

ПРИЛОЖЕНИЕ №2  
КЪМ ДОГОВОР ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ  
МЕЖДУ „УНИФАРМ“ АД И „СОФАРМА“ АД  
ОТ 17 МАЙ 2018 Г.

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

**за преобразуване чрез вливане на „УНИФАРМ“ АД в „СОФАРМА“ АД**

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

**ДАТА НА ИЗГОТВЯНЕ НА ОЦЕНКАТА: 30.04.2018 Г.**

NOCHOB  
I. P.



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

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

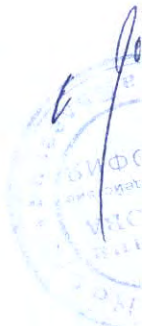
Таблица 1: Използвани методи за обосновка на справедливата цена на акциите на "Унифарм" АД:

Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	5.883	40%	2.353
Нетна стойност на активите	3.178	60%	1.907
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.260</b>

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

Съгласно чл. 5, ал. 1 на Наредба 41 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 акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван обем акции за период от шест месеца преди датата на обосновката, и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3. на същия член. Съгласно § 1 от същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които отговарят едновременно на следните две условия: а) за предходните шест месеца преди датата на обосновката: аа) имат минимален среднодневен обем на търговия в размер на най-малко 0,01% от общия брой акции на дружеството 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 на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода: аа) сделки с акциите на дружеството са сключени през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или бб) броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, е не по-малко от пет. Акциите на „Унифарм“ АД се търгуват на сегмент акции "Standard" на „Българска Фондова Борса – София“ АД. За периода 27.10.2017 г. до 27.04.2018 г. са изтъргувани 0 броя акции на Дружеството - (при 122 сесии на търговия). Предвид липсата на оборот с акциите на „Унифарм“ АД, изчислената цена не може да се базира на средната претеглена цена през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката.





Handwritten text in a rectangular box, likely a signature or official mark, located in the center of the page.



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

Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Среднопретеглена цена за последните шест месеца към 27.04.2018г.	4.267	50%	2.134
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	5.445	15%	0.817
Нетна стойност на активите	4.000	30%	1.200
Пазарни множители на дружествата-аналози	6.545	5%	0.327
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.478</b>

Таблица 3: Изчислено съотношение на замяна:

Съотношение на замяна	Цена за една акция в лв.
Справедлива цена на акция на "Унифарм" АД	4.260
Справедлива цена на акция на "Софарма" АД	4.478
<b>Съотношение на замяна на една акция на "Унифарм" АД срещу акции на "Софарма" АД</b>	<b>0.951317</b>

#### ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката е извършена към 30 април 2018 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

#### ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО

Обосновката на справедливата цена на „Софарма“ АД в ролята му на приемащо дружество е към дата 30.04.2018 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

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

Показател	Софарма	Унифарм
Брой акции в обръщение	125 764 919	6 000 000
Справедлива цена на акция (лв.)	4.478	4.260
Стойност на дружеството (лв.)	563 175 307	25 560 000
<b>Справедлива цена на приемащото дружество след вливането</b>		
Брой акции на приемащото дружество след вливането	125 835 099	
Справедлива стойност на Софарма АД след вливането (лв.)	563 489 572	
<b>Справедлива цена на акция на Софарма АД след вливането (лв.)</b>	<b>4.478</b>	

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ Е ОДОБРИЛА, НИТО Е ОТКАЗАЛА ОДОБРЕНИЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ И НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА И ПЪЛНОТАТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ОБОСНОВКАТА ДАННИ.

#### ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ

Две събития следва да бъдат отбелязани в това отношение:

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

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

Устав  
№ 10  
1992

ПРАВА СТРАНИЦА

10  
1992

1992



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

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

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

След изтичане на тримесечния срок по чл. 1576 от ЗППЦК общият брой на придобитите, съответно изкупени акции е **1 250 551 броя акции**.

Съгласно акционерна книга на „Унифарм“ АД към 30.04.2018 г. прякото участие на „Софарма“ АД в „Унифарм“ АД е **5 926 229 броя** или **98.77%** от акциите с право на глас в „Унифарм“ АД.

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

## 2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

### Основна информация за „Унифарм“ АД

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

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

### Силни и слаби страни

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

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





✓

RECEIVED



**ФИНАНСОВИ И ОПЕРАТИВНИ КОЕФИЦИЕНТИ**

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години, както и актуална информация на базата на последния финансов отчет към 30.03.2018 г., изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти (на консолидирана база):

**ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ**

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

За 2015-2017г. материалните запаси и търговските вземания запазват относително стабилен дял от 26-30% от размера на общите активи. Към 30.03.2018г. техният дял е нараснал до 39.6% от общите активи.

Таблица 5: Активи на „Унифарм“ АД

Актив в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Нетекущи активи, в т.ч.</b>	<b>11 799</b>	<b>11 370</b>	<b>10 623</b>	<b>10 249</b>
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	10 534	10 599	9 658	9 276
Нематериални активи	125	79	57	49
Инвестиции на разположение за продажба	1 029	582	802	818
Активи по отсрочени данъци	111	110	106	106
<b>Текущи активи, в т.ч.</b>	<b>8 738</b>	<b>8 503</b>	<b>9 807</b>	<b>12 361</b>
Материални запаси	2 950	2 707	2 911	4 085
Вземания от свързани предприятия	2 436	2 272	3 299	4 862
Търговски и други вземания	1 489	1 643	1 040	1 171
Парични средства и парични еквиваленти	1 863	1 881	2 557	2 243
<b>Сума на актива</b>	<b>20 537</b>	<b>19 873</b>	<b>20 430</b>	<b>22 610</b>

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

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

Нетекущите задължения намаляват в резултат на амортизиране на Разсрочения доход от финансиране. Текущите задължения се увеличават в резултат на нарасналия обем дейност на Дружеството.

Книга 6-7  
Листы 1  
Собор  
О



17

СВЯТЫЙ СИНД





Таблица 6: Пасиви на „Унифарм“ АД

Пасив в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Собствен капитал</b>	<b>17 726</b>	<b>17 098</b>	<b>18 346</b>	<b>19 070</b>
Основен акционерен капитал	6 000	6 000	6 000	6 000
Резерви	10 698	10 937	10 980	10 980
Преоценъчен резерв	104	128	41	57
Резерв от актюерски печалби/(загуби)	-214	-249	-316	-316
Натрупани печалби	1 138	282	1 641	2 349
<b>Не текущи задължения</b>	<b>1 283</b>	<b>949</b>	<b>967</b>	<b>950</b>
Провизии за задължения	399	414	513	513
Дългосрочни задължения към персонала	5	5	2	2
Разрочен доход от финансиране	879	530	452	435
<b>Текущи задължения</b>	<b>1 528</b>	<b>1 826</b>	<b>1 117</b>	<b>2 590</b>
Задължения към финансови институции	70	71	71	10
Задължения към свързани предприятия	40	4	51	3
Търговски и други задължения	371	559	155	1 587
Задължения към персонала и за социално осигуряване	623	606	656	668
Задължения за данъци	65	237	96	256
Разрочен доход от финансиране	359	349	88	66
<b>Сума на пасива</b>	<b>20 537</b>	<b>19 873</b>	<b>20 430</b>	<b>22 610</b>

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

#### РАЗМЕР НА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ

Приходи от продажби на “Унифарм” АД са без съществена промяна през периода 2015-2017г. в рамките на 19.6 млн. лв.

За първото тримесечие на 2018г. Дружеството реализира 5.6 млн. лв. приходи спрямо 4.8 млн. лв. приходи за същия период на 2017г.

Таблица 7: Приходи на „Унифарм“ АД

Приходи в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
Приходи от продажба на продукция	18 235	17 185	18 826	5 476
Приходи от продажби на услуги	287	199	181	47
Други оперативни доходи от дейността	1 150	685	627	87
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>19 672</b>	<b>18 069</b>	<b>19 634</b>	<b>5 610</b>

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

При разходите за продажби се наблюдава увеличение с темпове, подобни на тези на продажбите.



UNIVERSITY OF





Таблица 8: Разходи на „Унифарм“ АД

Разходи в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2017	30.3.2018
<b>Разходи за продажби</b>	<b>-18 402</b>	<b>-17 813</b>	<b>-18 136</b>	<b>-4 393</b>	<b>-4 902</b>
Разходи за материали	-8 100	-7 638	-8 107	-2 299	-3 110
Разходи за външни услуги	-2 384	-1 838	-2 064	-630	-953
Разходи за персонала	-5 462	-5 698	-5 608	-1 381	-1 385
Разходи за амортизация	-1 948	-1 951	-2 145	-535	-430
Други оперативни разходи	-318	-340	-416	-84	-70
Изменение на наличностите от продукция	-190	-348	204	536	1 046
<b>Финансови разходи</b>	<b>-3</b>	<b>54</b>	<b>319</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>Общо разходи</b>	<b>-18 405</b>	<b>-17 759</b>	<b>-17 817</b>	<b>-4 394</b>	<b>-4 902</b>
Печалба преди облагане с данъци	1 267	310	1 817	351	708
<b>Разходи за данъци</b>	<b>-129</b>	<b>-28</b>	<b>-176</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Нетна печалба за годината</b>	<b>1 138</b>	<b>282</b>	<b>1 641</b>	<b>351</b>	<b>708</b>
<b>Други компоненти на всеобхватния доход</b>					
Актьорски печалби/(загуби) по планове с дефинирани доходи	-39	-11	-67	0	0
Данък върху дохода, отнасящ се за друг всеобхватен доход	4	-24	0	0	0
Печалби/загуби от преоценка на финансови активи на разположение за продажба до справедлива стойност	-215	24	27	173	16
<b>Друг всеобхватен доход за годината, нетно от данък</b>	<b>-250</b>	<b>-11</b>	<b>-40</b>	<b>173</b>	<b>16</b>
<b>Общо всеобхватен доход за годината</b>	<b>888</b>	<b>271</b>	<b>1 601</b>	<b>524</b>	<b>724</b>

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

### ВЗЕМАНИЯ

Вземанията от клиенти и от свързани предприятия обуславят голяма част от краткосрочните вземания на Дружеството. През 2015 – 2017г. се наблюдава увеличение при вземанията от свързани предприятия, поради нарастването на възлагателното производство от свързани предприятия.

Таблица 9: Вземания на „Унифарм“ АД

Търговски и други вземания в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Краткосрочни вземания</b>				
Вземания от клиенти	1 181	1 466	896	934
Вземания от свързани предприятия	2 436	2 272	3 299	4 862
Данъци за възстановяване	152	66	43	52
Предплатени разходи	67	79	0	0
Предоставени гаранции	60	0	0	0
Предоставени аванси	12	16	49	67
Други	17	16	52	92
<b>Общо вземания</b>	<b>3 925</b>	<b>3 915</b>	<b>4 339</b>	<b>6 007</b>

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

### ЗАДЪЛЖЕНИЯ

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



MA BVA

MA BVA

MA BVA

## Таблица 10: Задължения на „Унифарм“ АД

Лихвени заеми и кредити в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Дългосрочни задължения</b>	<b>1 283</b>	<b>949</b>	<b>967</b>	<b>950</b>
Провизии за задължения	399	414	515	513
Дългосрочни задължения към персонала	5	5	0	2
Разсрочен доход от финансиране	879	530	452	435
<b>Краткосрочни задължения</b>	<b>1 528</b>	<b>1 826</b>	<b>1 117</b>	<b>2 590</b>
Задължения към финансови институции	70	71	71	10
Задължения към свързани предприятия	40	4	51	3
Търговски и други задължения	371	559	155	1 587
Задължения към персонала и за социално осигуряване	623	606	656	668
Задължения за данъци	65	237	96	256
Разсрочен доход от финансиране	359	349	88	66
<b>Общо лихвени заеми и кредити</b>	<b>2 811</b>	<b>2 775</b>	<b>2 084</b>	<b>3 540</b>

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

W. B. E. B. E. B. E. B.

UKA B. 1. 1. 1.

UKA B. 1. 1. 1.

UKA B. 1. 1. 1.



## ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица 11: Финансова информация за „Унифарм“ АД

Показател	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Данни от Отчета за доходите (в хил. лв.)</b>				
1 Приходи от продажби	18 522	17 384	19 007	5 523
2 Брутна печалба	438	-89	1 287	691
3 Други оперативни приходи	1 150	685	627	87
4 Промени в запасите от продукцията и завършено производство	-190	-348	204	1 046
5 Разходи за дейността	-17 894	-17 125	-17 924	-5 878
6 Други разходи за дейността	-318	-340	-416	-70
7 Печалба/загуба от оперативната дейност	1 270	256	1 498	708
8 Финансови приходи/разходи нетно	-3	54	319	0
9 Печалба/загуба преди разходи за данъци	1 267	310	1 817	708
10 Разходи за данъци	-129	-28	-176	0
11 Нетна печалба/загуба	1 138	282	1 641	708
12 Дивидент	900	-	-	-
<b>Данни от счетоводния Баланс (в хил. лв.)</b>				
13 Парични средства и парични еквиваленти	1 863	1 881	2 557	2 243
14 Материални запаси	2 950	2 707	2 911	4 085
15 Краткотрайни активи	8 738	8 503	9 807	12 361
16 Обща сума на активите	20 537	19 873	20 430	22 610
17 Краткосрочни задължения	1 528	1 826	1 117	2 590
18 Дълг	70	71	71	10
19 Пасиви (привлечени средства)	2 811	2 775	2 084	3 540
20 Собствен капитал	17 726	17 098	18 346	19 070
21 Оборотен капитал	7 210	6 677	8 690	9 771
22 Среднопретеглен брой акции (хил.)	6 000	6 000	6 000	6 000
<b>Коефициенти за рентабилност</b>				
23 Норма на брутна печалба (2/1)	0.0236	-0.0051	0.0677	0.1251
24 Норма на печалбата от оперативна дейност (7/1)	0.0686	0.0147	0.0788	0.1282
25 Норма на нетната печалба (11/1)	0.0614	0.0162	0.0863	0.1282
26 Възвращаемост на активите (11/16)	0.0554	0.0142	0.0803	0.0313
27 Възвращаемост на собствения капитал (11/20)	0.0642	0.0165	0.0894	0.0371
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>				
28 Обращаемост на активите (1/16)	0.9019	0.8748	0.9303	0.2443
29 Обращаемост на оборотния капитал (1/21)	2.5689	2.6036	2.1872	0.5652
30 Текуща ликвидност (15/17)	5.7186	4.6566	8.7798	4.7726
31 Бърза ликвидност ((15-14)/17)	3.7880	3.1742	6.1737	3.1954
32 Абсолютна (незабавна) ликвидност (13/17)	1.2192	1.0301	2.2892	0.8660
<b>Коефициенти за ливъридж</b>				
33 Коефициент Дълг / Общо активи (18/16)	0.0034	0.0036	0.0035	0.0004
34 Коефициент Дълг / Капитал (18/(18+20))	0.0039	0.0041	0.0039	0.0005
35 Коефициент Дълг / Собствен капитал (18/20)	0.0039	0.0042	0.0039	0.0005
36 Коефициент Общо активи / Собствен капитал (16/20)	1.1586	1.1623	1.1136	1.1856
<b>Коефициенти за една акция</b>				
37 Коефициент на Продажби за една акция (1/22)	3.0870	2.8973	3.1678	0.9205
38 Коефициент на Печалба за една акция (11/22)	0.1897	0.0470	0.2735	0.1180
39 Коефициент на Балансова стойност за една акция (20/22)	2.9543	2.8497	3.0577	3.1783
<b>Коефициенти за дивидент</b>				
40 Коефициент на изплащане на дивидент (12/11)	0.7909	-	-	-
41 Коефициент на задържане на печалбата	0.2091	1.0000	1.0000	1.0000
42 Дивидент на една акция (12/22)	0.1500	0.0000	0.0000	0.0000
<b>Коефициенти за развитие</b>				
43 Темп на прираст на продажбите	-0.0073	-0.0614	0.0934	0.2048
44 Темп на прираст на брутна печалба	-0.7361	-1.2032	-15.4607	1.5127
45 Темп на прираст на активите	-0.0367	-0.0323	0.0280	0.1067
<b>Пазарни коефициенти</b>				
46 Коефициент Цена/Продажби (X/37)	1.2702	1.3292	1.3574	4.6714
47 Коефициент Цена/Печалба (X/38)	20.6731	81.9362	15.7221	36.4407
48 Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/39)	1.3272	1.3514	1.4063	1.3529
X Пазарна цена на акциите (цена на затваряне в лв.) към дата на последна сделка	3.921 14.12.2015	3.851 19.12.2016	4.300 28.6.2017	4.300 28.6.2017

Източник: БФБ-София и одитирани годишни и неодитирани междинни финансови отчети на „Унифарм“ АД

На база последните отчети на „Софарма“ АД и „Унифарм“ АД към 30.03.2018г. е представена прогнозна финансова информация за „Софарма“ АД в ролята си на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели:

Uka Sp...

Uka Sp...

Uka Sp...



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

Индивидуални показатели в хил. лв.	30.3.2018	30.3.2018
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	48 899	54 422
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	888	975
3 Изменения в наличностите от продукция и незавършено производство	5 014	6 060
4 Разходи за суровини и материали	-17 471	-20 581
5 Разходи за външни услуги	-9 598	-10 551
6 Разходи за персонала	-10 374	-11 759
7 Разходи за амортизации	-4 050	-4 480
8 Други разходи за дейността	-615	-685
9 Печалба/загуба от оперативната дейност	12 693	12 693
10 Финансови приходи	415	415
11 Финансови разходи	-369	-369
12 Печалба/загуба преди разходи за данъци	12 739	13 447
13 Разходи за данъци	-1 031	-1 031
14 Нетна печалба/загуба	11 708	12 416
15 Дивидент	0	0
16 Парични средства и парични еквиваленти	2 044	4 287
17 Материални запаси	70 999	75 084
18 Краткотрайни активи	181 556	193 917
19 Обща сума на активите	596 950	619 560
20 Краткосрочни задължения	76 584	79 174
21 Дълг	71 068	71 078
22 Пасиви (привлечени средства)	106 888	110 428
23 Собствен капитал	490 062	509 132
24 Оборотен капитал	104 972	114 743
25 Среднопретеглен брой акции (хил)	129 149	129 226
<b>Коефициенти за рентабилност</b>		
26 Норма на печалбата от оперативна дейност (9/1)	0.26	0.23
27 Норма на нетната печалба (14/1)	0.24	0.23
28 Възвращаемост на активите (14/19)	0.02	0.02
29 Възвращаемост на собствения капитал (14/23)	0.02	0.02
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>		
30 Обращаемост на активите (1/19)	0.08	0.09
31 Обращаемост на оборотния капитал (1/24)	0.47	0.47
32 Текуща ликвидност (18/20)	2.37	2.45
33 Бърза ликвидност ((18-17)/20)	1.44	1.50
34 Абсолютна (незабавна) ликвидност (16/20)	0.03	0.05
<b>Коефициенти за една акция</b>		
35 Коефициент на Продажби за една акция (1/25)	0.38	0.42
36 Коефициент на Печалба за една акция (14/25)	0.09	0.10
37 Коефициент на Балансова стойност за една акция (23/25)	3.79	3.94
<b>Коефициенти за дивидент</b>		
38 Коефициент на изплащане на дивидент (15/14)	0.000	0.000
39 Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
40 Дивидент на една акция (15/25)	0	0
<b>Коефициенти за развитие</b>		
41 Темп на прираст на продажбите	N/A	N/A
42 Темп на прираст на брутната печалба	N/A	N/A
43 Темп на прираст на активите	N/A	N/A
<b>Коефициенти за ливъридж</b>		
44 Коефициент Дълг / Общо активи (21/19)	0.12	0.11
45 Коефициент Дълг / Капитал (21/(21+23))	0.13	0.12
46 Коефициент Дълг / Собствен капитал (21/23)	0.15	0.14
47 Коефициент Общо активи / Собствен капитал (19/23)	1.22	1.22
<b>Пазарни коефициенти</b>		
48 Коефициент Цена/Продажби (X/35)	N/A	N/A
49 Коефициент Цена/Печалба (X/36)	N/A	N/A
50 Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/37)	N/A	N/A
51 Пазарна цена на акциите	4.13	4.13

STAMPED AREA

STAMPED AREA

STAMPED AREA



Таблица 14: Финансова информация за „Софарма“ АД на консолидирана база

Консолидирани показатели в хил. лв.	31.12.2017	31.12.2017
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	1 017 105	1 017 105
2 Други приходи/(загуби) от дейността, нетно	6 684	6 684
3 Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	8 741	8 741
4 Разходи за материали	-90 153	-90 153
5 Разходи за външни услуги	-63 546	-63 546
6 Разходи за персонала	-101 424	-101 424
7 Разходи за амортизации	-30 108	-30 108
8 Балансова стойност на продадени стоки	-679 951	-679 951
9 Други разходи за дейността	-11 512	-11 512
10 Печалба/загуба от оперативната дейност	55 836	55 836
11 Финансови приходи	8 369	8 369
12 Финансови разходи	-11 631	-11 631
13 Печалба/загуба преди разходи за данъци	52 350	52 350
14 Разходи за данъци	-6 578	-6 578
15 Нетна печалба/загуба	45 772	45 772
16 Дивидент	0	0
17 Парични средства и парични еквиваленти	33 328	33 328
18 Материални запаси	218 109	218 109
19 Краткотрайни активи	512 364	512 364
20 Обща сума на активите	980 733	980 733
21 Краткосрочни задължения	397 562	397 562
22 Дълг	261 119	261 119
23 Пасиви (привлечени средства)	477 623	477 623
24 Собствен капитал	503 110	503 110
25 Оборотен капитал	114 802	114 802
26 Среднопретеглен брой акции (хил)	125 765	125 765
<b>Коефициенти за рентабилност</b>		
27 Норма на печалбата от оперативна дейност (10/1)	0.05	0.05
28 Норма на нетната печалба (15/1)	0.05	0.05
29 Възвращаемост на активите (15/20)	0.05	0.05
30 Възвращаемост на собствения капитал (15/24)	0.09	0.09
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>		
31 Обращаемост на активите (1/20)	1.04	1.04
32 Обращаемост на оборотния капитал (1/25)	8.86	8.86
33 Текуща ликвидност (19/21)	1.29	1.29
34 Бърза ликвидност ((19-18)/21)	0.74	0.74
35 Абсолютна (незабавна) ликвидност (17/21)	0.08	0.08
<b>Коефициенти за една акция</b>		
36 Коефициент на Продажби за една акция (1/26)	8.09	8.09
37 Коефициент на Печалба за една акция (15/26)	0.36	0.36
38 Коефициент на Балансова стойност за една акция (24/26)	4.00	4.00
<b>Коефициенти за дивидент</b>		
39 Коефициент на изплащане на дивидент (16/15)	0.000	0.000
40 Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
41 Дивидент на една акция (16/26)	0	0
<b>Коефициенти за развитие</b>		
42 Темп на прираст на продажбите	15.96%	15.96%
43 Темп на прираст на брутната печалба	n/a	n/a
44 Темп на прираст на активите	14.14%	14.14%
<b>Коефициенти за ливъридж</b>		
45 Коефициент Дълг / Общо активи (22/20)	0.27	0.27
46 Коефициент Дълг / Капитал (22/(22+24))	0.34	0.34
47 Коефициент Дълг / Собствен капитал (22/24)	0.52	0.52
48 Коефициент Общо активи / Собствен капитал (20/24)	1.95	1.95
<b>Пазарни коефициенти</b>		
49 Коефициент Цена/Продажби (52/36)	0.53	0.53
50 Коефициент Цена/Печалба (52/37)	11.77	11.77
51 Коефициент Цена/Счетоводна стойност (52/38)	1.07	1.07
52 Пазарна цена на акциите	4.28	4.28

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



↓

BYBANK





**ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН**

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

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

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

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

Унифарм произвежда, както собствени продукти, така и продукти по възлагателен договор за своя основен партньор Софарма АД, като последните заемат почти трета от общата продукция за 2017 г. Две трети от продуктите на възложител се реализират на външни пазари като Русия, Украйна, Прибалтика, Кавказ, Средна Азия и др.

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

Производството на Дружеството е съсредоточено в три основни направления:

**Твърди лекарствени форми**

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

**Концентрати за хемодиализа**

Фирмата е основен производител на разтвори в България.

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

**Течни лекарствени форми**

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

За 2017 г. фирмата е реализирала приходи от продажби на медикаменти над 18.8 млн. лв., като в обема на продажбите таблетните форми заемат 83%, концентратите за хемодиализа –9%, а течните лекарствени форми – 8%.

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

„Унифарм“ АД оперира основно в индустрията за производство на твърди и течни лекарствени форми. Пазарът в България, свързан с тази индустрия, е сравнително малък, особено бидейки сравнен с Европейския, който се оценява на \$116.6 млрд. и се прогнозира, че до 2020 година ще има среден годишен ръст от 4.3%.

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



SECRET

SECRET

SECRET

Останалите продукти, предлагани на българския пазар имат произход внос.

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



#### ИНТЕНЗИТЕТ НА КОНКУРЕНТНИТЕ СИЛИ

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

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

#### СИЛА ПРИ ПРЕГОВОРИ ОТ СТРАНАТА НА КЛИЕНТА

С навлизането на Интернет, клиентите имат възможността да проучат пазара едновременно ценово и от гледна точка на качество. Те имат възможността да избераат да поръчат от множество дистрибутори, от които биха могли да договорят по-ниски цени за поръчка на обем, който клиентите биха постигнали индивидуално.

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

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

ДИПЛОМ





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

#### СИЛА ПРИ ПРЕГОВОРИ ОТ СТРАНАТА НА ДОСТАВЧИКА

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

#### ОПАСНОСТ ОТ ПРОДУКТИ-ЗАМЕСТИТЕЛИ

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

#### ОПАСНОСТ ОТ НАВЛИЗАНЕ НА НОВИ КОНКУРЕНТИ

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

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

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

Съгласно Наредба №41 на КФН от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба №41), справедливата цена на акция за действащо Дружество се базира на:

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

Данните, използвани при определянето на справедливата стойност на акциите на „Унифарм“ АД се базират на последния междинен неаудитиран финансов отчет на Дружеството към 30.03.2018 г. и прогнозните финансови резултати от дейността за периода 2018-2022 г. Справедливата цена на една акция на „Унифарм“ АД е получена, като съгласно чл.5, ал.5 от Наредба 41, посочените по-горе методи са претеглени с тегла, които да дадат най-реалистична оценка към датата на обосновката ѝ.



✓

DEPARTMENT OF AGRICULTURE





ПОКАЗАТЕЛИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИМЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА СХОДНИ ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

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

Производството на Дружеството е съсредоточено в три основни направления:

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

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

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

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

Характеристики на оценяваното дружество:

**“Унифарм” АД (БФБ код – 59X)**

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

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

„Унифарм“ произвежда, както собствени продукти, така и продукти по възлагателен договор за своя основен партньор Софарма АД, като последните заемат над една четвърт от общата продукция за 2017 г. Две трети от продуктите на възложител се реализират на външни пазари като Русия, Украйна, Прибалтика, Кавказ, Средна Азия и др.

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

Пазарната капитализация на “Унифарм” АД към 27.04.2018 г. е 25.8 млн. лв., при цена на затваряне на 28.06.2017г. (последен ден на търговия) от 4.300 лв. за една акция.

Дружества-анализи

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





✓

OFFICIAL COPY



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

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

Пазарната капитализация на Алкалоид към 30.04.2018г. е 361 036 хил. лв., при цена на затваряне на 27.04.2018г. от 252.804 лв. за една акция.

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

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

Пазарната капитализация на Олаинфарм към 30.04.2018г. е 234 158 хил. лв., при цена на затваряне на 27.04.2018г. от 16.625 лв. за една акция.

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

Показател в хил. лв.	59X	ALK MS	OLFIR LR
1 Приходи от продажби (към 30.03.2018 за последните 12 мес.)	20 499	288 884	238 764
2 Нетна печалба (към 30.03.2018 за последните 12 мес.)	1 998	25 738	22 818
3 Общо активи	22 610	358 983	287 873
4 Общо капитал и резерви	19 070	281 541	192 966
5 Краткотрайни активи	12 361	174 859	121 551
6 Краткосрочни пасиви	2 590	67 920	59 402
7 Брой акции в обръщение (в хил.)	6 000	1 431	14 085
8 Пазарна капитализация (към 27.04.2018)	25 800	362 204	234 158
9 Пазарна цена на една акция (към 27.04.2018 в лв.)	4.300	253.050	16.625
Коефициенти			
12 Марж на Нетната печалба(2/1)	0.10	0.09	0.10
13 Възвращаемост на Собствения капитал (2/4)	0.10	0.09	0.12
14 Възвращаемост на Общо активи (2/3)	0.09	0.07	0.08
15 Текуща ликвидност (5/6)	4.77	2.57	2.05
16 Обращаемост на Общо активи (1/3)	0.91	0.80	0.83
17 Приходи на една акция (1/7)	3.42	201.83	16.95
18 Нетна печалба на една акция (2/7)	0.33	17.98	1.62
19 Общо активи на една акция (3/7)	3.77	250.80	20.44

Източник: Отчети на “Унифарм” АД към 30.03.2018г.; „BLOOMBERG”

Според разпоредбите на параграф 1, т.15 от допълнителните разпоредби на Наредба №41, пазарните коефициенти, използвани при метода на пазарните множители на сходните дружества включват най-малко следните коефициенти: пазарна цена/нетна печалба (P/E), пазарна цена/счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B) и пазарна цена/продажби (P/S). Показателите на дружествата-аналози изложени в таблица №16 по-долу са с източник системата на Bloomberg и са взети към 30.04.2018 г. Показателят P/E е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на неговата нетна печалба към 31.12.2017 г. (8/2 от таблица №11), към когато има последно налични данни в Bloomberg. Показателят P/B е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на собствения му капитал към 31.12.2017г. (8/4 от таблица №11), към когато има последно налични данни в Bloomberg. Показателят P/S е изчислен като пазарната капитализация на съответното

CHRYSAUKA

CHRYSAUKA

CHRYSAUKA



дружество е разделена на стойността на продажбите му към 31.12.2017г. (8/1 от таблица №11), към когото има последно налични данни в Bloomberg.

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

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

Компания	Страна	P/E	P/S	P/B
ALKALOID AD	МАКЕДОНИЯ	14.073	1.254	1.287
OLAINES KIMISKI-FARMACEITISK	ЛАТВИЯ	10.262	0.981	1.213
<b>Средно</b>		<b>12.167</b>	<b>1.117</b>	<b>1.250</b>
		<b>Нетна печалба</b>	<b>Продажби</b>	<b>Собствен капитал</b>
“Унифарм” АД (в хил.лв.)		1 998	20 499	19 070
		<b>EPS</b>	<b>SPS</b>	<b>BVPS</b>
Коефициенти за “Унифарм” АД на една акция		0.333	3.417	3.178
Цена на една акция (в лв.)		4.052	3.817	3.973
Крайна цена на една акция (средна от всички коефициенти)(в лв.)			<b>3.947</b>	

Източник: „Bloomberg”

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

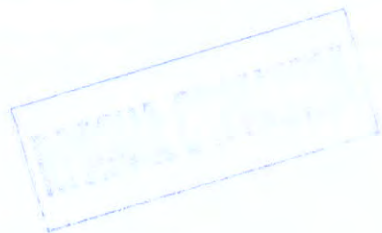
- Нетна печалба на една акция на “Унифарм” АД в размер на 0.333 лв. – изчислена като съотношение между печалбата за 1 година и броя акции в обращение;
- Счетоводна стойност на една акция на “Унифарм” АД в размер на 3.178 лв. – изчислена като съотношение между стойността на собствения капитал на дружеството според последния междинен финансов отчет към 30.03.2018г., и броя акции в обращение;
- Продажби на една акция на “Унифарм” АД в размер на 3.417 лв. – изчислени като съотношение между продажбите за 1 година и броя акции в обращение.

При изчислението на цената на акция по този метод, всеки от посочените множители P/B, P/S и P/E е получил еднакво тегло в крайната оценка, а именно 33.33%. Така приложени получените коефициенти, дават оценка на една акция на “Унифарм” АД, на база пазарните множители на дружествата-аналози, в размер на **3.947 лв.**

ИЗПОЛЗВАНИТЕ СХОДНИ ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ СА ФАРМАЦЕВТИЧНИ КОМПАНИИ, ОПЕРИРАЩИ В ИЗТОЧНА ЕВРОПА. ВЪПРЕКИ ТОВА СЕ НАБЛЮДАВА СЪЩЕСТВЕНО НЕСЪОТВЕТСТВИЕ ПО ОТНОШЕНИЕ НА МАЩАБИТЕ И ОСНОВНИТЕ ОПЕРАТИВНИ И ФИНАНСОВИ ПОКАЗАТЕЛИ КАТО ПРОИЗВОДСТВЕН КАПАЦИТЕТ, ПРИХОДИ, АКТИВИ, ЗАДЪЛЖЕНИЯ, СОБСТВЕН КАПИТАЛ, ДЪЩЕРНИ ДРУЖЕСТВА И ПАЗАРНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ. ЗАТОВА МЕТОДЪТ НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА СХОДНИТЕ ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ НЕ СЕ ИЗПОЛЗВА ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „УНИФАРМ“ АД.



✓





**МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ**

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

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

$$V_0 = \frac{FCFF_{2018}}{(1+WACC)^{114/365}} + \frac{FCFF_{2019}}{(1+WACC)^{1+114/365}} + \dots + \frac{FCFF_{2022}+P_{2022}}{(1+WACC)^{4+114/365}}$$

където:

- $V_0$  - е стойността на капитала
- FCFF2018-2023 – са прогнозните парични потоци, генерирани от Дружеството за съответната година
- WACC - е среднопретеглената цена на капитала на Дружеството. В съответствие с датата на обосновката знаменателя се степенува с фактор, който отчита реалния брой дни от съответния период. За реален брой дни във всяка година са приети 365 дни.
- P - е терминалната стойност, изчислена по следния начин:
 
$$P_{2022} = \frac{FCFF_{2023}*(1+g)}{(WACC-g)}$$
- g - е постоянния темп на растеж на паричните потоци за периода след 2023г.

**Приходи**

Таблица 17: Приходи на „Унифарм“ АД

Приходи в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
Приходи от продажба на продукция	18 235	17 185	18 826	5 476
Приходи от продажби на услуги	287	199	181	47
Други оперативни доходи от дейността	1 150	685	627	87
<b>Общо приходи от дейността</b>	<b>19 672</b>	<b>18 069</b>	<b>19 634</b>	<b>5 610</b>

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

За срока на прогнозния период, двата мениджмънта – този на “Софарма” АД и този на “Унифарм” АД, ще се стремят да преодолеят последиците от финансовата криза и кризата в Украйна. Съвпадайки с очакванията за слаб растеж на местния пазар през следващите няколко години, спадът на основните експортни пазари на дружеството водят до умерен ръст за периода 2018-2023г. Ръстът през този период ще бъде за сметка на очаквано влошаване на оперативните маржове в резултат от спад на потреблението и обезценка на местните валути на експортните пазари на дружеството.

Прогнозните данни, използвани в настоящата оценка, са на база финансовата информация на дружеството за периода 2015-2017г.

Прогнозираният умерен ръст в продажбите спрямо 2017г. е вследствие очакванията за бавно възстановяване на продажбите към бившите съветски републики и ниския ръст на местния пазар.



RECEIVED  
10/10/2010

RECEIVED

RECEIVED

Таблица 18: Прогноза за приходите на „Унифарм“ АД

Показател	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Приходи от продажба на продукция	16 355	18 334	18 235	17 185	18 826	19 767	20 558	20 969	21 284	21 454	21 626
ръст, %		12.1%	-0.5%	-5.8%	9.5%	5.0%	4.0%	2.0%	1.5%	0.8%	0.8%
Приходи от продажби на услуги	221	325	287	199	181	183	185	186	188	190	192
ръст, %		47.1%	-11.7%	-30.7%	-9.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Други оперативни доходи от дейността	674	700	1 150	685	627	627	627	627	627	627	627
ръст, %		3.9%	64.3%	-40.4%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Общо приходи	17 250	19 359	19 672	18 069	19 634	20 577	21 370	21 783	22 099	22 271	22 445
ръст, %		12.2%	1.6%	-8.1%	8.7%	4.8%	3.9%	1.9%	1.5%	0.8%	0.8%

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

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

Прогнозите за приходите на Дружеството са представени в един основен сценарий – *реалистичен*. Представеният темп на ръст отразява очакванията стабилизиране на износа и нисък ръст на местния пазар, но запазване на пазарния дял на Дружеството последван от умерен ръст до края на периода.

За периода **2018-2020г.** е заложен умерен ръст на **приходите от продажба на продукция**, като в края на периода продажбите на продукция ще се стабилизируют над нивата от 2014-2015г. През последните 3 години на прогнозния период – 2021-2023г. ръстът на приходите се очаква да се нормализира малко под заложения дългосрочен ръст на приходите.

**Приходите от продажба на услуги** са неоперативни и с непостоянен характер като само Приходите от охранителни услуги и поддръжка са постоянни в размер на 151 хил. лв. през 2014, 2015 и 2016г. През 2018 г. приходите от продажба на услуги са прогнозираны близко до реализираните през 2017 г. като е заложен ръст от 1% през останалия период.

**Другите оперативни доходи от дейността** са неоперативни и непостоянни като са заложен в размер на 627 хил. лв. годишно без ръст през прогнозния период - основно приходи от социална дейност и приходи от финансираня.

RECEIVED

RECEIVED



## РАЗХОДИ

Таблица 19: Разходи на „Унифарм“ АД

Разходи в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2018
<b>Разходи за продажби</b>	<b>-18 402</b>	<b>-17 813</b>	<b>-18 136</b>	<b>-4 902</b>
Разходи за материали	-8 100	-7 638	-8 107	-3 110
Разходи за външни услуги	-2 384	-1 838	-2 064	-953
Разходи за персонала	-5 462	-5 698	-5 608	-1 385
Разходи за амортизация	-1 948	-1 951	-2 145	-430
Други оперативни разходи	-318	-340	-416	-70
Изменение на наличностите от продукция	-190	-348	204	1 046
<b>Финансови разходи</b>	<b>-3</b>	<b>54</b>	<b>319</b>	<b>0</b>
<b>Общо разходи</b>	<b>-18 405</b>	<b>-17 759</b>	<b>-17 817</b>	<b>-4 902</b>
Печалба преди облагане с данъци	1 267	310	1 817	708
<b>Разходи за данъци</b>	<b>-129</b>	<b>-28</b>	<b>-176</b>	<b>0</b>
<b>Нетна печалба за годината</b>	<b>1 138</b>	<b>282</b>	<b>1 641</b>	<b>708</b>
<b>Други компоненти на всеобхватния доход</b>				
Акционерски печалби/(загуби) по планове с дефинирани доходи	-39	-11	-67	0
Данък върху дохода, отнасящ се за друг всеобхватен доход	4	-24	0	0
Печалби/загуби от преценка на финансови активи на разположение за продажба до справедлива стойност	-215	24	27	16
<b>Друг всеобхватен доход за годината, нетно от данък</b>	<b>-250</b>	<b>-11</b>	<b>-40</b>	<b>16</b>
<b>Общо всеобхватен доход за годината</b>	<b>888</b>	<b>271</b>	<b>1 601</b>	<b>724</b>

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

„Унифарм“ АД реализира положителен **нетен резултат** за периода 2013-2017г., като тази тенденция се запазва и през прогнозирания период.

Разходите на Дружеството са прогнозирани на база исторически отчетените разходи за дейността през разглеждания исторически период 2015-2017г.

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

**Разходите за материали** са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за периода 2015-2017г. През прогнозния период разходите за материали са усреднен процент от исторически постигнатите за периода 2013-2017г. от 42%.

**Разходите за външни услуги** са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за периода 2013-2017г. През прогнозирания период разходите за външни услуги са усреднен процент от исторически постигнатите за периода 2014-2017г. от 10.7%.

**Другите оперативни разходи** са променливи разходи и са прогнозирани като процент от приходите на база историческото представяне за 2017г. от 2.1% при всички сценарии.

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

С оглед на това допускане основите фактори, влияещи върху разходите за персонал са нарастването на **средната брутна работна заплата и нивото на безработица**. Коефициентът на безработица за 2017г. е **6.2%**, спрямо малко над 9.2% в края на 2015г. (Източник: [http://nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/LFS2017\\_XN4YZPF.pdf](http://nsi.bg/sites/default/files/files/pressreleases/LFS2017_XN4YZPF.pdf)). Средната брутна работна заплата нараства до 1 123 лв. през декември 2017г. спрямо 937 лв. през декември 2015г. (Източник: <http://www.nsi.bg/bg/content/3928/%D0%BD%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%BD%D0%BE-%D0%BD%D0%B8%D0%B2%D0%BE>). Трендът при двата макроикономически фактора показва, че Дружеството трябва да увеличава разходите за персонал през прогнозирания период, за да остане конкурентно на пазара на труда. Цената на труда се прогнозира да нарасне през прогнозния период с темп близък до историческия за страната от 8%-10% на





тина, без да се залага нуждата от намирането на нов персонал. Ръстът през 2021-2023г. е равен на заложения дългосрочен ръст на приходите.

**Разходите за амортизация** са прогнозирани да намаляват през прогнозирания период от 2 145 хил. лв. за 2018г. до 1 645 хил. лв. през 2023г., поради липсата на капиталови разходи след 2018г.

През прогнозния период не са предвидени **разходи за лихви** предвид отрицателния нетен дълг на дружеството и нулевите лихви по разплащателни сметки..

Таблица 20: Приходи и разходи за дейността, и амортизационни разходи на „Унифарм“ АД за 2018-2023

Показател в хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Приходи	19 634	20 577	21 370	21 783	22 099	22 271	22 445
Разходи за дейността	-15 991	-17 333	-18 252	-19 001	-19 316	-19 554	-19 797
Разходи за амортизации	-2 145	-2 145	-2 045	-1 945	-1 845	-1 745	-1 645

Таблица 21: Прогнозни разходи на „Унифарм“ АД

Показател	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Разходи за материали	-8 100	-7 638	-8 107	-8 642	-8 975	-9 149	-9 282	-9 354	-9 427
<i>% от продажбите</i>	<i>41.2%</i>	<i>42.3%</i>	<i>41.3%</i>	<i>42.0%</i>	<i>42.0%</i>	<i>42.0%</i>	<i>42.0%</i>	<i>42.0%</i>	<i>42.0%</i>
Разходи за външни услуги	-2 384	-1 838	-2 064	-2 202	-2 287	-2 331	-2 365	-2 383	-2 402
<i>% от продажбите</i>	<i>12.1%</i>	<i>10.2%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>	<i>10.7%</i>
Разходи за персонала	-5 462	-5 698	-5 608	-6 057	-6 541	-7 064	-7 206	-7 350	-7 497
<i>ръст, %</i>	<i>-1.2%</i>	<i>4.3%</i>	<i>-1.6%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.0%</i>
Други оперативни разходи	-318	-340	-416	-432	-449	-457	-464	-468	-471
<i>% от продажбите</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.9%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>
Изменение на наличностите от продукция	-190	-348	204	0	0	0	0	0	0
Разходи за дейността	-16 454	-15 862	-15 991	-17 333	-18 252	-19 001	-19 316	-19 554	-19 797

По преценка на мениджмънта на дружеството производствената база на дружеството се нуждае от **капиталови инвестиции**, за да може да поддържа заложените нива на продажби. За периода 2013-2017г. дружеството е направило капиталови разходи в размер на 7.6 млн. лв., като за 2018г. е заложено капиталовите разходи да са в рамките на 2.0 млн. лв. Те са довършващи модернизационната програма на дружеството и според мениджмънта са достатъчни за поддържане на заложените продажби през прогнозния период. Подробна информация относно прогнозираните капиталови разходи е представена в последващата таблица:

Таблица 22: Капиталови разходи на „Унифарм“ АД за периода 2018-2023г.

Показател в хил. лв.	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Сгради	300	0	0	0	0	0
<i>Подобряване на сградния фонд и складовете за го</i>	<i>300</i>					
<i>Автомобил за поддържане чистотата на служебн</i>	<i>0</i>					
Машини, съоръжения, оборудване	1 400	0	0	0	0	0
<i>Системи за сериализация</i>	<i>550</i>					
<i>Бандерол машини</i>	<i>100</i>					
<i>Изграждане на парна централа</i>	<i>100</i>					
<i>Подмяна на основни производствени машини</i>	<i>650</i>					
Транспортни средства	150	0	0	0	0	0
<i>Камиони за превоз на концентрати за хемодиализа</i>	<i>150</i>					
<i>Газокари – високоскоростни</i>						
Стопански инвентар	150	0	0	0	0	0
<b>Общо инвестиции</b>	<b>2 000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

PenyBauka

REKAM MEDIS

PenyBauka



**НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ**

Нетният оборотен капитал (НОК) е финансов показател, свързан с ликвидността на Дружеството. Заедно с дълготрайните активи, каквито са машините и оборудването, оборотния капитал се счита за част от оперативния капитал и се изчислява като от краткотрайните активи се приспадат краткотрайните пасиви.

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

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

Показател в хил. лв.	2015	2016	2017	30.3.2017
Текущи активи (без парични средства и еквиваленти)	6 875	6 622	7 250	10 118
Текущи пасиви (без задължения към финансови инст.)	1 458	1 755	1 046	2 580
Непаричен Нетен оборотен капитал	5 417	4 867	6 204	7 538
Промяна в НОК	101	-550	1 337	1 334

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

За целите на оценката са направени допускания за обръщаемостта на вземанията в дни, като тези допускания са на база на историческите показатели на Дружеството. В периода 2018г.-2021г. обръщаемостта на вземанията е заложена близна до средните и малко над исторически нива, след е да се понижи леко, така че за целия прогнозен период средното ниво да остане близна до историческото. Историческите показатели за обръщаемост на вземанията са показани в следващата таблица:

Таблица 24: Обръщаемост на вземанията в дни за историческия период

	Обръщаемост на вземанията (в дни)	2014	2015	2016	2017
1	Приходи	19 359	19 672	18 069	19 634
2	Оперативни разходи без заплати и амортизация	-9 829	-10 992	-10 164	-10 383
3	Материални запаси	2 942	2 950	2 707	2 911
4	Общо вземания	3 919	3 925	3 915	4 339
5	Задължения	1 545	1 458	1 755	2 084
6	Обръщаемост на вземанията в дни (365/(1/4))	74	73	79	81
7	Материални запаси (365/(1/3))	55	55	55	54
8	Задължения към доставчици (365/(2/5))	57	48	63	73

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

Прогноза за показателите на обръщаемост на оборотния капитал в дни, за периода 2018-2023г., съобразена с историческите показатели, е представена в следващата таблица:

FINANCIAL STATEMENTS

Company  
P. O.  
Singapore



Таблица 25: Прогнозна обръщаемост на вземанията в дни

Обръщаемост на вземанията (в дни)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Обръщаемост на вземанията в дни	73	79	81	77	77	78	78	75	75
Материални запаси	55	55	54	55	55	58	60	61	63
Задължения към доставчици	48	63	73	61	61	61	61	61	61

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

Изменението на непаричния оборотен капитал е базирано на изчисление на всеки от показателите му. Изчислението на текущите активи (без парични средства) за съответната година е направено като сумата на продажбите за тази година е умножена по коефициента на обръщаемост на вземанията за същия период и производението е разделено на 365 (броя на дни в една година). Към този резултат е прибавено и аналогични сметки за обръщаемостта на материалните запаси, като показателя за съответния период е умножен с приходите от продажби и производението е разделено на 365. Подобни изчисления са направени и за калкулиране на текущите пасиви (без лихвени задължения). Пример за периода 2018-2023 г. е даден в следващата таблица за онагледяване на изчисленията:

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

Показател в хил. лв.	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1 Приходи от продажби	20 577	21 370	21 783	22 099	22 271	22 445
2 Разходи (без амортизация и персонал)	-11 276	-11 711	-11 937	-12 110	-12 205	-12 300
3 Обръщаемост на вземанията в дни	77	77	78	78	75	75
4 Материални запаси	55	55	58	60	61	63
5 Задължения към доставчици	61	61	61	61	61	61
6 Текущи активи (без парични средства) $((1*3+1*4)/365)$	7 442	7 728	8 116	8 355	8 298	8 486
7 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((2*5)/365)$	1 885	1 957	1 995	2 024	2 040	2 056
8 Непаричен оборотен капитал (6-7)	5 557	5 771	6 121	6 331	6 259	6 430
9 Промяна в непаричния Оборотен капитал	391	214	350	210	-73	172

Източник: Таблици 20, 25 и 27

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

Показател в хил. лв.	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Текущи активи (без парични средства)	6 875	6 622	7 250	7 442	7 728	8 116	8 355	8 298	8 486
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	1 458	1 755	1 046	1 885	1 957	1 995	2 024	2 040	2 056
Непаричен оборотен капитал	5 417	4 867	6 204	5 557	5 771	6 121	6 331	6 259	6 430
Промяна в непаричния Оборотен капитал	101	-550	1 337	-647	214	350	210	-73	172

### НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

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

Друг подход при определяне на нормата на дисконтиране е нормата на възвращаемост когато капиталът, който конкретната инвестиция изисква, бъде вложен в друго начинание при сходно ниво на риск (т.е. алтернативната цена на капитала). Ако например необходимият капитал за даден проект, инвестиран другаде може да носи

STAMPED AREA

Peny...



възвращаемост от 10%, може да бъде използван този процент като норма на дисконтиране при изчисляването на Нетната настояща стойност, което ще позволи пряко сравнение между двата проекта.

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

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

Показател (в хил. лв.)	2015	2016	2017	30.3.2018
Собствен капитал	17 726	17 098	18 346	19 070
Лихвоносен дълг	70	71	71	10
Общо	17 796	17 169	18 417	19 080
Дял на собствения капитал	99.61%	99.59%	99.61%	99.95%
Дял на дълга	0.39%	0.41%	0.39%	0.05%

Източник: финансови отчети на „УНИФАРМ“ АД

Мениджмънтът на „Унифарм“ АД, не предвижда повишаване на текущите нива на дълг на „Унифарм“ АД, а по-скоро единствено да се обслужват текущите задължения съгласно техните погасителни планове и при възможност да бъдат намалени. За тегло на цената на капитала и цената на дълга са използвани стойностите на същите към 30.03.2018г.

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

Среднопретеглената цена на капитала е изчислена на база следната формула:

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

Където:

WACC – среднопретеглена цена на капитала

WE – относително тегло на финансиране със собствен капитал

R – цена на собствения капитал

WD – относително тегло на финансиране с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

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

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

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

Където:

R<sub>f</sub> – безрисковата норма на възвращаемост

β – Коригирана „бета“ на „Унифарм“ АД

R<sub>m</sub> – рискова премия за „развит“ пазар на акции

R<sub>b</sub> – премия за странови риск

RECEIVED

OFFICE OF THE  
SECRETARY OF  
STATE

OFFICE OF THE  
SECRETARY OF  
STATE



За целите на настоящите изчисления са използвани данни към 27 април 2018г.

За **безрисковата норма на възвращаемост (Rf)** е използвана доходността на 10-годишните немски ценни книжа GDBR10 Index от Bloomberg) – 0.55%, към 27.04.2018г.

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 даден отрасъл.

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 развитите пазари в Европа, Азия и Америка.

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Фармация/Лекарства“ (*Drugs (Pharmaceutical)*) за компаниите от нововъзникващите пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на **0.99**. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск в следствие на специфичното ниво на дълга, то тя следва да се коригира с очакваната капиталова структура на „Унифарм“ АД за съответните бъдещи периоди. Доколкото обаче Дружеството планира да използва почти 100% само собствен капитал, то коригираната за дълг (relevered) „бета“ е равна на бездълговата (unlevered) „бета“ в размер на 0.99, която е използвана при калкулацията на цената на собствения капитал.

За изчислението на общата **рискова премия** за акциите на „Унифарм“ АД, следва да започнем с рисковата премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея да прибавим рискова премия за странови риск. Рисковата премия за развити пазари възлиза на 5,08%, съгласно публикуваните на месечна база данни на уеб сайта на проф. Дамодаран към април 2018г. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), като използваната рискова премия е изчислена като средна доходност по паричните потоци за 10 годишен период. Избрана е, тъй като обхваща дълъг период от време – 10 години, и не се влияе от краткосрочни промени по входящите променливи и кореспондира с дългосрочната оценка на Дружеството.

Премията за **странови риск** е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (какъвто е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към януари 2018г. сочат, че този спред е в размер на 195 б.т. (1.95%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет български държавни ценни книжа. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 219 б.т. (2.19%).

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

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

Показател (в %)	Резултат
Текуща доходност на 10-год немски ДЦК	0.55%
Пазарна бета	1.080
Коригирана бета	0.990
Рискова премия за развит пазар на акции	5.08%
Премия за странови риск	2.19%
<b>Изисквана норма на възвращаемост</b>	<b>7.77%</b>

За целта на определянето на цената на финансиране с привлечен капитал на „УНИФАРМ“ АД се използва публикация на БНБ, според която средният лихвен процент по кредити в евро за сектора нефинансови предприятия



1972





За месец март 2018г. е 3.79% (включени са всички заеми с различни матуритети с изключение на овърдрафт кредитите). Тази статистика отразява най-добре пазарната реалност в България и затова 3.79% може да се приеме като реалистична пазарна цена на финансиране с привлечен капитал.

Теглата на финансиране със собствен и привлечен капитал на „Унифарм“ АД се определя на базата на последния публикуван консолидиран финансов отчет на Дружеството – към 30.03.2018г.

Таблица 30: Съотношение собствен капитал към дълг

Показател в хил. лв.	30.3.2018	Дял от общия капитал
Общ дълг	10	0.05%
Собствен капитал	19 070	99.95%

Източник: Междинен финансов отчети на „Унифарм“ АД

По формулата за изчисление на среднопретеглената цена на капитала:

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

замествайки пресметнатите по-горе стойности на отделните компоненти:

$$WACC = 99.95\% \times 7.77\% + 0.05\% \times 3.79\% \times (1 - 10\%) = 7.77\%$$

се стига до 7.77% като среднопретеглена цена на капитала на Унифарм АД.

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

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

България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се приема, че икономиката на България, ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За нормални нива на растеж на икономиките от ЕС в дългосрочен план се приемат стойности около 1-2%, според различни изследвания и организации. Затова в периода след терминалната година се очаква приходите на „Унифарм“ АД да растат със средно 1.0% на година.

#### КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци на дружеството получаваме справедливата стойност на дейността на Дружеството към 30.04.2018г. При прилагането на метода е възприет принципа за „действащо предприятие”.

Периодът на дисконтиране също е определен в зависимост от датата на оценката и отчетите дните между 30.04.2018г. и 31.12.2023г., като първият период е с крайна дата 31.12.2018 г. и броят на дните между датата на оценка и края на 2018г. е разделен на 365. Справедливата стойност на компанията е получена чрез приспадането на нетните задължения (общо дълг минус парични средства и еквиваленти), отчетени на база последния отчет на “Унифарм” АД към 30.03.2018 г.

Следващата таблица представят детайлните прогнози и изчисления за прогнозирания период:

• Hom  
ber

1911

• Hom  
ber



Таблица 31: Оценка на „Унифарм“ на база на прогнозния период

Показател в хил. лв.	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Продажби	20 577	21 370	21 783	22 099	22 271	22 445
Ръст на продажбите	4.80%	3.85%	1.93%	1.45%	0.78%	0.78%
Разходи за дейността	-17 333	-18 252	-19 001	-19 316	-19 554	-19 797
Печалба преди амортизация, лихви и данъци	3 244	3 118	2 781	2 783	2 717	2 648
Марж на печалба преди амортизация, лихви и данъци	15.77%	14.59%	12.77%	12.59%	12.20%	11.80%
Амортизация	-2 145	-2 045	-1 945	-1 845	-1 745	-1 645
Оперативна печалба	1 099	1 073	836	938	972	1 003
Марж на оперативната печалба	5.34%	5.02%	3.84%	4.24%	4.36%	4.47%
Разходи за лихви	0	0	0	0	0	0
Данък печалба	-110	-107	-84	-94	-97	-100
<b>Нетна печалба</b>	<b>989</b>	<b>966</b>	<b>753</b>	<b>844</b>	<b>875</b>	<b>903</b>
+амортизации	2 145	2 045	1 945	1 845	1 745	1 645
-капиталови разходи	2 000					
-промяна в нетния оборотен капитал	-647	214	350	210	-73	172
Нетни парични потоци	1 781	2 797	2 347	2 479	2 692	2 376
Норма на дискотиране	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%
Дисконтов фактор	0.95	0.88	0.82	0.76	0.70	0.65
Ръст на продажбите след 2022	1.00%					
Терминална стойност, 2022						35 464
<b>Дискотирани парични потоци</b>	<b>1 694</b>	<b>2 468</b>	<b>1 922</b>	<b>1 883</b>	<b>1 898</b>	<b>1 554</b>
Настояща стойност на дискотираните парични потоци	9 865					
Настояща стойност на терминалната стойност	23 199					
Нетен дълг към 30.03.2018г. (общ дълг – парични средства)	-2 233					
Справедлива стойност на Дружеството	35 297					
Брой акции (брой)	6 000 000					
<b>Стойност на една акция (в лв.)</b>	<b>5.883</b>					

При горепосочените допускания и изчисления за прогнозния период, средната цена на акция на „Унифарм“ АД на база на метода на дискотираните парични потоци възлиза на **5.883 лв.** за една акция на Дружеството.

1971

1971

1971



**МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ**

Стойността на акциите по метода на нетната стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обръщение.

Стойността на активите и задълженията на дружеството е определена на база информацията от последния междинен счетоводен отчет на „Унифарм“ АД към 30.03.2018 г. Дружеството няма емитирани ценни книжа, които да дават приоритет на инвеститори пред притежателите на обикновени акции.

Резултатът от изчисленията на база междинния финансов отчет на „Унифарм“ АД към 30.03.2018 г. е 3.178 лв. за една акция на Дружеството.

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

Показател (в хил. лв.)	Сума в хил. лева
1. Общо активи	22 610
2. Краткосрочни задължения	2 590
3. Дългосрочни задължения	950
<b>Нетна стойност на активите (1-2-3)</b>	<b>19 070</b>
Брой акции в обръщение	6 000 000
<b>Нетна стойност на активите на една акция (в лв.)</b>	<b>3.178</b>

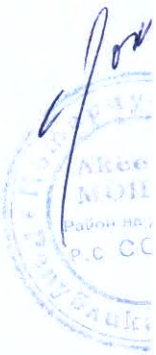
**ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ**

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

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



✓





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

бе посочено, „Унифарм“ АД не отговаря на изискванията на параграф 1, т. 1 от допълнителните разпоредби на Наредба №41 и акциите на Дружеството не могат да бъдат дефинирани като активно търгуеми. Акциите на „Унифарм“ АД се търгуват на сегмент акции "Standard" на „Българска Фондова Борса – София“ АД. За периода 27.10.2017 г. до 27.04.2018 г. са изтъргувани 0 броя акции на Дружеството - (при 122 сесии на търговия). Това означава, че дневният оборот с акциите на „Унифарм“ АД е под изискването на Наредба №41, затова изчислената цена не се базира на средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, преобладаващи датата на обосновката.

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

Таблица 36: Справедлива цена на акциите на „Унифарм“ АД по различните методи за оценка

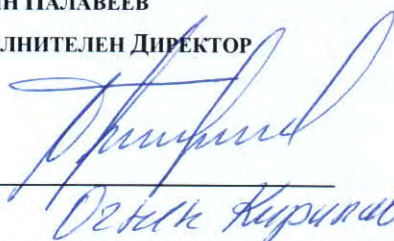
Оценъчен метод	Цена за една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена за една акция в лв.
Средна цена от метода на дисконтираните парични потоци	5.883	40%	2.353
Нетна стойност на активите	3.178	60%	1.907
<b>Справедлива стойност на една акция</b>		<b>100%</b>	<b>4.260</b>

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, „УНИФАРМ“ АД, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЦЕНАТА ЗА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 4.260 ЛВ. ЗА ЕДНА АКЦИЯ.

За „УНИФАРМ“ АД:

ОГНЯН ПАЛАВЕЕВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР




За извършила оценката Инвестиционен посредник „ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД:

КАМЕН КОЛЧЕВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР



МОМЧИЛ ТИКОВ

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР




На 17.5.2018 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:  
Огнян [REDACTED] Палавеев, ЕГН [REDACTED], с лична карта № [REDACTED] издадена на [REDACTED] от [REDACTED] – Изпълнителен директор, представляващ "УНИФАРМ" АД, ЕИК 831537465, със седалище и адрес на управление: гр. София, район Студентски, ж.к. Дървеница, ул. „Трайко Станоев“ № 3

Рег. № 1031, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

