22 088)	(26 140)	(33 623)	(39 640)	(12 814)	(26 177)	(26 753)	(27 309)	(27 878)	(28 460)	(29 053)	-
годишно изменение, %	-	-3.2%	18.3%	28.6%	17.9%	-	-34.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	-100.0%
дъл от базовите приходи, %	-81.9%	-65.5%	-65.2%	-77.1%	-126.0%	-47.7%	-42.5%	-48.3%	-75.9%	-75.0%	-74.1%	-73.2%	-

Забележка: Отчетните данни за 2016 – 06.2021 г. са за сегмент Морски транспорт

В. Разходи, свързани с приходи от нови проекти

Разширението на пристанищния терминал на Одесос ПБМ предвижда обработка на зърнени и метални товари чрез използване на съвременни автоматизирани технологии и специализирани съоръжения в пристанищния бизнес. Заради очакваното въвеждане в експлоатация на разширението в края на септември 2023 г., първите оперативни разходи за проекта са планирани от последното тримесечие на годината.

Максималните товаропотоци се очаква да бъдат достигнати през 2025 г. Планираните разходите за 2023 – 2025 г. в най-съществената си част имат променлив характер спрямо обема товари и са съобразени с характеристиките на новите активи и технологии. В следващите години не се предвиждат съществени промени в мащабите на дейността, поради което прогнозните разходи за 2026 г. са определени спрямо 2025 г. чрез темпа на растеж на БВП на България, приложен за базовите приходи „В“. В разходите за персонал е отразен и процесът на конвергенция чрез ръстовете на средната работна заплата в България, описани по-горе.

Първата година от следпрогнозния период е заложена като равна на 2026 г.

Таблица 29: Оперативни разходи, свързани с базови приходи „В“

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	06.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
БАЗОВИ ПРИХОДИ "В"	-	-	-	-	-	-	-	-	1 330	5 944	8 425	8 661	8 661
Разходи за материали	-	-	-	-	-	-	-	-	(109)	(486)	(689)	(708)	(708)
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	345.9%	41.8%	2.8%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-8.2%	-8.2%	-8.2%	-8.2%	-8.2%
Разходи за външни услуги	-	-	-	-	-	-	-	-	(108)	(482)	(683)	(702)	(702)
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	346.3%	41.7%	2.8%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-8.1%	-8.1%	-8.1%	-8.1%	-8.1%
Разходи за персонал	-	-	-	-	-	-	-	-	(477)	(2 219)	(3 259)	(3 464)	(3 464)
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	365.2%	46.9%	6.3%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-35.9%	-37.3%	-38.7%	-40.0%	-40.0%
Други разходи за дейността	-	-	-	-	-	-	-	-	(48)	(211)	(299)	(307)	(307)
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	339.6%	41.7%	2.7%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-3.6%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	-	-	-	-	-	-	-	-	(742)	(3 398)	(4 930)	(5 181)	(5 181)
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	358.0%	45.1%	5.1%	0.0%
дъл от базовите приходи, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-55.8%	-57.2%	-58.5%	-59.8%	-59.8%

Данните за оперативните разходи са обобщени в следващата таблица:

Таблица 30: Общо оперативни разходи

ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
ПРИХОДИ ОТ ОСНОВНА ДЕЙНОСТ	82 308	91 750	106 319	114 560	88 852	58 569	130 943	128 076	112 605	121 034	127 279	131 352	91 674
Разходи за материали	(24 557)	(25 217)	(28 886)	(33 322)	(26 890)	(14 566)	(29 672)	(30 832)	(31 917)	(33 251)	(34 400)	(35 378)	(24 607)
Разходи за външни услуги	(17 546)	(16 629)	(18 436)	(21 355)	(17 461)	(10 605)	(21 836)	(22 619)	(23 400)	(24 436)	(25 296)	(25 984)	(15 122)
Разходи за персонал	(23 898)	(25 185)	(27 016)	(29 485)	(28 116)	(13 811)	(28 505)	(30 872)	(33 550)	(37 461)	(40 661)	(43 060)	(36 487)
Други разходи за дейността	(4 262)	(2 675)	(5 900)	(8 447)	(15 228)	(632)	(2 588)	(2 938)	(3 081)	(3 338)	(3 518)	(3 619)	(2 772)
Суми с корективен характер	942	1 405	751	2 537	599	290	290	-	-	-	-	-	-
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	(69 321)	(68 301)	(79 487)	(90 072)	(87 096)	(39 324)	(82 311)	(87 261)	(91 948)	(98 486)	(103 875)	(108 041)	(78 988)
годишно изменение, %	-	-1.5%	16.4%	13.3%	-3.3%	-	-5.5%	6.0%	5.4%	7.1%	5.5%	4.0%	-26.9%
дъл от приходите от основна дейност, %	-84.2%	-74.4%	-74.8%	-78.6%	-98.0%	-67.1%	-62.9%	-68.1%	-81.7%	-81.4%	-81.6%	-82.3%	-86.2%

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИИ

Планираните **инвестиционни разходи** за прогнозния период са базирани на заложените от Предложителя инвестиции в Стратегическия план и са продължение на инвестиционната политика на Групата. Общият размер на инвестициите за периода 2021 – 2026 г. е 80,158 хил. лв. В тях са включени и 39,396 хил. лв. инвестиции за новия проект за разширение на пристанищния терминал на Одесос ПБМ, разпределени в годините:

Таблица 31: Инвестиции в проекта на Одесос ПБМ

Индикатор	2021f	2022f	2023f
Инвестиции, хил. лв.	221	14,572	24,603

Очаква се проектът за разширението да приключи в края на септември 2023 г. и новите активи да бъдат въведени в експлоатация.

Останалите инвестиции са насочени към поддържане и обновяване на сградния и машинния парк на Групата; продължаване на „зелената инвестиционна политика“ и на процесите на дигитализация.

Нетните инвестиции (инвестиции в нови активи минус амортизация) за прогнозния период са -1,275 хил. лв., което е консервативен подход.

В съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41, инвестиционните разходи за първата година от следпрогнозния период са планирани като равни на размера на амортизациите за годината, с което се гарантира поддържането на капитала и прогнозния темп на растеж.

Разходите за амортизация за прогнозния период са изчислени на база амортизационните планове на съществуващите към 30 юни 2021 г. активи и на новите инвестиции. В прогнозата са включени и очакваните амортизации на активите с право на ползване, които съгласно МСФО 16 представляват капитализирани наеми на използвани чужди активи за договорен срок. Не се предвиждат промени в нормите и сроковете за амортизация на отделните групи активи.

За 2027 г. разходите за амортизация са в размер на 6,781 хил. лв. и са получени като от разходите за амортизация за 2026 г. от 14,507 хил. лв. са извадени амортизациите на сегмент Морски транспорт (7,726 хил. лв.) за същата година, с което е елиминиран ефектът, свързан с ограничеността на полезния живот на корабите на Групата в следпрогнозния период.

Таблица 32: Инвестиции и амортизации

ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИИ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f
Земля и сгради	-	44	111	55	45	-	800	-	-	2 100	2 400	2 600
Машини и съоръжения	990	955	1 944	2 653	177	540	1 920	450	600	4 470	5 575	6 020
Други дълготрайни активи	64	19	339	336	80	65	215	-	100	-	-	-
Кораби	-	-	353	612	-	-	2 083	2 673	799	1 727	1 697	1 364
Разходи за придобиване на ДМА	4 882	4 726	8 322	7 526	5 052	2 152	2 300	14 572	24 603	-	-	-
Нематериални активи	3	31	371	44	7	60	389	150	250	100	100	100
Общо инвестиции за периода	5 939	5 775	11 440	11 226	5 361	2 817	7 707	17 845	26 352	8 397	9 772	10 084
годишно изменение, %	-	-2.8%	98.1%	-1.9%	-52.2%	-	43.8%	131.5%	47.7%	-68.1%	16.4%	3.2%
Отчетна стойност	485 530	456 049	462 701	451 323	400 092	409 328	414 218	432 063	458 415	466 813	476 585	486 669
годишно изменение, %	-	-6.1%	1.5%	-2.5%	-11.4%	-	3.5%	4.3%	6.1%	1.8%	2.1%	2.1%
Начислена амортизация за периода	14 595	15 236	13 945	14 414	13 788	6 353	12 738	12 621	13 047	14 237	14 283	14 507
годишно изменение, %	-	4.4%	-8.5%	3.4%	-4.3%	-	-7.6%	-0.9%	3.4%	9.1%	0.3%	1.6%
Амортизационна норма, %	3.01%	3.34%	3.01%	3.19%	3.45%	1.55%	3.08%	2.92%	2.85%	3.05%	3.00%	2.98%
Балансова стойност	396 405	353 955	357 817	351 390	313 809	314 300	312 805	318 030	331 334	325 495	320 985	318 116
годишно изменение, %	-	-10.7%	1.1%	-1.8%	-10.7%	-	-0.3%	1.7%	4.2%	-1.8%	-1.4%	-0.9%
Инвестиции / Амортизация	0.41	0.38	0.82	0.78	0.39	0.44	0.61	1.41	2.02	0.59	0.68	0.70
Нетни инвестиции	(8 656)	(9 461)	(2 505)	(3 188)	(8 427)	(3 536)	(5 031)	5 224	13 305	(5 840)	(4 511)	(4 423)
Инвестиции / Приходи от основна дейност, %	7.2%	6.3%	10.8%	9.8%	6.0%	4.8%	5.9%	13.9%	23.4%	6.9%	7.7%	7.7%

Забележка: В таблицата са включени амортизируемите активи – Имоти, машини и съоръжения; Нематериални активи и Активи с право на ползване.

4.1.5. ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ И ДАНЪЦИ

В следващата таблица е представена печалбата от оперативна дейност на Групата:

Таблица 33: Печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ)

ЕВИТ (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Приходи от основна дейност	82 308	91 750	106 319	114 560	88 852	58 569	130 943	128 076	112 605	121 034	127 279	131 352	91 674
годишно изменение, %	-	11.5%	15.9%	7.8%	-22.4%	-	47.4%	-2.2%	-12.1%	7.5%	5.2%	3.2%	-30.2%
Други приходи от дейността	1 115	2 561	4 839	1 850	5 403	2 951	3 262	880	911	942	973	1 006	1 006
годишно изменение, %	-	129.7%	88.9%	-61.8%	192.1%	-	-39.6%	-73.0%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	0.0%
Еднократен ефект от кораби	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	49 297	-
годишно изменение, %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-100.0%
ОБЩО ПРИХОДИ	83 423	94 311	111 158	116 410	94 255	61 520	134 205	128 956	113 516	121 976	128 252	181 655	92 680
годишно изменение, %	-	13.1%	17.9%	4.7%	-19.0%	-	42.4%	-3.9%	-12.0%	7.5%	5.1%	41.6%	-49.0%
Разходи за материали	(24 557)	(25 217)	(28 886)	(33 322)	(26 890)	(14 566)	(29 672)	(30 832)	(31 917)	(33 251)	(34 400)	(35 378)	(24 607)
годишно изменение, %	-	2.7%	14.5%	15.4%	-19.3%	-	10.3%	3.9%	3.5%	4.2%	3.5%	2.8%	-30.4%
дъл от приходите от основна дейност, %	-29.8%	-27.5%	-27.2%	-29.1%	-30.3%	-24.9%	-22.7%	-24.1%	-28.3%	-27.5%	-27.0%	-26.9%	-26.8%
Разходи за външни услуги	(17 546)	(16 629)	(18 436)	(21 355)	(17 461)	(10 605)	(21 836)	(22 619)	(23 400)	(24 436)	(25 296)	(25 984)	(15 122)
годишно изменение, %	-	-5.2%	10.9%	15.8%	-18.2%	-	25.1%	3.6%	3.5%	4.4%	3.5%	2.7%	-41.8%
дъл от приходите от основна дейност, %	-21.3%	-18.1%	-17.3%	-18.6%	-19.7%	-18.1%	-16.7%	-17.7%	-20.8%	-20.2%	-19.9%	-19.8%	-16.5%
Разходи за амортизации	(14 595)	(15 236)	(13 945)	(14 414)	(13 788)	(6 353)	(12 738)	(12 621)	(13 047)	(14 237)	(14 283)	(14 507)	(6 781)
годишно изменение, %	-	4.4%	-8.5%	3.4%	-4.3%	-	-7.6%	-0.9%	3.4%	9.1%	0.3%	1.6%	-53.3%
дъл от приходите от основна дейност, %	-17.7%	-16.6%	-13.1%	-12.6%	-15.5%	-10.8%	-9.7%	-9.9%	-11.6%	-11.8%	-11.2%	-11.0%	-7.4%
Разходи за персонал	(23 898)	(25 185)	(27 016)	(29 485)	(28 116)	(13 811)	(28 505)	(30 872)	(33 550)	(37 461)	(40 661)	(43 060)	(36 487)
годишно изменение, %	-	5.4%	7.3%	9.1%	-4.6%	-	1.4%	8.3%	8.7%	11.7%	8.5%	5.9%	-15.3%
дъл от приходите от основна дейност, %	-29.0%	-27.4%	-25.4%	-25.7%	-31.6%	-23.6%	-21.8%	-24.1%	-29.8%	-31.0%	-31.9%	-32.8%	-39.8%
Други разходи за дейността	(4 262)	(2 675)	(5 900)	(8 447)	(15 228)	(632)	(2 588)	(2 938)	(3 081)	(3 338)	(3 518)	(3 619)	(2 772)
годишно изменение, %	-	-37.2%	120.6%	43.2%	80.3%	-	-83.0%	13.5%	4.9%	8.3%	5.4%	2.9%	-23.4%
дъл от приходите от основна дейност, %	-5.2%	-2.9%	-5.5%	-7.4%	-17.1%	-1.1%	-2.0%	-2.3%	-2.7%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-3.0%
Суми с корективен характер	942	1 405	751	2 537	599	290	290	-	-	-	-	-	-
годишно изменение, %	-	49.2%	-46.5%	237.8%	-76.4%	-	-51.6%	-100.0%	-	-	-	-	-
дъл от приходите от основна дейност, %	1.1%	1.5%	0.7%	2.2%	0.7%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ И ДАНЪЦИ (ЕВИТ)	(493)	10 774	17 726	11 924	(6 629)	15 843	39 156	29 074	8 521	9 253	10 094	59 107	6 911
годишно изменение, %	-	-2285.4%	64.5%	-32.7%	-155.6%	-	-690.7%	-25.7%	-70.7%	8.6%	9.1%	485.6%	-88.3%
ЕВИТ марж, %	-0.6%	11.4%	15.9%	10.2%	-7.0%	25.8%	29.2%	22.5%	7.5%	7.6%	7.9%	32.5%	7.5%

Освен големите колебания на шипинг пазара, които оказват съществено влияние върху рентабилността на Групата, негативен ефект върху маржовете в прогнозния и следпрогнозния период има и нарастващият дял на разходите за персонал вследствие на процеса на конвергенция на работните заплати. Тези увеличени разходи не могат да бъдат прехвърлени изцяло към клиентите чрез ръст на продажните цени, тъй като дружествата от Групата оперират в силно конкурентна среда, в голямата си част международна. Негативният ефект може да бъде компенсирал чрез намаляване на зависимостта на основните бизнес процеси от човешкия фактор (роботизация, автоматизация и други), но това изисква значителни инвестиции, каквито не са предвидени в настоящото Търгово предложение.

4.1.6. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

За целите на оценката по метода на дисконтираните парични потоци нетният оборотен капитал (НОК) включва текущите активи на Групата (без парични средства) минус текущите пасиви (без лихвоносен дълг, провизии и финансираня):

- *Паричните средства* са изключени от текущите активи, защото те се дисконтират с различна норма, равна на очакваната безрискова доходност. За разлика от тях, другите елементи (материални запаси и търговски вземания) имат вътрешноприсъщ риск до превръщането си в паричен еквивалент и съответно подлежат на дисконтиране с по-висока норма;
- *Текущият консолидиран лихвоносен дълг* е елиминиран от текущите пасиви, тъй като е част от капиталовата структура на Групата и така се избягва дублирането на ефекта му в крайната оценка;
- *Провизиите* са изключени от текущите пасиви, защото представляват балансови непарични начисления, които са трудно предвидими, не са пряко относими към основната дейност и обслужването на оборотите на Групата;
- *Финансиранята* са елиминирани от текущите пасиви, тъй като счетоводното им представяне е зависимо от признаването на разходи за амортизация на придобитите чрез финансираня активи, при което не се освобождава или задържа реален паричен поток.

В допълнение, за нормализиране на НОК и постигане на съпоставимост на историческите му нива в отделните отчетни финансови години, са извършени корекции в текущите пасиви, както следва:

- През 2016 г. са намалени с 10,161 хил. лв., които представляват лихвоносно задължение към доставчик за закупуване на акции, погасено през 2017 г.;

- През 2020 г. са редуцирани с 3,656 хил. лв., които към края на финансовата година са отчетени като текущи задължения към доставчици, а в началото на 2021 г. са трансформирани в лихвоносен дълг с цел да не се дублира ефектът им.

Прогнозирането на НОК се основава на допускането, че при равни други условия, ръстът, заложен в продажбите, индуцира пропорционално движение в текущите активи, а ръстът на разходите – в текущите пасиви като елементи на оборотния капитал.

Сумата на **материалните запаси** в края на 2021 г. е определена като средна на размера им за ретроспективния период. През следващите 2022 – 2026 г. е заложен ръстът на световната икономика, тъй като тези запаси са свързани с бизнеси на Групата, ориентирани към износ. За да се елиминира ефектът от ограничаване живот на корабите в следпрогнозния период, в края на 2026 г. материалните им запаси са нулирани, като е извадена тяхната средна историческа стойност от 2,304 хил. лв.

Текущите вземания и текущите задължения са планирани чрез дните на тяхната обръщаемост. Равнището им отразява моментно състояние към датата на съставяне на съответния баланс и то може да варира спрямо обичайното си ниво. За да се изгледят тези флукуации, за целите на оценката е приложен средният исторически брой дни за събиране на вземанията, съответно плащане на задълженията. Обръщаемостта на вземанията в дни за всяка отчетна година е изчислена на база приходите от основна дейност и нейната средна стойност за ретроспективния период е 31 дни. Обръщаемостта на задълженията в дни е определена спрямо основните оперативни разходи (без разходите за амортизации, непаричните разходи за провизии и обезценки и сумите с корективен характер) и средната ѝ историческа стойност е 58 дни.

В първата година на следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба №41 е направено допускането, че размерът на НОК ще е равен на достигнатото ниво през 2026 г. и изменението му в целия терминален период ще е нула.

Таблица 34: Нетен оборотен капитал

НОК (ХИЛ. ЛВ.)	2016	2017	2018	2019	2020	6.2021	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Материални запаси	17 057	16 939	17 685	18 672	16 897	16 697	17 325	18 174	18 828	19 468	20 110	18 470	18 470
годишно изменение, %	-	-0.7%	4.4%	5.6%	-9.5%	-	2.5%	4.9%	3.6%	3.4%	3.3%	-8.2%	0.0%
дъл от приходите от основна дейност, %	20.7%	18.5%	16.6%	16.3%	19.0%	-	13.2%	14.2%	16.7%	16.1%	15.8%	14.1%	20.1%
Текущи вземания	5 545	8 279	9 716	8 566	8 517	10 991	11 121	10 878	9 451	9 802	10 094	7 050	7 050
годишно изменение, %	-	49.3%	17.4%	-11.8%	-0.6%	-	30.6%	-2.2%	-13.1%	3.7%	3.0%	-30.2%	0.0%
обръщаемост на вземанията, дни	25	33	33	27	35	34	31	31	31	31	31	31	31
Текущи задължения	9 815	10 796	12 591	15 214	12 977	12 725	13 163	13 866	14 493	15 151	15 723	11 728	11 728
годишно изменение, %	-	10.0%	16.6%	20.8%	-14.7%	-	1.4%	5.3%	4.5%	4.5%	3.8%	-25.4%	0.0%
обръщаемост на задълженията, дни	52	57	60	64	60	58	58	58	58	58	58	58	58
Нетен оборотен капитал	12 787	14 422	14 810	12 024	12 437	14 963	15 283	15 186	13 786	14 119	14 481	13 792	13 792
годишно изменение, %	-	12.8%	2.7%	-18.8%	3.4%	-	22.9%	-0.6%	-9.2%	2.4%	2.6%	-4.8%	0.0%
ПРОМЯНА В НОК	(3 910)	1 635	388	(2 786)	413	2 526	2 846	(97)	(1 400)	333	362	(689)	-

4.1.7. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор се използва като мярка за възвръщаемостта, която съответният инвеститор би търсил при съответно ниво на риск. За определяне на подходящ дисконтов фактор обикновено се използва изискваната възвръщаемост на инвестиция с подобни характеристики и сравнимо ниво на риск.

При използването на непрекия метод за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на среднопретеглената цена на капитала на дружеството (СПЦК, WACC) – цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на Дружеството.

Формулата за среднопретеглената цена на капитала е следната:

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

където:

Re - цена на собствения капитал;

Rd - цена на привлечения капитал;

E - стойност на собствения капитал;

D - стойност на привлечения капитал;

V = E + D;

E/V - дял на собствения капитал;

D/V - дял на привлечения капитал;

Tc - корпоративна данъчна ставка.

Анализът на отчета за финансовото състояние на Дружеството показва, че то финансира дейността си както посредством елементите на собствения капитал (акционерен капитал и реализирана печалба), така и с помощта на привлечен капитал. Като привлечен капитал се разглеждат всички задължения по получени заемни средства, като не се включват безлихвените задължения, както и тези към доставчиците или към персонала, тъй като тяхното възникване и погасяване е свързано по-скоро с обичайната търговска дейност на Дружеството, а не с финансовата му структура. В привлечения капитал не влизат и квазизадълженията от типа финансираня, приходи за бъдещи периоди, както и отсрочени или просрочени задължения, свързани с данъци и осигуровки.

Таблица 35: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2016 – 30.06.2021 г.

хил. лв	2016	2017	2018	2019	30.06.2020	2020	30.06.2021
Собствен капитал	286 498	273 502	320 433	326 842	316 549	303 852	320 253
Лихвоносен дълг	127 909	118 680	61 823	53 725	50 365	36 040	27 800
Дял на собствения капитал	69.13%	69.74%	83.83%	85.88%	86.27%	89.40%	92.01%
Дял на дълга	30.87%	30.26%	16.17%	14.12%	13.73%	10.60%	7.99%

Както е видно от Таблица 35, за Дружеството е характерно използване на преобладаващо собствен капитал в капиталовата му структура.

При определянето на относителните дялове на собствения и привлечения капитал са използвани техните балансови стойности. Използването на пазарните стойности в случая е неприложимо, доколкото привлеченият капитал е под формата на банкови кредити, заеми от свързани лица и лизинг, които не са търгуеми и нямат пазарна цена, а използването на пазарна стойност на собствения капитал и сравнението ѝ с балансовата стойност на дълга би било неконсистентно.

В Таблица 36 са представени стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозен период. Като база е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансова стойност на амортизируемите активи, нетен оборотен капитал и парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на амортизируемите активи към края на съответния период са равни на тези в Таблица 32, а стойностите на нетния оборотен капитал – на тези в Таблица 34.

Величината на паричните средства е получена като разлика между: (а) сумата на собствения капитал, лихвоносния дълг и стойността на другите пасиви и (б) сумата на неамортизируемите активи, нетния оборотен капитал и другите активи.

Другите активи се състоят от инвестиционни имоти (13,226 хил. лв. към края на 2020 г.), положителна репутация (9,130 хил. лв. към края на 2020 г.), активи по отсрочени данъци и дългосрочни предплатени разходи (общо 90 хил. лв. към края на 2020 г.), както и активи, държани за продажба (1,157 хил. лв. към края на 2020 г.). Общата сума на тези активи е 23,603 хил. лв. към края на 2020 г. По отношение на тях не се предвижда промяна в рамките на прогнозния период.

За получения инвестиран капитал на Дружеството са прогнозирани и източниците за финансирането му – собствен капитал и лихвоносен дълг.

Прогнозата за собствения капитал за 2021 г. се базира на стойността му към края на 2020 г. и прогнозирания размер на нетната печалба (НП) за същия период. Този подход е приложен и за останалите планови години – към стойността на собствения капитал от предходния период е добавена НП за текущия. За целия прогнозен период е заложено 100% реинвестиране на НП.

НП за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) се извадят разходите за лихви и разходите за данъци. Разходите за лихви са изчислени като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга 2.709% за целия прогнозен период.

Разходите за данъци се определени като прогнозната данъчна ставка от 10% се умножи по разликата между ЕБИТ и разходите за лихви.

Стойността за лихвоносния дълг за прогнозния период е получена на база погасителните планове за текущия и нетекущия лихвоносен дълг на Групата. Финансирането на инвестициите и оборотния капитал ще се прави преимуществено със собствен капитал и само при необходимост с лихвоносен дълг. Прогнозните парични потоци на Дружеството са положителни и в разчетите не е предвиден нов дълг.

Другите пасиви включват дългосрочни и краткосрочни финансираня, отсрочени данъчни пасиви, дългосрочни задължения при пенсиониране, дългосрочни предплатени разходи, провизии и други дългосрочни пасиви на обща стойност 13,243 хил. лв. към 31 декември 2020 г. Сред тях най-голям дял имат отсрочените данъчни пасиви – 10,563 хил. лв. Не се предвижда другите пасиви да се променят в рамките на прогнозния период.

Таблица 36: Прогноза за инвестирания капитал и източниците на финансирането му за периода 2021 – 2026 г.

Период, хил. лв.	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f
Балансова стойност на НФА	312 805	318 030	331 334	325 495	320 985	318 116
Нетен оборотен капитал	15 283	15 186	13 786	14 119	14 481	13 792
Парични средства	10 830	24 832	16 651	30 485	43 718	100 472
<i>годишно изменение</i>	-	129.3%	-32.9%	83.1%	43.4%	129.8%
Други активи	23 603	23 603	23 603	23 603	23 603	23 603
<i>годишно изменение</i>		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо инвестиран капитал	362 521	381 651	385 374	393 702	402 787	455 983
Собствен капитал	338 522	364 510	372 131	380 459	389 544	442 740
Коефициент на изплащане на дивиденди	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Лихвоносен дълг	10 756	3 898	0	0	0	0
Разходи за лихви	634	198	53	0	0	0
<i>Ефективен лихвен процент,%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>
Други пасиви	13 243	13 243	13 243	13 243	13 243	13 243
<i>годишно изменение</i>		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо финансиране	362 521	381 651	385 374	393 702	402 787	455 983

Изчисленото съотношение на собствения и привлечения капитал дава капиталовата структура, използвана за определяне на среднопретеглената цена на капитала.

Таблица 37: Капиталова структура на Дружеството за периода 2021 – 2027 г.

хил. лв	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Собствен капитал	338 522	364 510	372 131	380 459	389 544	442 740	448 960
Лихвоносен дълг	10 756	3 898	0	0	0	0	0
<i>Дял на собствения капитал</i>	<i>96.92%</i>	<i>98.94%</i>	<i>100.00%</i>	<i>100.00%</i>	<i>100.00%</i>	<i>100.00%</i>	<i>100.00%</i>
<i>Дял на дълга</i>	<i>3.08%</i>	<i>1.06%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>

Методологията за определянето на цената на собствения капитал се базира на методологията за теорията на оценяването на проф. Асуат Дамодаран от Университета в Ню Йорк. Той е автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т.нар. „развиващи се пазари“. На своята Интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> професорът публикува актуални оценки на премиите за риск на развитите и развиващите се пазари, базирани на историческите данни за рисковата премия за акциите на развитите пазари и кредитния рейтинг на съответния развиващ се пазар. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори и институции, сред които са Световната банка и Международният валутен фонд. Методологията и оценките на проф. Дамодаран са използвани и при редица оценки на български компании и/или ценни книжа.

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

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

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвръщаемост;

β – „бета“;

R_m – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

R_b – премия за риска на съответната държава.

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

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

За определяне на рисковата премия за развит пазар са използвани данни от уеб сайта на проф. Дамодаран, посочен по-долу, актуални към октомври 2021 г. (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (TTM), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години.

Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавно линеен преход от стойността на коефициента на изплащане на дивиденди за последния месец и постоянен коефициент на изплащане на дивиденди.

Според Търговия предложител, този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните исторически периоди. Така например в периоди на ниска инвестиционна активност, компаниите често предпочитат да раздават по-високи дивиденди, вместо да държат излишен кеш, като понякога коефициентът на изплащане на дивиденди дори може да надхвърля единица (когато освен текущата, се разпределят и печалби от минали години). Обратното, в периоди на инвестиционен бум компаниите ограничават стойността на дивидентите и предпочитат да реинвестират печалбата и така да увеличават стойността на компаниите в бъдеще.

На база на горното, използваната за целите на оценката стойност на премията за развит пазар е 4.84% към октомври 2021 г. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Премията за странови риск е изчислена на база на коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа1, какъвто е рейтингът на България според Moody's, и безрисковата норма на възвръщаемост. Текущите данни на проф. Дамодаран към месец юли 2021 г. сочат, че правителствените облигации на България се търгуват с рискова премия от 132 пункта (1.32%) над тези с рейтинг ААА.

Така получената надбавка може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента на волатилност на съответния пазар на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло).

За горното изчисление са използвани данните на проф. Дамодаран ([www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly21.xlsx_sheet „Equity vs Govt Bond vol“](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly21.xlsx_sheet_„Equity_vs_Govt_Bond_vol“)) за стандартното отклонение, съответно коефициента на волатилност за България. На база на тези

изчисления, крайната стойност на премията за странови риск, използвана в настоящата оценка, възлиза на 4.87%. Конкретните изчисления са представени в таблицата по-долу:

Таблица 38: Рискова премия за пазар на акции, България

№	Показател	Стойност
1	Държава	България
2	Кредитен рейтинг по Мудис	Vaa1
3	Рискова премия за дълг, базирана на кредитния рейтинг	1.32%
4	Стандартно отклонение на пазара на акции, България (на седмична база)	19.80%
5	Стандартно отклонение на пазара на облигации България	5.37%
6	Коефициент на волатилност ($\sigma_{Equity}/\sigma_{Bond}$, =5/4)	3.6872
7	Рискова премия за пазар на акции, България (=3*6)	4.87%

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

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

За целите на настоящата Обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Конгломерати/Diversified“ относно дружества от развиващи се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.43. За българския пазар, който е нисколиквиден и неефективен, подходящо е използването на „бета“ именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни са от посочената страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираната за дълг „бета“ е калкулирана в съответствие с капиталовата структура на ИХ България АД съгласно счетоводния отчет към 30 юни 2021 г. За определяне на коефициента „дълг/собствен капитал“ е използван лихвоносният дълг, включващ краткосрочните и дългосрочни: *задължения към финансови институции (включително деривативни задължения по лихвен суап), задължения по лизинг и задължения към свързани лица*.

Калкулацията на коригирана за дълг „бета“ е извършена по следния начин:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + (D/E) * (1 - t))$$

където:

β_l – коригирана за дълг (re-levered) „бета“ на ИХ България АД;

β_u – пазарна бездългова (unlevered) „бета“;

D/E – съотношение дълг/собствен капитал за ИХ България АД;

t – ефективна корпоративна данъчна ставка.

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

Таблица 39: Определяне на цената на собствения капитал

Но	Показател	Стойност
1	Безрискова доходност	-0.1144%
2	Рискова премия за развит пазар	4.84%
3	Премия за странови риск	4.87%
4	Сектор	конгломерати/diversified
5	Обща Бета без дълг (за emerging market)	0.43
6	Ефективна данъчна ставка за компанията	10%
7	Собствен капитал на компанията към 30.06.2021	320 253
8	Дългосрочен лихвоносен дълг на компанията към 30.06.2021	12 292
9	Краткосрочен лихвоносен дълг на компанията към 30.06.2021	15 508
10	Общо лихвоносен дълг на компанията към 30.06.2021 (=8+9)	27 800
11	Съотношение "дълг/собствен капитал" за компанията (=10/7)	8.68%
12	Бета с дълг (=5*(1+(1-6)*11)	0.46
13	Цена на собствения капитал (=1+12*2+3)	7.0000%

За целите на оценката на цената на привлечения капитал са използвани данни за изискваните от търговските банки лихви по отпускани кредити на компании, сравними по големина и финансово състояние с ИХ България АД.

За целта е направено проучване за средния размер на лихвите, отпускани от търговските банки на дружества от типа на оценяваното. То показва, че размерът на лихвените нива варира между 2% и 3%, в зависимост от кредитополучателя, срока и обезпечението.

Поради намаляващия лихвен марж по кредитите и сравнително ниската задължнялост на Дружеството, за прогнозния период е заложена цена на привлечения капитал от 2.709%. Тази стойност кореспондира и с актуалния ефективен лихвен процент по кредитите на Дружеството.

В Таблица 40 е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнозния период целева капиталова структура и стойностите на финансиране със собствен и привлечен капитал.

При финансирането с дългов капитал е отчетен данъчният ефект от признаването на финансовите разходи за лихви за данъчни цели. Използваната данъчна ставка е 10% за целия период.

Таблица 40: Определяне на среднопретеглената цена на капитала (СПЦК)

Показател	2 021f	2 022f	2 023f	2 024f	2 025f	2 026f	2 027f
Източници на финансиране - съотношение							
Собствен капитал	96.92%	98.94%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Привлечен капитал	3.08%	1.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Стойност на финансирането							
Собствен капитал	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%
Привлечен капитал	2.709%	2.709%	2.709%	2.709%	2.709%	2.709%	2.709%
Ефективна данъчна ставка	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Стойност на финансирането след данъци							
Собствен капитал	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%
Привлечен капитал	2.4400%	2.4400%	2.4400%	2.4400%	2.4400%	2.4400%	2.4400%
Среднопретеглена цена на капитала							
Собствен капитал	6.780%	6.930%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%
Привлечен капитал	0.080%	0.030%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
СПЦК	6.860%	6.960%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%	7.000%
СПЦК - осреднено				6.970%			

Полученият осреднен резултат за среднопретеглената цена на капитала е използван като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД.

4.1.8. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (g)

Съгласно чл. 11 от Наредба № 41, при използване на метода на дисконтираните парични потоци прогнозните такива се определят за всяка година, като се разграничават два периода - прогнозен и следпрогнозен. Следпрогнозният период (наричан още терминална стойност) обхваща годините след изтичането на прогнозния период. Това е периодът, за който се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността и затова се прогнозира, че паричните потоци ще останат постоянни или ще се променят с устойчив темп.

Терминалната стойност се определя по формулата:

$$\frac{FCFE_n * (1 + g_{n+1})}{(WACC_{n+1} - g_{n+1})}$$

където:

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

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

Съгласно една от авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСР до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очакваният растеж на световната икономика за периода 2027-2060 г. е 1.9% средногодишно.

За определяне на темповете на растеж, с които българската икономика ще изпреварва световната, са използвани данни за дългосрочния лихвен процент за оценка на степента на конвергенция, изчисляван от Българската народна банка (БНБ). Дългосрочният лихвен процент се определя на базата на доходността до падежа по дългосрочните правителствени ценни книжа. Прилаганите указания за изчисление на този дългосрочен лихвен процент са разработени от БНБ съгласно изискванията на Европейската централна банка и са съгласувани с Министерството на финансите.

Съгласно публикуваните данни на БНБ (<https://bnb.bg/Statistics/StStatisticalBD/index.htm?FILTERSANDVALUES=%27FREQ=D%27&KEYFAMILY=LTIR>), стойността на дългосрочния лихвен процент към датата на Обосновката е равен на 0.25%. Сравнението на тази стойност с доходността на дългосрочните германски правителствени ценни книжа, използвани като безрискова доходност (минус 0.1144%) показва, че спредът между двете стойности е 0.3644%, което отразява дългосрочния процес на конвергенция. Този спред, закръглен в посока нагоре до 0.4%, е използван като надбавка над прогнозирания ръст на световната икономика от 1.9%, като така получената стойност от 2.3% е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период.

На база на този спред е заложено, че българската икономика ще расте с около ½ по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2027 – 2060 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии.

4.1.9. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

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

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

където:

D – дисконтов фактор за съответния прогнозен период;

r – норма на дисконтиране (WACC);

i – степенен фактор.

Степенният фактор се определя като частно на броя дни между датата на Обосновката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366). Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

Пример: За първия прогнозен период броят дни между датата на Обосновката (12.10.2021 г.) и края на първия прогнозен период (31.12.2021 г.) е 80, съответно частното между 80 и 365 (броят дни за 2021 г.), закръглено до 6 знак е 0.219178. Конкретните изчисления са показани в таблицата по-долу:

Таблица 41: Определяне на релативния дисконтов фактор

Показател	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
СПЦК	6.97%	6.97%	6.97%	6.97%	6.97%	6.97%	6.97%
Дисконтов фактор $(=1/(1+СПЦК))$	0.934842	0.934842	0.934842	0.934842	0.934842	0.934842	0.934842
Брой дни	80	445	810	1 176	1 541	1 906	2 271
Степенен фактор	0.219178	1.219178	2.219178	3.213115	4.221918	5.221918	6.221918
Релативен дисконтов фактор	0.985341	0.921138	0.861118	0.805339	0.752418	0.703392	0.657560

От получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения на Дружеството към 30 юни 2021г. (дългосрочни и краткосрочни заеми към свързани лица, дългосрочни и краткосрочни банкови кредити, дългосрочните и краткосрочни задължения по лизинг и дългосрочните и краткосрочни деривативни финансови пасиви), както и стойността на неконтролиращото участие към 30 юни 2021 г. и е прибавена сумата на паричните средства към края на същия период, като по този начин е получена стойността на продължаващата дейност на Дружеството.

За да се получи стойността на Дружеството за притежателите на обикновени акции съгласно изискванията на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41 на КФН, към получената по-горе стойност е прибавена балансовата стойност на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван финансов отчет – 30 юни 2021 г. Използването на балансовата стойност в случая е допустимо, доколкото балансовата стойност на неоперативните активи е 0.31%, т.е. под 10% от балансовата стойност на всички активи към датата на последния публикуван финансов отчет – 30 юни 2021 г. Подробни разчети са представени в следващата таблица:

Таблица 42: Оценка на акциите на ИХ България АД по метода на дисконтираните парични потоци, хил. лв.

Показател	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31/12/2027
ЕБИТ	39 156	29 074	8 521	9 253	10 094	59 107	6 911
Данъци	3 916	2 907	852	925	1 009	5 911	691
NOPLAT (ЕБИТ след данъци)	35 240	26 167	7 669	8 328	9 085	53 196	6 220
Амортизация	12 738	12 621	13 047	14 237	14 283	14 507	6 781
Инвестиции	-7 707	-17 845	-26 352	-8 397	-9 772	-10 084	-6 781
Изменение на оборотния капитал	-2 846	97	1 400	-333	-362	689	0
Нетни парични потоци	37 425	21 040	-4 236	13 835	13 234	58 308	6 220
Дисконтов фактор	0.985341	0.921138	0.861118	0.805339	0.752418	0.703392	0.657560
Дисконтирани НПП (DCF)	36 876	19 381	-3 648	11 142	9 957	41 013	4 090
Настояща стойност на DCF	118 811						
Терминална стойност	89 595						
ДНПП към датата на Обосновката	208 406						
Стойност на дългосрочния и краткосрочен лихвоносен дълг към 30.06.2021г.	27 800						
Стойност на неконтролиращото участие към 30.06.2021г.	2 045						
Стойност на паричните средства към 30.06.2021г.	8 133						
Стойност на продължаващата дейност на компанията към датата на Обосновката	186 694						
Стойност на неоперативните активи към 30.06.2021г.	1 156						
Стойност за акционерите	187 850						
Брой акции в обращение	96 808 417						
Стойност за акционерите на една акция (лв.)	1.940 лв						

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

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

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

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

За определянето на цената на една акция на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД по този метод са използвани данни от последния публикуван консолидиран финансов отчет за второто тримесечие на 2021 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции към тази дата са 107,400,643 броя. След като от тях на основание разпоредбата на Параграф 1, т. 3 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 се приспадне броят на обратно изкупените акции (10,592,226 броя), то броят на акциите в обращение е 96,808,417 броя.

Няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД.

Таблица 43: Оценка на акциите на ИХ България АД по метода на нетната стойност на активите

хил. лв.	Стойност
Сума на активите	373 711
Сума на дългосрочните задължения	28 317
Сума на краткосрочните задължения	25 141
Неконтролиращо участие	2 045
Нетна стойност на активите	318 208
Брой акции в обращение	96 808 417
Нетна стойност на активите на една акция	3.287 лв

4.3. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА СХОДНИ ДРУЖЕСТВА

4.3.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Един от подходите за непосредствено определяне стойността на акциите на дадено дружество е използването на един или повече модели, които сравняват обекта на оценката с инвестиция в сходно дружество. При модела на пазарните множители на сходно предприятие се сравняват рисковият профил и потенциалът за растеж на оценяваната компания с тези на избрани сравними публични дружества. Пазарните множители за сходни предприятия дават индикация за това колко би платил за компанията един информиран инвеститор на ефективен пазар. Тези множители впоследствие се прилагат към оперативните характеристики на оценяваното дружество, за да се достигне до заключение за неговата стойност.

4.3.2. ИЗБОР НА СХОДНИ ДРУЖЕСТВА

Най-съществената стъпка при прилагането на този модел е изборът на сходни дружества (аналози), които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваната компания.

Дружествата-аналози трябва да са в същия сектор от икономиката, в който оперира оценяваната компания, да предлагат сходно портфолио от продукти/услуги, да имат подобно географско покритие, сравним размер на приходите и активите и подобна балансова структура. Други важни фактори при избора на подходящи сходни дружества е те се търгуват на регулиран пазар, за да бъдат изчислени пазарните им множители, да осигуряват прозрачност и да предоставят навременна и надеждна информация за своята дейност.

Селекцията на сходни компании традиционно стартира с подбор на дружества с аналогичен предмет на дейност и географски пазар, която впоследствие допълнително се прецизира, за да включва само компании със сравним размер на операциите и приходите, балансовата структура и пазарните коефициенти.

ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е създаден като приватизационен фонд с цел придобиване на компании от масовата приватизация и последващото им управление и развитие. Самият холдинг не извършва стопанска дейност, а приходите му на индивидуална база се формират от дивиденди, от операции с инвестиции и от лихви по отпуснати заеми на дъщерните дружества. По тези си характеристики Дружеството прилича на останалите търгувани на БФБ холдинги, сред които следва да се търсят и подходящи дружества-аналози.

Стара Планина Холд АД е един от най-големите бивши приватизационни фондове. Основните инвестиции на групата са производителите на хидравлично оборудване М+С Хидравлик и Хидравлични елементи и системи (ХЕС), както и заводът за стартерни и тягови батерии Елхим Искра. Около 60% от приходите на дъщерните дружества на холдинга са от износ за ЕС. Най-значимото дружество за групата е М+С Хидравлик, което генерира 50% от консолидираните продажби и над 60% от ЕБИТДА (печалба преди амортизации, лихви и данъци). И трите основни компании на холдинга са листвани на БФБ. Останалите дружества в портфейла на Стара Планина Холд АД са сравнително малки по размер, но намаляват печалбите на холдинга. Сред тях са производителят на етерични масла Българска Роза-Карлово, русенският производител на чорапи Фазан, трикотажното предприятие Боряна - Червен бряг; Винпром-Велико Търново и свищовският производител на резервни части Устрем.

Индустриален Капитал Холдинг АД е правопреемник на ПФ Индустиален капитал, създаден с цел участие в масовата приватизация. Инвестициите на холдинга са фокусирани в индустриални компании, опериращи в сектора на машиностроенето. Дъщерните му дружества включват производителя на металорежещи машини Силома АД, Силистра и производителя на крепежни елементи и изделия Руболт

АД, Русе. Освен това холдингът държи значителни (над 30%) дялове в казанлъшкото М+С Хидравлик АД, което е сред световните лидери в хидравличното машиностроене, в севлиевския производител на медни проводници и оптични кабели ЕМКА АД, както и в производителя на абразивни инструменти (режещи дискове) ЗАИ – Берковица. Акциите на ЕМКА АД и М+С Хидравлик АД се търгуват на БФБ.

Доверие Обединен Холдинг АД е една от най-големите холдингови структури в България, обединяваща множество дружества от различни отрасли на икономиката в няколко населени места на територията на България и ВС Moldindconbank S.A. – втората по големина банка в Република Молдова. Холдингът притежава изцяло две подхолдингови дружества, а чрез тях няколко производствени компании в различни сектори. В портфейла влизат банка, здравноосигурителни фондове, болница и медицински център. Сред по-големите активи са Доверие – Брико (магазините Мг.Вricolage), ОЗОФ Доверие ЗАД, МБАЛ Доверие.

В следващата таблица е направен сравнителен анализ на някои основни финансови показатели на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД и посочените компании. Информацията в нея е базирана на последните публикувани междинни неаудирани консолидирани финансови отчети към 30 юни 2021 г. за ИХ България АД, за Стара Планина Холд АД, Доверие Обединен Холдинг АД и Индустриален Капитал Холдинг АД.

Таблица 44: Основни финансови показатели на ИХ България АД и потенциални аналози

Показател	ИХБ (30.06.2021)	Стара Планина Холд (30.06.2021)	Индустриален Капитал Холдинг (30.06.2021)	Доверие Обединен Холдинг (30.06.2021)
Брой акции в обращение	96 808 417	20 723 735	15 764 544	21 499 855
Последна цена на затваряне (лв. за акция)	2.00 лв.	10.00 лв.	2.90 лв.	7.50 лв.
Пазарна капитализация (хил. лв.)	193 617	207 237	45 717	161 249
Нетни приходи от продажби (ТТМ), хил. лв.	112 557	243 278	262 794	157 775
Продажби на една акция (ТТМ), лв	1.163 лв.	11.739 лв.	16.670 лв.	7.338 лв.
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА, ТТМ), хил. лв.	29 708	48 421	40 111	п.а.
ЕБИТДА марж, %	26.39%	19.90%	15.26%	-
ЕБИТДА на една акция (ТТМ), лв.	0.307 лв.	2.336 лв.	2.544 лв.	-
Нетна печалба/ загуба, принадлежаща на групата (ТТМ), хил. лв.	14 913	13 075	5 888	28 423
Нетен марж, %	13.25%	5.37%	2.24%	18.01%
Нетна печалба/ загуба на групата (ТТМ) на една акция, лв.	0.154 лв.	0.631 лв.	0.373 лв.	1.322 лв.
Общо активи (хил. лв.)	373 711	254 043	208 319	2 288 956
Активи на една акция, лв.	3.860 лв.	12.259 лв.	13.214 лв.	106.464 лв.
Собствен капитал (без неконтролиращо участие, хил. лв)	318 208	104 761	59 858	262 449
Балансова стойност на една акция, лв	3.287 лв.	5.055 лв.	3.797 лв.	12.207 лв.
Лихвоносен дълг (хил. лв.)	27 800	1 496	2 888	57 067

От отчетите на Доверие Обединен Холдинг АД е видно, че след придобиването и консолидирането на Moldindconbank S.A. в рамките на холдинга, основната част от активите, приходите и печалбата на холдинга идват от финансова дейност, а не от производствена и търговска такава. Това го прави неподходящо като дружество-аналог. Затова и по-нататъшните изчисления за определянето на цената на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД по метода са направени при използването на Стара Планина Холд АД и Индустриален Капитал Холдинг АД като сходни дружества.

4.3.3. ИЗПОЛЗВАНИ ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ

Съгласно чл. 17 от Наредба № 41 на КФН при оценката на дадено дружество на базата на сходни дружества (аналози) се използват следните пазарни множители - множител на съотношението „цена/печалба“ (P/E), множител на съотношението „цена/счетоводна стойност“ (P/B), множител на съотношението „цена/приходи от продажби“ (P/S) и множител на съотношението „стойност на предприятието/печалба преди лихви, данъци и амортизации“ (EV/ЕБИТДА). Пазарните множители се изчисляват въз основа на пазарни цени на сходното дружество, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател

за последния ден, през който са сключени сделки през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

За целите на оценката на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ по този метод в следващата таблица са посочени стойностите на всички посочени множители, изчислени на база на финансовата информация и цените на акциите.

Таблица 45: Стойност на пазарните множители на избраните сходни дружества

Множител	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/B
Стара планина Холд	0.90	4.20	15.80	2.00
Индустриален Капитал Холдинг	0.20	1.10	7.80	0.80
Средно	0.550	2.650	11.800	1.400

Доколкото използването на множителите P/S и EV/ЕБИТДА би намалило значително стойността на една акция на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД по метода, а оттам – и справедливата цена, то с цел защита на правата на миноритарните акционери за целите на по-нататъшната оценка по метода в Обосновката се използват множителите P/E и P/B.

На база на посочените стойности на множителите P/E и P/B и съответните показатели от неаудитирания консолидиран отчет на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД към 30 юни 2021 г. е изчислена стойността на една акция на Дружеството по метода. Изчисленията са представени в следващата таблица:

Таблица 46: Стойност на една акция на ИХ България АД на база различните множители

ДАНИИ ЗА ИХ БЪЛГАРИЯ, 30.06.2021	P/S	EV/ЕБИТДА	P/E	P/B
Пазарен множител (средно)	0.55	2.65	11.80	1.40
Собствен капитал (без неконтролиращо участие, хил. лв.)	318 208			445 491
Продажби (хил. лв.)	112 557	61 906		
ЕБИТДА (хил. лв.)	29 708			
Стойност на предприятието (EV, хил. лв.)		78 726		
Нетна печалба, принадлежаща на Групата (на 12-месечна база, хил. лв.)	14 913		175 973	
Лихвоносен дълг (хил. лв.)	27 800	27 800		
Брой акции в обращение	96 808 417	96 808 417	96 808 417	96 808 417
Изчислена стойност за една акция, лв	0.64 лв.	0.53 лв.	1.82 лв.	4.60 лв.

4.3.4. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Крайната оценка на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД по метода на пазарните множители е получена чрез непрегледено осредняване на стойностите на една акция, получени чрез множителите „цена/печалба“ и „цена/счетоводна стойност“. Получените резултати са представени в следващата таблица:

Таблица 47: Оценка на акциите на ИХ България АД по метода на пазарните множители

Множител	Стойност на акция
P/E	1.820 лв.
P/B	4.600 лв.
Средно	3.210 лв.

5. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

При определяне на справедливата цена на Дружеството са заложили тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД. Предложителят счита, че използваните относителни тегла на оценъчните методи дават достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното Дружество.

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

- Метод на дисконтираните парични потоци – 40%;
- Метод на нетната стойност на активите – 30%;
- Метод на пазарните множители на сходни дружества – 30%.

Методът на дисконтираните парични потоци има по-голям относителен дял, тъй като той притежава преимущество при определянето на стойността на акциите на дружество, попадащо в категорията „действащо предприятие“, каквото е ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД. Основанията за това са следните:

- Методът на дисконтираните парични потоци отчита по-добре възможността на предприятието да генерира в бъдеще доходи за акционерите. При настоящото Предложение от важно значение за акционерите е да се оцени именно пазарният потенциал на бизнеса, което се постига най-добре чрез използването на този метод;
- При калкулирането на нетната настояща стойност на паричните потоци, методът на дисконтираните парични потоци взема под внимание (чрез величината на дисконтовия фактор) и рисковете за дадена инвестиция.

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

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

Методът на пазарните множители на сходни дружества е с по-ниско тегло, защото:

- при използването на метода оценяваното Дружество се сравнява с компании, които са подобни, но все пак са различни.

6. СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА

Изчислената стойност на една акция на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД съгласно различните оценъчни методи е посочена в следващата таблица:

Таблица 48: Стойност на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД

Метод	Тегло	Стойност за акция
ДНПП-FCFF	40%	1.940 лв.
Нетна стойност на активите	30%	3.287 лв.
Пазарни множители	30%	3.210 лв.
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	100%	2.725 лв.

7. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА

Съгласно чл. 5 на Наредба № 41 на КФН, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на Обосновката и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи.

Предложителят е използвал възможността, описана в чл. 5, ал. 2 от Наредба 41 на КФН и е използвал средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, използвана за обосновката по предходното търгово предложение, за чието публикуване КФН е наложила окончателна забрана, а именно периода 10 февруари 2021 – 10 август 2021 г.

Съгласно Параграф 1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на същата наредба, „акции, търгувани активно“ са акции, които отговарят едновременно на следните две условия:

а) за предходните шест месеца преди датата на обосновката (която дата за целите на определяне на справедливата цена на акции, търгувани активно е 10 август 2021 г.)

(аа) имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0.01% от общия брой издадени акции от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода, или

(бб) формират не по-малко от 1% от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода;

б) за предходните шест месеца преди датата на обосновката (която дата за целите на определяне на справедливата цена на акции, търгувани активно е 10 август 2021 г.) на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

(аа) сделки с акции на дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните 3 месеца преди датата на обосновката има сделки в поне 30 търговски сесии, или

(бб) броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от 30 търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, е не по-малко от 5.

Информация за описаните показатели на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е систематизирана в следващата таблица:

Таблица 49: Информация относно търговията с акции на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД

№	ПОКАЗАТЕЛ	Стойност
1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции	БФБ
2	Шестмесечен период преди датата на Обосновката (Периода), дати	10/02/2021 - 10/08/2021
3	Тримесечен период преди датата на Обосновката, дати	10/05/2021 - 10/08/2021
4	Брой търговски сесии за Периода	122
5	Средна претеглена цена на акция за Периода, лв	0.9499 лв.
6	Изтъргуван общ обем акции за Периода	19 294 353
7	Изтъргуван среднодневен обем акции за Периода	158 150
8	Брой издадени акции	107 400 643
9	Необходим брой акции за активна търговия (0.01% от броя издадени акции)	10 740
10	Общ реализиран оборот за Периода, лв.	18 328 415.17 лв.
11	Дял на реализирания оборот с акциите на ИХБ в общия оборот на всички акции, търгувани на БФБ за Периода, %	8.88%
12	Брой на търговските сесии за Периода, в които е имало сделки с акциите на ИХБ	97
13	Брой на търговските сесии за последните три месеца преди датата на Обосновката, в които е имало сделки с акциите на ИХБ	61
14	Брой на търговските сесии за Периода, в които е имало повече от 5 сделки с акциите на ИХБ	26

Акциите на Дружеството отговарят на критерия за среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0.01% от общия брой акции на Дружеството, тъй като среднодневният обем е 158,150 бр. акции, а минималното изискване е 10,740 бр. акции.

Акциите отговарят и на критерия за оборот, не по-малък от 1% от общия оборот на всички акции на БФБ, тъй като според данните от БФБ те формират около 8.88% от целия оборот с акции на БФБ. Така акциите на Дружеството изпълняват първото условие (буква „а“) от изискванията, посочени в Параграф 1, т. 1 на Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 за „акции, търгувани активно“.

Акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД покриват условието по буква „б“), подбуква „аа“ от горепосочените изисквания - сделки с акции на Дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в Периода (97 от 122 сесии), като през последните три месеца преди датата на обосновката (която дата за целите на определяне на справедливата цена на акции, търгувани активно е 10 август 2021 г.) има сделки в поне тридесет търговски сесии (сделки има в 61 сесии).

Акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД не покриват условието по буква „б“), подбуква „бб“ от горепосочените изисквания, като броят на сесиите с повече от пет сделки през шестмесечния период е по-малък от тридесет (26 сесии).

Акциите на Дружеството изпълняват второто условие (буква „б“) от изискванията, посочени в Параграф 1, т. 1 на Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 за „акции, търгувани активно“.

На база на горното, акциите на Дружеството изпълняват изискванията, посочени в Параграф 1, т. 1 на Допълнителните разпоредби на същата наредба за „акции, търгувани активно“ и съответно средната претеглена цена за 10 февруари-10 август 2021 г. е взета под внимание при определяне на цената на акциите по чл. 5 от Наредба № 41 по-долу.

8. ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО ЧЛ. 5 ОТ НАРЕДБА № 41

Като е видно от Раздел 7, акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД отговарят на определението за „активно търгувани“, следователно при определянето на справедливата цена на акциите следва да се вземе предвид и средната претеглена пазарна цена за периода.

Съгласно приложеното Удостоверение от БФБ, средната претеглена цена за периода от 10-02-2021 до 10-08-2021 е 0.9499 лв.

Цената на акциите на Дружеството съгласно чл. 5 от Наредба № 41 е получена като среднопретеглена стойност на цената по предходното изречение и стойността на акциите съгласно различните оценъчни методи, посочена в Раздел 6. Двете стойности са взети с равни тегла. Изчисленията са посочени в следващата таблица:

Таблица 50: Цена на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД

Метод	Тегло	Стойност за акция
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	50%	2.725 лв.
Средна претеглена цена през последните шест месеца, предхождащи датата на Обосновката	50%	0.9499 лв.
Цена за една акция съгласно чл. 5 от Наредба No 41, лв.	100%	1.837 лв.

9. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО

Съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 и ал. 2 от Наредба № 41, справедливата цена на акция е ликвидационната стойност, когато тя надвишава справедливата цена, определена по реда на чл. 5 от тази наредба, или когато Дружеството е в ликвидация или несъстоятелност. Оценка по метода на ликвидационната стойност се изготвя, когато основателно може да се допусне, че ликвидационната стойност ще е по-висока от цената, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41.

Въпреки че ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД не е в процес на ликвидация, нито в производство по несъстоятелност, са налице част от обстоятелствата, посочени в чл. 6, ал. 3, поради което БУЛЛС АД е възложил оценка на акциите на Дружеството по метода на ликвидационната стойност в съответствие с изискванията на Раздел V от Наредба № 41. Оценката е изготвена от АДВАНС ЕКСПЕРТНИ ОЦЕНКИ ООД в съответствие с чл. 18, ал. 3 от Наредба № 41 и е приложена към Търговото предложение.

За база на оценката е използван консолидираният междинен финансов отчет на Дружеството към 30 юни 2021 г. Обосновката за това е:

- поради голямата и разклонена структура на инвестициите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД (вкл. в дружества, регистрирани в чужбина) и разнообразните вътрешногрупови дейности, извеждането на ликвидационна стойност на база индивидуален отчет би могло да доведе до значителна субективност на оценката и намаляване на надеждността на изведените стойности;
- такава е обичайната оценителска практика при определяне на ликвидационната стойност на една акция за целите на търгови предлагания за дружества, които освен индивидуален, изготвят и консолидиран отчет;
- останалите методи за определяне на стойността на акциите на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД, приложени в настоящото Търгово предложение, са на консолидирана база и използването на индивидуална такава за ликвидационната стойност на акциите би довело до несъпоставимост на получените резултати;
- не на последно място, консолидираният междинен финансов отчет към 30 юни 2021 г. е последният публикуван от Дружеството отчет.

Целта на оценката е определяне на ликвидационната стойност на 1 акция от собствения капитал на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД и е изготвена само за целите на настоящото Търгово предложение.

Ликвидационната стойност на Дружеството е получена като сумата от ликвидационните стойности на неговите консолидирани активи е намалена с неговите текущи и нетекущи консолидирани пасиви, неконтролиращото участие по балансова стойност, разходите за ликвидация и всички законови вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Ликвидационната стойност на една акция е изчислена, като ликвидационната стойност на Дружеството е разделена на броя акции в обращение.

Ликвидационната оценка на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД, изготвена от АДВАНС ЕКСПЕРТНИ ОЦЕНКИ ООД за целите на това Търгово предложение, е основана на следните предположения:

- Дружеството се оценява като предприятие, което прекратява дейността си и се пристъпва към доброволна реализация на активите му;
- При оценката на неговите активи се търси онази стойност, която би се постигнала за разумен период от време, в който може да бъде намерен купувач и продавачът е принуден да продаде активите в текущото им състояние и местонахождение;
- От получените средства се погасяват всички приоритетни задължения на Дружеството, вкл. разходите по самата ликвидация, съставени от: разходи за счетоводни, правни и други консултантски услуги; разходи за поддържане състоянието на активите; разходи за възнаграждения на лицата, ангажирани с процеса на ликвидация и други.

Определената от независимия оценител ликвидационна стойност на една акция на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД за целите на това Търгово предложение е равна на 2,072 лв.

10. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Доколкото получената ликвидационна стойност на една акция е по-висока от цената, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41 и посочена в Раздел 8, то съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, справедливата цена на акция на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е равна на ликвидационната стойност на една акция – 2.072 лв.

С цел улеснение за миноритарните акционери при пресмятането и недопускане те да претърпят загуби от закръгления, предлаганата от Търговия предложител цена от 2.08 лв. е равна на справедливата цена за една акция, посочена по-горе, закръглена нагоре до втория знак.

11. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД е представена в Таблица 6 в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба № 41.

Данните към 31 декември 2018 г., 2019 г. и 2020 г. са от одитираните консолидирани годишни финансови отчети на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД, а тези към 30 юни 2020 г. и 2021 г. – от междинните консолидирани отчети към второто тримесечие на съответната година.

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

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

12. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

При изготвяне на настоящата Обосновка на цената на акциите е използвана информация от следните източници:

- Българска народна банка – <https://www.bnb.bg/>
- Министерство на финансите – <https://www.minfin.bg/>
- Българска фондова борса – <https://www.bse-sofia.bg/en/>
- Национален статистически институт – <https://www.nsi.bg/>
- Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) – <https://data.oecd.org/>
- Международен валутен фонд – <https://www.imf.org/en/Home>
- Балтийска борса (Baltic Exchange) – <https://www.balticexchange.com/en/index.html>
- Данни от публикувани финансови отчети на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД
- Данни от публикувани финансови отчети на СТАРА ПЛАНИНА ХОЛД АД
- Данни от публикувани финансови отчети на ИНДУСТРИАЛЕН КАПИТАЛ ХОЛДИНГ АД
- Данни от публикувани финансови отчети на ДОВЕРИЕ ОБЕДИНЕН ХОЛДИНГ АД
- Методика и данни от страницата на проф. Дамодаран – <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
- Информационна агенция Bloomberg – <https://www.bloomberg.com/europe>
- Рейтингова агенция Moody's – <https://www.moodys.com>
- Clarksons Research – <https://www.clarksons.com/services/research/>
- OpCost, BDO – <https://www.opcostonline.com/>
- Европейска комисия – <https://ec.europa.eu/>

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

ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ АД ОТГОВАРЯ СОЛИДАРНО С ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ВРЕДИ, ПРИЧИНЕНИ ОТ НЕВЕРНИ, НЕПЪЛНИ ИЛИ ЗАБЛУЖДАВАЩИ ДАННИ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.

ТЪРГОВИЯТ ПРЕДЛОЖИТЕЛ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА.

ЗА БУЛЛС АД



ДИМИТЪР ЖЕЛЕВ
(ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД)

ЗА "ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ" АД:



РАДОСЛАВА МАСЛАРСКА
(ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД)



МОМЧИЛ ТИКОВ
(ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР)