

Приложение № 1
към Договор за преобразуване
между “Медика” АД и “Софарма” АД
от 31 януари 2017 г.

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА
“СОФАРМА” АД**

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

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

Дата към която е изготвена обосновката: 25.01.2017 г.

Съдържание

1. Резюме на данните от оценката.....	3
1.1. Оценка на “Софарма” АД.....	3
1.2. Оценка на “Медика” АД.....	4
1.3. Съотношение на замяна.....	4
1.4. Прогнозна оценка на приемащото дружество.....	5
1.5. Отговорност на Комисията.....	5
1.6. Дата на обосновката и срок на валидност.....	6
1.7. Друга съществена информация.....	6
2. Разяснение на извършената оценка.....	6
2.1. Основна информация за “Софарма” АД.....	6
2.2. Силни и слаби страни на дружеството.....	16
2.3. Финансова информация за дружеството.....	16
2.4. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план.....	29
2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на Дружеството.....	31
3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД.....	35
3.1. Източници на информацията, използвана при обосновката на справедливата цена.....	35
3.2. Резултати от направената оценка по различните методи.....	36
4. Справедлива стойност на акциите на “Софарма” АД.....	58

1. Резюме на данните от оценката

1.1. Оценка на “Софарма” АД

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

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

Таблица № 1: Справедлива цена на “Софарма” АД

Използван метод	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	3,83	50%
Метод на нетната стойност на активите	3,59	25%
Метод на дружествата -анализи	4,45	25%
Справедлива цена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал .2 от Наредба № 41 (лв.)		3,93
Цена на затваряне към 24.01.2017 г.	3,369	40%
Справедлива цена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал .2 от Наредба № 41	3,93	60%
Справедлива цена на една акция (лв.)		3,70

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

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

Таблица № 2: Данни за търговията с акции на “Софарма” АД

Период	24.10.2016 – 24.01.2017
Брой акции на “Софарма” АД	134 797 899
Общ брой акции, изтъргувани на БФБ – София	6 283 051
Общ брой акции, изтъргувани на Варшавската фондова борса	536
Търговски сесии за периода (София/Варшава)	65/63
Среднодневен обем (бр.)	96 671
Минимално изискуем среднодневен обем	13 480

Източник: Bloomberg

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

1.2. Оценка на "Медика" АД

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

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

Таблица № 3: Справедлива цена на "Медика" АД

Използван метод	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	4,10	50%
Метод на нетната стойност на активите	2,95	25%
Метод на дружествата-аналози	2,91	25%
Справедлива цена (съгласно чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41)		3.51

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

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

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

1.3. Съотношение на замяна

Направената оценка на справедливата стойност на акциите на двете дружества определя съотношение на замяна в размер на 0,9486. Това означава, че срещу всяка притежавана акция от "Медика" АД всеки акционер в дружеството ще получи 0,9486 акции от приемащото дружество "Софарма" АД.

Таблица № 4: Съотношение на замяна

Справедлива цена на "Медика" АД	3,51 лв.
Справедлива цена на "Софарма" АД	3,70 лв.
Коефициент на замяна	0,9486

* Коефициентът на замяна е закръглен до четвъртата цифра след десетичния знак

1.4. Прогнозна оценка на приемащото дружество

	"Софарма" АД	"Медика" АД
Регистриран капитал (бр. акции)	134 797 899	10 068 690
Бр. акции в обращение към датата на обосновката	128 984 319	10 068 690
Справедлива стойност на собствения капитал (лв.)	477 241 980	35 341 102
Справедлива цена на една акция (лв.)	3,70	3,51
Съотношение на замяна		0.9486
Брой акции от капитала на "Медика" АД, подлежащи на замяна	205 666	
Бр. акции от капитала на "Софарма" АД в обращение след вливането*	129 179 414	
Справедлива стойност на капитала на "Софарма" АД след вливането	477 963 868	
Справедлива цена на една акция след вливането (лв.)		3,70

* Изчислен при допускането, че за осигуряване на необходимите акции при замяната ще бъдат използвани част от притежаваните от "Софарма" АД обратно изкупени 5 662 414 броя собствени акции

Прогнозната оценка на акция на приемащото дружество не взема под внимание ефектите от възможните закръгляния на броя на акциите, които всеки акционер на преобразуващото се дружество би получил от капитала на приемащото дружество в следствие на приложеното съотношение на замяна. Прогнозната оценка на справедливата стойност на "Софарма" АД (приемащото дружество) след вливането е изчислена като чистата стойност на имуществото на приемащото дружество е увеличена с чистата стойност на имуществото на "Медика" АД (преобразуващото се дружество), която съответства на акциите от капитала на преобразуващото се дружество, които не са собственост на приемащото дружество "Софарма" АД (205 666 бр.).

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

1.5. Отговорност на Комисията

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

1.6. Дата на обосновката и срок на валидност

Обосновката на изготвената оценка е направена към 25.01.2017 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

1.7. Друга съществена информация

Съветът на директорите на “Софарма” АД не счита, че има друга съществена информация, отнасяща се за акциите, освен съдържащата се в обосновката.

2. Разяснение на извършената оценка

2.1. Основна информация за “Софарма” АД

“Софарма” АД е публично акционерно дружество със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. “Илиянско шосе” № 16, тел.: +359 2 8134200, факс: +359 2 9360286, електронна поща (e-mail): mail@sopharma.bg, електронна страница в интернет (web-site): www.sopharma.bg и www.sopharmagroup.bg. Дружеството има за предмет на дейност производство и търговия на лекарствени субстанции и лекарствени форми; научно-изследователска и инженерно-внедрителска дейност в областта на фитохимията, химията и фармацията, извършва услуги с производствено предназначение, свързани със спомагателната и обслужващата си дейност, както и всякаква друга дейност, която не е забранена от закона.

“Софарма” АД води началото си 1933 г. От 1991, с решение № 1/1991 на Софийски градски съд по фирмено дело № 19359/1991 г., “Софарма” АД е регистрирано в Търговски регистър под партиден № 561, том 11, стр 8.

През септември 2000 г. “Софарма” АД е приватизирана, превръщайки се в частна фармацевтична компания. Придържайки се към високите световни стандарти за качество, Дружеството постига висока ефективност при производството на фармацевтични продукти и успява да се наложи не само като лидер на българския фармацевтичен пазар, но и като силен регионален играч.

“Софарма” АД е публично дружество съгласно българския Закон за публично предлагане на ценни книжа. От м. ноември 2011 г. акциите на дружеството се търгуват и на Варшавската фондова борса.

“Софарма” АД има едностепенна система на управление със Съвет на директорите, състоящ се от петима членове, както следва:

- д.и.н. Огнян Иванов Донеv – Председател и Изпълнителен директор на дружеството
- Весела Любенова Стоева – Член
- Огнян Кирилов Палавееv – Член
- Андрей Людмилов Брешков – Член
- Александър Викторoв Чаушев – Член

Дата на изтичане на мандата: 29.06.2021 г.

Към 30.09.2016 г. Група Софарма (Групата) включва дружество-майка и неговите 37 дъщерни дружества, пряко или непряко контролирани от дружеството. Допълнително, Софарма има инвестиции в 7 съвместни и 3 асоциирани дружества. Основна дейност на предприятията в Група Софарма е производство и търговия с лекарствени продукти, както и всякакви дейности, подкрепящи основния бизнес.

Дъщерни дружества

Към 30.09.2016 г. дъщерните дружества в Групата са:

- **Софарма Трейдинг АД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Варненски окръжен съд № 3594/16.10.1998 г. и със седалище и адрес на управление – гр. София, район Изгрев, ул. "Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

Предмет на дейност: Търговия с фармацевтични продукти

- **Фармалогистика АД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд от 12.08.2002 г. и със седалище и адрес на управление - гр.София, ул."Рожен" №16;

Предмет на дейност: вторична опаковка на фармацевтични продукти и отдаване под наем на недвижими имоти.

- **Електронкомерс ЕООД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд по ф.д. № 24456 от 1991 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, ул. "Самоковско шосе" № 1;

Предмет на дейност: търговия, транспортиране и разфасовка на радиоактивни материали и ядрена техника за медицината, битова електроника и електротехника.

- **Биофарм Инженеринг АД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Сливенски окръжен съд № 524/1997 г. и със седалище и адрес на управление - гр. Сливен, бул. "Тракия" № 75;

Предмет на дейност: производство и търговия с инфузионни разтвори.

- **Момина крепост АД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Великотърновски окръжен съд № 3426/1991 г. и със седалище и адрес на управление - гр. Велико Търново, ул. "Магистрална" № 23;

Предмет на дейност: разработване, внедряване и производство на медицински изделия за хуманната и ветеринарната медицина.

- **Софарма Билдингс АДСИЦ** – търговско дружество, регистрирано в България с решение № 1 от 14.08.2007 г. на СГС и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул. "Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 20;

Предмет на дейност: инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа в недвижими имоти (секюритизация на недвижими имоти) посредством покупка на право на собственост и други вещни права върху недвижими имоти, отдаване под наем, лизинг, аренда и/или продажбата им;

- **Унифарм АД** – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд по ф.д. № 3685 от 1994 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, ул. "Трайко Станоев" № 3;

Предмет на дейност: производство и търговия на фармацевтични продукти

- **Фито Палаузово АД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20120924105551 от 24.09.2012 г. и със седалище и адрес на управление - гр. Казанлък, бул. "23 Пехотен шипченски полк" № 110;

Предмет на дейност: производство, събиране, изкупуване, добив и реализация на билки и лечебни растения;

- **Софармаси ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 201501191300026 от 19.01.2015 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул."Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

Предмет на дейност: франчайзинг, ноу-хау, наемане на имоти, търговия и други

- **Софармаси 2 ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20150617110324 от 17.06.2015 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул."Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени продукти.

- **Софармаси 3 ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20151202165822 от 02.12.2015 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул."Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

- Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени продукти.

- **Софармаси 4 ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20160229093338 от 29.02.2016 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул. "Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени продукти

- **Софармаси 5 ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20160301155620 от 01.03.2016 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул. "Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени продукти

- **Софармаси 6 ЕООД** - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20140127170842 от 27.01.2014 г. и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Изгрев, ул. "Лъчезар Станчев" 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А“, етаж 12. (До 10.07.2016 г. наименованието на дружеството е Фарма Онлайн ЕООД.);

Предмет на дейност: онлайн и офлайн търговия на дребно с лекарствени продукти.

- **Медика АД** - търговско дружество, регистрирано в България с регистрация по фирмено дело № 99 от 1991 г. на Благоевградски окръжен съд и със седалище и адрес на управление - гр. София, район Оборище, бул."Княз Александър Дондуков" 82;

Предмет на дейност: производство и продажба на превързочни и санитарно – хигиенни материали, готови лекарствени форми, зъбно-зъболекарски препарати и хранителни добавки.

- **Медика – Здраве ЕООД** - регистрирано в България с регистрация по фирмено дело № 7432 от 2001 г. на Софийски градски съд и със седалище и адрес на управление - гр. София, ж.к.Лагера, бл.38, вх.В, ет.1, ап.1. На 02.08.2016 г. е вписано в Търговския регистър решение на едноличния собственик за откриване на производство по ликвидация на дружеството.

Предмет на дейност: представлява “Медика” АД в търговете и сключването на договори с болничните заведения;

- **Софарма Поланд З.О.О**, Полша, в ликвидация - търговско дружество, регистрирано в Полша с решение № KRS 0000178554 от 04.11.2003 г. на XX Икономическо отделение на Районния съдебен регистър на Варшава и със седалище и адрес на управление – Полша, гр. Варшава, ул. “Шъшкова” № 58;

Предмет на дейност: изследване на пазара и общественото мнение

- **Софарма Варшава СП. З.О.О**, Полша – търговско дружество, регистрирано в Полша с решение № ДСР 0000372245 от 17.12.2010 г. на XII стопанско отделение на Държавния съдебен регистър на Варшава и със седалище и адрес на управление – Полша, гр. Варшава, ул. ”Халубинскиего” № 8;

Предмет на дейност: търговия на едро с фармацевтични и медицински стоки и изследване на пазара и общественото мнение

- **ООО Софарма Украйна**, Украйна – търговско дружество, регистрирано в Украйна с решение № 10691020000029051 от 07.08.2012 г. на Единния държавен регистър на юридическите лица и физическите лица - предприемачи и със седалище и адрес на управление – Украйна, гр. Киев, Оболонски район, проспект ”Московский” № 9, корпус 4, ет.2, офис 4-203;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и изследване на пазара и общественото мнение

- **ПАО Витамини**, Украйна – търговско дружество, регистрирано в Украйна с решение № 133 от 15.04.1994 г. на Уманския градски съд и със седалище и адрес на управление – Украйна, Черкаска област, гр. Уман, ул. „Ленински искри” № 31;

Предмет на дейност: производство и търговия на фармацевтични продукти

- **Софарма Трендинг Д.о.о**, Белград, Сърбия - търговско дружество, регистрирано в Сърбия с БД 49136/2015 на 05.06.2015 г. от Агенция по стопанските регистри на гр. Белград и със седалище и адрес на управление – Република Сърбия, гр. Белград, ул. „Палмотичева” № 13;

Предмет на дейност: консултантска дейност

- **СИА Бриз**, Латвия – търговско дружество, регистрирано в Латвия с решение № 000302737 на 18.09.1991 г. от Търговския регистър на Латвийската република и със седалище и адрес на управление – Латвия, гр. Рига, ул. „Расас” № 5, LV – 1057;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти

- **СООО Брититрейд**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 1983 на 24.09.2004 г. от Минския градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Минск, ул.”М. Богдановича” № 118, офис 303 – Б;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти

- **ООО Табина**, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 1432/29.12.1999 г. от Минския градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Минск, Куйбышева, д. 57, к. 1;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти

- **СООО Бризфарм**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Минския градски изпълнителен комитет в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под № 800007989 от 07.07.2009 г и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул. "Есенина", д.16, помещ.1 Н;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти

- **ОДО Алеан**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 100160720 от 29.05.2001 г в Минския градски изпълнителен комитет в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул. "Ташкентская", д.16, корпус 1;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти.

- **ООО Фармацевт плюс**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Минския изпълнителен комитет на 24.11.2000 г. / №1348 в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под №190174236 и адрес на управление – Беларус, гр. Минск, 1-ый Твердый переулок, д. 7;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти.

- **УАБ ТБС Фарма**, Литва - търговско дружество, регистрирано в Литовския регистър на юридическите лица на 01.03.2013 г. / 303011389, със седалище и адрес на управление – Литва, гр. Вилнюс, ул. "Витауто" № 8 / ул. „Лиубарто“ № 7, ПК: 08118;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти, производство на лекарствени форми и фармацевтични препарати, научноизследователска и експериментална дейност в областта на биотехнологиите.

- **ОДО Вестфарм**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 590002202 на Гродненски градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. "Домбровского", д.47, к.3;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства и медицинска техника

- **ОДО БелАгроМед**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 009126 от 29.06.2001 г. от Гродненски градски изпълнителен комитет, със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. „17 Септември“;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства и фармацевтични продукти

- **ТОО Софарма Казахстан**, Казахстан - търговско дружество, регистрирано в Казахстан с решение № 5286-1910-04-ТОО от 06.11.2014 г. от Министерство на правосъдието, Ауезовски район, със седалище и адрес на управление – Казахстан, гр. Алмати, Ауезовски район, мкр. Мамир – 4, дом 190;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти

- **ООО Данафарм**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 09.04.2004 г. на Брестски областен изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Брест, бул. „Машерова“ 53;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника

и фармацевтични продукти.

- **ООО Галенафарм**, Беларус- търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 12.06.2013 година на Бретски областен изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, Бретска област, гр. Пинск, ул. „Бретская“ 118-97;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника и фармацевтични продукти

- **ОДО Меджел**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение №1044 от 14.09.2000 г. на Мински градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул. „Солтиса“ 60;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника и фармацевтични продукти;

- **ОДО Аленфарм-плюс**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 25.09.2008 г. на Мински градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление- Беларус, гр. Минск, ул. „Логойский тракт“ 29;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника и фармацевтични продукти;

- **ООО Фарматея**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 17.10.2012 г. на Мински градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление- Беларус, гр. Минск, ул. „Бакинская“ 20;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника и фармацевтични продукти;

- **ООО Мобил Лайн**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 16.03.2010 г. на Борисовски районен изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, Минска област, гр. Борисов, ул. Краснознаменная 63;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства и медицинска техника

Съвместни дружества:

Към 30.09.2016 г. съвместните дружества в Групата са:

- **ООО Виватон плюс**, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 590004353 на Гродненски градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, пр. „Клецкова“ д.13 Б, офис 2;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки

- **ООО Мед-дент**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 0018240 от 11.03.2013 г. от Управление на икономиката на Бобруйски градски изпълнителен съвет, със седалище и адрес на управление – Беларус, Могилевска област, гр. Бобруйск, ул. „К. Маркса“ № 120, офис 4;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки.

- **БООО СпецАфармация**, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 22-8 от 30.10.2000 г. от Могилевски областен изпълнителен комитет, със седалище и адрес на управление – Беларус, Могилевска област, гр. Бобруйск, ул. „К. Маркса“ № 120, офис 2;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки.

- ООО Беллерофон, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 1193 от 17.07.2003 г. издадено от Мински градски изпълнителен комитет, със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Минск, ул. „Сторожевская“ № 5-45;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки

- ЗАО Интерфарм, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под № 300000556 и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Витебск, площад Строителей, бл.3 ап.2;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки

- ООО Ивем и К, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 27.07.2001 г. на Мински градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул. „Бакинская“ 20;

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки

- ООО Ариенс, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 605 от 30.12.1996 г. на Витебски областен изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Полоцк, ул. „Школьная“.

Предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки

Асоциирани дружества

Към 30.09.2016 г. асоциираните дружества в Групата са:

- ОДО Салюс Лайн, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 287 от 05.05.2006 г. на Гродненски градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Гродно, ул. Виленская 6;

Предмет на дейност: търговия на дребно с лекарствени средства, медицинска техника

- ООО Здоровей, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение от 04.06.2014 г. на Мински градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул. „Бакинская“ 20;

Предмет на дейност: търговия на едро с хранителни добавки и изделия с медицинско предназначение

- ООО НПК Биотест, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 48 от 24.07.1990 г. от Ленински районен съвет на народните депутати, със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. „Гожская“ № 2;

Предмет на дейност: производство на лекарства на базата на растителни суровини

Таблица № 5: Дъщерни дружества в Групата към 30.09.2016 г.

<i>Дъщерни дружества в България</i>	<i>% участие</i>
Софарма Трейдинг АД*	72.40%
Фармалогистика АД	80.80%
Електронкомерс ЕООД	100.00%

Биофарм Инженеринг АД	97.15%
Софарма Билдингс АДСИЦ	40.39%
Момина крепост АД	93.53%
Унифарм АД *	52.53%
Фито Палаузово АД	95.00%
Софармаси ЕООД**	72.40%
Софармаси 2 ЕООД**	72.40%
Софармаси 3 ЕООД**	72.40%
Софармаси 4 ЕООД**	72.40%
Софармаси 5 ЕООД**	72.40%
Софармаси 6 ЕООД**	72.40%
Медика АД	97.96%
Медика-Здраве ЕООД (в процес на ликвидация)**	97.96%

<i>Дружества в чужбина</i>	<i>% участие</i>
СИА Бриз	66.13%
СООО Брититрейд **	52.90%
ПАО Витамины	99.56%
Софарма Варшава СП. З.О.О	100.00%
Софарма Трейдинг Д.о.о. Белград**	72.40%
Софарма Поланд З.О.О – в ликвидация	60.00%
ООО Табина**	62.82%
СООО Бризфарм **	46.26%
ОДО Алеан **	65.87%
ООО Софарма Украйна	100.00%
ООО Фармацевт плюс **	42.98%
УАБ ТБС Фарма **	33.73%
ОДО Вестфарм**	62.82%
ОДО БелАгроМед **	50.26%
ТОО Софарма Казахстан	100.00%
ООО Данафарм **	48.94%
ООО Галенафарм **	48.94%
ОДО Меджел **	48.94%
ОДО Аленфарм-плюс **	48.94%
ООО Фарматея **	22.39%
ООО Мобил Лайн **	48.94%

* ефективен процент на участие

** непряко участие

Източник: Междинни необитирани консолидирани отчети на "Софарма" АД към 30.09.2016 г.

Таблица № 6: Съвместни дружества в Групата към 30.09.2016 г.

<i>Съвместни дружества</i>	<i>% участие</i>
ООО Виватон плюс	50.00% чрез СИА Бриз
ООО Мед-дент	50.00% чрез СИА Бриз
БООО СпецАфармация	50.00% чрез СИА Бриз

ООО Беллерофон, Беларус	50.00% чрез СИА Бриз
ЗАО Интерфарм	50.00% чрез СИА Бриз
ООО Ивем и К, Беларус	50.00% чрез ООО Табина и ООО Фармацевт плюс
ООО Ариенс	50.00% чрез ООО Фармацевт плюс

Източник: Междинни неаудитирани консолидирани отчети на "Софарма" АД към 30.09.2016 г.

Таблица № 7: Асоциирани дружества в Групата към 30.09.2016 г.

Асоциирани дружества	% участие
ОДО Салюс Лайн, Беларус	19.84% (25% номинално участие през СООО Брититрейд)
ООО Здравей, Беларус	10.75% (25% номинално участие през ООО Фармацевт плюс)
ООО НПК Биотест*	50.26% (76% номинално участие през СИА Бриз)

Източник: Междинни неаудитирани консолидирани отчети на "Софарма" АД към 30.09.2016 г.

Групата Софарма извършва дейности в следните сфери:

Производствена дейност

Дружеството и производствените му дъщерни дружества разполагат с 13 фармацевтични завода в България, съобразени с изискванията на ЕС - GMP, един завод в Украйна, сертифициран от местните власти, който сертификат е признат във всички държави от ОНД. Всички производствени мощности са преминали през процедури по сертификация за Европейски GMP.

Производствената дейност на Групата се осъществява и развива в следните основни направления:

- лекарствени средства;
- субстанции и препарати на основата на растителни суровини (фитохимично производство);
- ветеринарни ваксини;
- инфузионни разтвори;
- концентрати за хемодиализа;
- медицински изделия за хуманната и ветеринарна медицина;
- бласова и шприцова продукция за промишлеността, селското стопанство и бита.

Дружеството има повече от 210 продукта в своето портфолио: основно генерици и 15 оригинални продукта, като 12 от продуктите са на растителна основа. Оригиначните продукти на Дружеството (и по-специално Карсил и Темпалгин) имат основен принос за неговите приходи от експортните пазари, докато за продажбите на местния пазар от най-голямо значение са генеричните продукти на Дружеството, сред които на първо място е лекарството Аналгин.

Продуктовото портфолио на "Софарма" АД е фокусирано върху следните терапевтични области: кардиология, гастроентерология, овладяване на болката, кашлица и настинка, имунология и дерматология, дихателни пътища и астма, неврология и психиатрия, урология и гинекология.

Производствената дейност на Групата се осъществява основно от "Софарма" АД (Дружеството) и в по-малка степен от производствените му дъщерни дружества, включително Унифарм АД и "Медика" АД в България и ПАО Витамини в Украйна.

Дистрибуция

Софарма Трейдинг АД е водещ дистрибутор на фармацевтични продукти и козметика в България с пазарен дял за фармацевтични продукти от 21% (според IMS). Софарма Трейдинг АД е единственият дистрибутор на българския пазар на определени фармацевтични продукти на няколко водещи международни фармацевтични и други компании в областта на здравеопазването като Amgen, Astra Zeneca, GE Healthcare, Johnson and Johnson, Abbot Diagnostics, Hartmann, Novartis и Novo Nordisk.

Компанията предлага повече от 10 000 продукта (по-специално лекарства, медицинско оборудване и устройства, консумативи, козметика, витамини и хранителни добавки) в портфолиото си, включително и марките на Софарма, и притежава изключителните права за България над марки на стратегически партньори като Aboca, Colief, Jamieson, Planter's, Premax, Skincode, SVR Laboratories, US Pharmacia and Wyeth, специализирани услуги (като софтуерни решения за аптеки и консултантски услуги) и национални логистични услуги. Софарма Трейдинг си сътрудничи с повече от 400 партньора и над 3 000 клиента.

Научноизследователска и развойна дейност

Групата фокусира своята научноизследователска и развойна дейност основно върху генерични продукти. Научноизследователските и развойни проекти са насочени върху намирането и разработването на нови форми и състав или физически качества (като лекарствена форма или формата на таблетките) на продукт с цел адаптирането му към настоящи пазарни нужди. Стратегическа цел на "Софарма" АД е в бъдеще да постигне стабилен резултат на разработване на осем – десет нови продукта на година. Дружеството основно подава заявления за получаване на разрешения за употреба на нови продукти, включително и нови форми на продукти, в България и/или на експортните пазари, и за съществуващи продукти на нови пазари.

Благодарение на своята научноизследователска и развойна дейност, "Софарма" АД е известна от години и с традиционното производство на няколко собствени продукта на база растителни екстракти, получавани по собствено създадени технологии. Тези продукти са защитени освен с търговска марка и с патент или фирмено ноу-хау. През годините на своето съществуване, "Софарма" АД генерира и защитава своя индустриална собственост, като в резултат на това е натрупала голям брой обекти на индустриалната собственост, по-голямата част от които – регистрирани права (марки, патенти, дизайни) и по-малка част нерегистрирани обекти – предимно технологии.

Нефармацевтични дейности

Част от предприятията в групата на Софарма също така извършват дейности и услуги, които не са пряко свързани с фармацията, но са от важно значение, тъй като спомагат за цялостното функциониране на Групата. Такива дейности включват:

- изпитване на различни видове храни, води, фуражи, напитки;
- дезинфекция, дезинсекция и дератизация;
- обработка на опасни отпадъци и др.

2.2. Силни и слаби страни на дружеството

В долната таблица е обобщена конкурентната позиция в сектора или SWOT - анализ на "Софарма" АД.

Силни страни	Слаби страни
<ul style="list-style-type: none">• Дългогодишен опит във всички сфери на фармацията – от разработването на собствени и генерични лекарствени субстанции, до тяхното производство и дистрибуция;• Стабилни пазарни позиция в Източна Европа и ОНД;• Модерна производствена база, която отговаря на най-високите европейски стандарти;• Синергии, породени от междуфирмените операции в Групата;• Достатъчно финансови ресурси за реализиране на регионалната експанзия на Дружеството;• Служители с богат дългогодишен професионален опит.	<ul style="list-style-type: none">• Слаба популярност на продуктите извън основните пазари;• Част от консолидираните приходи се генерират от продажби на държавни болници, което определя известна степен на бизнес риск с оглед забавените плащания от страна на болниците;• Производство на предимно генерични лекарства, които се характеризират с ниска добавена стойност за разлика от оригиналните форми;• Зависимост на Групата от дистрибуторския бизнес на Софарма Трейдинг АД, който е концентриран предимно в България и е силно конкурентен;
Възможности	Заплахи
<ul style="list-style-type: none">• Разработване и внедряване на нови продукти;• Засилване позициите на Групата в дистрибуторския сегмент;• Разширяване на гамата от допълнителни услуги към наличния портфейл от продукти;• Разширяване на клиентската база на вътрешния и установените чуждестранни пазари;• Експанзия към нови чужди пазари;• Разширяване на Групата чрез поглъщания и сливания.	<ul style="list-style-type: none">• Неблагоприятна промяна в законодателството, регулиращо бизнеса на Групата;• Засилване на конкуренцията в лицето на други компании;• Влошаване на макроикономическата обстановка в България и на основните експортни пазари на Групата;• Влошаване на политическата обстановка в Украйна, където Групата разполага с производствени мощности;• Продължаване на тенденцията публичните разходи за здравеопазване в България да са ниски в сравнение с европейските стандарти, което иначе би осигурило по-предвидими и стабилни продажби на Дружеството.• Все по-активна намеса на държавата в ценообразуването в сектора.

2.3. Финансова информация за дружеството

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години, както и актуална информация на базата на последния публикуван финансов отчет към 30.09.2016 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти:

ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица № 8: Активи на "Софарма" АД (на консолидирана база)

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
Нетекущи активи					
Имоти, машини и оборудване		306 728	299 037	315 005	304 586
Нематериални активи		15 504	13 270	24 127	24 968
Репутация		12 843	10 918	11 375	10 252
Инвестиционни имоти		10 526	10 606	10 562	10 562
Инвестиции в асоциирани и съвместни дружества		1 640	12 387	5 224	7 821
Инвестиции на разположение за продажба		8 187	6 968	7 424	7 031
Дългосрочни вземания от свързани предприятия		25 649	33 150	20 505	11 225
Други дългосрочни вземания		488	353	3 546	3 973
Активи по отсрочени данъци		3 027	3 849	3 716	3 743
ОБЩО ДЪЛГОСРОЧНИ АКТИВИ		384 592	390 538	401 484	384 161
Текущи активи					
Материални запаси		140 352	155 910	163 129	159 745
Търговски вземания		191 127	196 330	205 589	226 692
Вземания от свързани предприятия		29 149	25 318	27 434	24 722
Други краткосрочни вземания и активи		11 609	22 445	14 505	20 471
Парични средства и еквиваленти		27 134	26 822	23 486	17 613
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ		399 371	426 825	434 143	449 243
ОБЩО АКТИВИ		783 963	817 363	835 627	833 404

Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудитирани финансови отчети към 30.09.2016 г.

Предвид дейността на дружеството, очаквано имотите, машините и оборудването заемат най-висок дял от активите му. Към края на третото тримесечие на 2016 г. те достигат 304 586 хил. лв. като отчетеното намаление спрямо края на 2015 г. се дължи основно на ефектите върху консолидираните резултати от осъщественото освобождаване от дъщерни дружества през 2016 г.

Към 30.09.2016 г. нематериалните активи на "Софарма" АД възлизат на 24 968 хил. лв. и включват: права върху интелектуална собственост (12 718 хил. лв.), програмни продукти (8 383 хил. лв.), разходи за придобиване на материални активи (1 064 хил. лв.) и други нематериални активи (2 803 хил. лв.).

Краткотрайните активи на дружеството възлизат на 449 243 хил. лв. към края на последния отчетен период, като най-голям дял от тях традиционно заемат търговските вземания (226 692 хил. лв.) и материалните запаси (159 745 хил. лв.).

Таблица № 9: Собствен капитал и пасиви на "Софарма" АД (на консолидирана база)

	2013	2014	2015	Q3 2016
Собствен капитал				
Основен акционерен капитал	132 000	132 000	134 798	134 798
Неразпределена печалба	195 896	203 260	222 238	241 533
Резерви	32 026	36 069	48 855	51 697
	359 922	371 329	405 891	428 028

Неконтролиращо участие	54 350	60 308	51 749	34 408
ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ	414 272	431 637	457 640	462 436

Нетекущи пасиви

Дългосрочни банкови заеми	55 992	45 820	38 876	28 377
Пасиви по отсрочени данъци	4 695	5 728	7 952	9 544
Дългосрочни задължения към персонала	3 557	3 786	4 199	4 326
Задължения по финансов лизинг	2 382	2 103	1 957	1 654
Правителствени финансираня	5 612	7 558	9 343	8 823
Други нетекущи задължения	51	35	165	28
ОБЩО НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	72 289	65 030	62 492	52 752

Текущи пасиви

Краткосрочни банкови заеми	208 643	217 360	190 785	168 847
Краткосрочна част от дългосрочни банкови заеми	7 083	10 772	14 784	10 653
Търговски задължения	61 433	71 752	87 440	90 508
Задължения към свързани предприятия	3 822	1 634	2 366	904
Задължения по договори за факторинг				17 705
Задължения към персонала и за социално осигуряване	6 731	7 514	8 894	9 724
Задължения за данъци	4 408	6 023	6 368	7 578
Други текущи задължения	5 282	5 641	4 858	12 297
ОБЩО ТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ	297 402	320 696	315 495	318 216
ОБЩО ЗАДЪЛЖЕНИЯ	369 691	385 726	377 987	370 968

ОБЩО ЗАДЪЛЖЕНИЯ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ	783 963	817 363	835 627	833 404
---	----------------	----------------	----------------	----------------

Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудирани финансови отчети към 30.09.2016 г.

Към 30.09.2016 г. регистрираният акционерен капитал на "Софарма" АД възлиза на 134 798 хил. лв., разпределени в 134 797 899 акции с номинална стойност един лев за акция. Акциите са обикновени, безналични с право на получаване на дивидент и ликвидационен дял и са регистрирани за търговия на Българска фондова борса – София АД и Варшавската фондова борса. Към същата дата дружеството притежава 5 924 875 броя обрано изкупени собствени акции.

Съгласно последния публикуван консолидиран финансов отчет на дружеството, дългосрочните задължения на Софарма възлизат на 52 752 хил. лв., от които 28 377 хил. лв. са задължения по банкови заеми и 1 654 хил. лв. – задължения по финансов лизинг. Краткосрочните пасиви на компанията са в размер на 318 216 хил. лв., като най – голям дял от тях се пада на задълженията по краткосрочни банкови заеми (168 847 хил. лв.) и търговски задължения (90 508 хил. лв.).

ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Таблица № 10: Приходи от продажби на "Софарма" АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от продажби на стоки по видове					
Таблетни форми	230 743	286 188	296 705	213 249	215 708
Ампулни форми	135 152	153 311	179 330	130 554	135 406
Капки	24 957	33 760	36 063	26 381	22 498
Сиропни форми	13 389	25 339	35 902	26 137	25 928
Консумативи, превързочни материали и апарати	36 717	36 250	21 133	26 613	19 150
Унгвенти	12 076	17 511	18 549	13 676	13 632
Козметични стоки	12 318	7 916	9 307	6 303	7 003
Хранителни добавки и билки	10 032	3 139	3 191	3 112	6 680
Други	19 651	17 730	27 943	19 184	24 468
Общо продажби на стоки	495 035	581 144	628 123	465 209	470 473
Приходи от продажби на готова продукция по видове					
Таблетни форми	170741	171 963	166 200	122 463	109 506
Ампулни форми	44979	35 430	33 364	25 810	22 924
Сиропни форми	14951	13 881	11 097	8 806	5 495
Лиофилни продукти	9198	11 028	9 579	5 209	5 661
Унгвенти	7725	8 988	8 013	6 613	5 397
Инхалаторни продукти		3 155	3 433	-	2 036
Спринцовки	3319	1 653	2 242	1 320	949
Капки	4552	4 843	1 185	4 007	1 038
Други	12 189	8 432	11 746	8 164	14 911
Общо продажби на готова продукция	267 654	259 373	246 861	182 392	167 917
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ПРОДАЖБИ	762 689	840 517	874 984	647 601	638 390
Други приходи/(загуби) от дейността, нето	4 911	5 465	(2 678)	(3 505)	3 783

Източник: Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неодитирани финансови отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

Приходите на „Софарма“ АД могат да се разделят на две основни позиции: приходи от продажби на лекарствени и други продукти, произведени от Дружеството и останалите компании в Групата, и дистрибуция на фармацевтични продукти.

Общите годишни приходи от продажби на Групата възлизат на 874 984 хил. лв. за 2015 г. като 71,8% са генерирани от дистрибуционна дейност. През 2016 г. нестабилността на някои от основните експортни пазари на Софарма доведоха до спад на приходите с 1,4% на годишна база до 638 390 хил. лв. към 30.09.2016 г., като приходите от продажби на продукцията намаляват със 7,9% спрямо предходната година, а приходите от дистрибуция отбелязват ръст от 1,1%.

Таблица № 11: Разходи на "Софарма" АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Изменение на наличностите от продукцията и незавършено производство	3 173	(12 279)	(4 207)	(2 127)	2 383
Разходи за материали	87 166	96 334	86 396	61 492	57 989
Разходи за външни услуги	59 305	67 207	65 661	48 270	41 306
Разходи за персонала	74 659	80 880	81 501	60 499	65 003
Разходи за амортизации	26 219	27 802	26 326	19 603	20 129
Балансова ст-ст на продадени стоки	450 112	530 842	568 590	421 510	418 001
Други разходи за дейността	14 131	15 172	11 599	5 201	5 466
ОБЩО РАЗХОДИ ЗА ДЕЙНОСТТА	714 765	805 958	835 866	614 448	610 277

Източник Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудитирани финансови отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

През разглеждания исторически период оперативните разходи на дружеството нарастват в унисон с увеличението на продажбите на Групата. Основно разходно перо е балансовата стойност на продадените стоки.

Таблица № 12: Нетен финансов резултат на "Софарма" АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Оперативна печалба	52 835	40 024	36 440	29 648	31 896
Обезценка на нетекущи материални и нематериални активи	0	(494)	0		
Нетни финансови приходи/(разходи)	(15 961)	(12 202)	(14 812)	215	(5 293)
Печалба от преизчисления при свръхинфлационни икономика	1 690				
Печалба/(загуба) от асоциирани и съвместни дружества	(736)	310	(1 275)	55	(367)
Печалба/(загуба) от освобождаване на дъщерни дружества	(11)	1 561	7 222	395	12 866
Печалба преди данъци	37 817	29 199	27 575	30 313	39 102
Разходи за данъци	(5 179)	(5 082)	(4 975)	(5 915)	(6 049)
НЕТНА ПЕЧАЛБА ЗА ПЕРИОДА	32 638	24 117	22 600	24 398	33 053

Източник Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудитирани финансови отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

ВЗЕМАНИЯ

Таблица № 13: Вземания на "Софарма" АД (на консолидирана база)

хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
Нетекущи търговски и други вземания	26 241	33 503	24 051	15 198
Вземания от свързани предприятия	25 656	33 150	20 505	11 225
Вземания от предоставени търговски заеми	0	293	240	427
Други дългосрочни вземания	585	60	3 306	3 546

Активи по отсрочени данъци	3 027	3 849	3 716	3 743
Текущи търговски и други вземания	229 865	240 036	245 550	269 998
Вземания от свързани предприятия	28 763	25 318	27 434	24 722
Вземания от клиенти и доставчици	187 060	191 628	204 039	218 644
Вземания от предоставени аванси	4 072	4 702	1 550	8 048
Вземания от предоставени търговски заеми	1 242	1 517	2 940	2 497
Съдебни вземания	797	3 891	1 929	2 271
Данъци за възстановяване	5 636	8 580	5 418	5 734
Други краткосрочни вземания	2 295	4 400	2 240	8 082
ОБЩО ВЗЕМАНИЯ	259 133	277 388	273 317	288 939

Източник Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неодитирани финансови отчети към 30.09.2016 г.

ЗАДЪЛЖЕНИЯ

Таблица № 14: Задължения на "Софарма" АД (на консолидирана база)

	2013	2014	2015	Q3 2016
Нетекущи търговски и други задължения	67 598	59 302	50 341	30 087
Задължения към свързани предприятия				
Задължения към банки	55 992	45 820	38 876	28 377
Задължения по финансов лизинг	2 382	2 103	1 957	1 682
Други дългосрочни задължения	9 224	11 379	9 508	28
Данъчни пасиви	4 647	5 728	7 952	9 544
Текущи търговски и други задължения	297 768	320 696	315 495	318 216
Задължения към свързани предприятия	3 828	1 634	2 366	904
Задължения към банки	208 643	217 360	190 785	168 847
Текуща част от нетекущите задължения към банки	7 083	10 772	14 784	10 653
Задължения по търговски заеми				
Задължения към доставчици и клиенти	60 515	70 624	87 046	89 691
Задължения по получени аванси	1 197	1 128	394	817
Задължения към персонала и осигурителни предприятия	6 757	7 514	8 894	9 724
Данъчни задължения, в т.ч.:	4 410	6 023	6 368	7 578
Други краткосрочни задължения	5 335	5 641	4 858	30 002
ОБЩО ЗАДЪЛЖЕНИЯ	370 013	385 726	373 788	357 847

Източник Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неодитирани финансови отчети към 30.09.2016 г.

ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица № 15: Финансова информация на "Софарма" АД (на консолидирана база)

	хил.лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
1 Приходи от дейността		762 689	840 517	874 984	865 773
2 Разходи за суровини и материали		-87 166	-96 334	-86 396	-82 893

3	Разходи за външни услуги	-59 305	-67 207	-65 661	-58 697
4	Други оперативни разходи	-568 294	-642 417	-683 809	-690 105
5	Печалба/Загуба от дейността	52 835	40 024	36 440	38 688
6	Финансови приходи	6 553	5 392	6 828	-300
7	Финансови разходи	-22 514	-17 594	-21 640	-20 020
8	Печалба/загуба преди разходи за данъци	37 817	29 199	27 575	36 364
9	Нетна печалба/загуба	32 638	24 117	22 600	31 255
10	Нетна печалба/загуба за акционерите на предприятието-майка	29 248	20 178	21 314	29 082
11	Дивидент	9 240	0	9 436	0
12	Парични средства и парични еквиваленти	27 134	26 822	23 486	17 613
13	Материални запаси	140 352	155 910	163 129	159 745
14	Търговски вземания	191 127	196 330	205 589	226 692
15	Текущи активи	399 371	426 825	434 143	449 243
16	Обща сума на активите	783 963	817 363	835 627	833 404
17	Текущи задължения	297 402	320 696	315 495	318 216
18	Нетекущи задължения	72 289	65 030	62 492	52 752
19	Дълг	274 800	276 998	247 470	228 264
20	Общо пасиви	369 691	385 726	377 987	370 968
21	Акционерен капитал	132 000	132 000	134 798	134 798
22	Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	359 922	371 329	405 891	428 028
23	Общо собствен капитал	414 272	431 637	457 640	462 436
24	Оборотен капитал	101 969	106 129	118 648	131 027
25	Брой акции в обращение в края на периода (хил.)	126 325	126 671	129 317	128 873
26	Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	127 149	126 700	129 155	129 165
27	Паричен поток от оперативна дейност (ttm)	52 497	37 653	67 310	-31 584
Коефициенти за рентабилност					
28	Норма на печалбата от оперативна дейност	0.07	0.05	0.04	0.04
29	Норма на печалбата преди данъци (8/1)	0.05	0.03	0.03	0.04
30	Норма на нетната печалба (9/1)	0.04	0.03	0.03	0.04
31	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви (26/20)	0.14	0.10	0.18	-0.09
32	Възвръщаемост на активите (9/16)	4.2%	3.0%	2.7%	3.8%
33	Възвръщаемост на собствения капитал (9/23)	7.9%	5.6%	4.9%	6.8%
Коефициенти за активи и ликвидност					
34	Обращаемост на активите (1/16)	0.97	1.03	1.05	1.04
35	Обращаемост на оборотния капитал (1/24)	7.48	7.92	7.37	6.61
36	Обращаемост на вземанията (1/14)	3.99	4.28	4.26	3.82
37	Текуща ликвидност (15/17)	1.34	1.33	1.38	1.41
38	Бърза ликвидност (15-13)/17	0.87	0.84	0.86	0.91
39	Абсолютна (незабавна) ликвидност (12/17)	0.09	0.08	0.07	0.06
Коефициенти за ливъридж					
40	Коефициент Замен/Собствен капитал (19/23)	0.66	0.64	0.54	0.49
41	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.14	0.11	0.09	0.06
42	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (16/23)	1.89	1.89	1.83	1.80

Коефициенти за една акция					
43	Коефициент Продажби на една акция (1/25)	6.04	6.64	6.77	6.72
44	Коефициент Печалба на една акция (10/26)	0.23	0.16	0.17	0.23
45	Коефициент Балансова стойност на една акция (22/25)	2.84	2.93	3.14	3.32
Коефициенти за дивидент					
46	Коефициент на изплащане на дивидент (11/9)	0.3	0.0	0.4	0.0
47	Коефициент на задържане на печалбата	73%	100%	60%	100%
48	Покритие на дивидент (9/11)	3.7	n/a	2.5	n/a
49	Дивидент на една акция (лв.)	0.07	0.0	0.07	0.00
Коефициенти за развитие					
50	Темп на прираст на продажбите	10.76%	10.20%	4.10%	-1.42%
51	Темп на прираст на оперативната печалба	16.20%	-24.25%	-8.95%	7.58%
52	Темп на прираст на нетната печалба	-14.02%	-26.11%	-6.29%	35.47%
53	Темп на прираст на активите	5.17%	4.26%	2.23%	-2.19%
Пазарни коефициенти					
54	Коефициент Цена/Продажби	0.65	0.58	0.40	0.44
55	Коефициент Цена/Печалба	17.02	24.73	16.00	12.84
56	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	1.38	1.32	0.87	0.89
57	Пазарна цена на акциите*	3.915	3.88	2.74	2.96

* Цена на затваряне е края на съответния период

** Показателите са закръглени до втория десетичен знак. Данните в редове 1-10 и ред 26 са на база консолидираните отчети на "Софарма" АД за последните 12 месеца

Източник Консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудитирани финансови отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

Таблица № 16: Финансова информация на "Софарма" АД (на индивидуална база)

ХИЛ. ЛВ.	2013	2014	2015	30.9.2016	
1	Приходи от дейността	216 054	201 461	173 803	170 236
2	Разходи за суровини и материали	-54 932	-73 507	-61 619	-55 718
3	Разходи за външни услуги	-59 659	-56 396	-41 275	-32 924
4	Други оперативни разходи	-58 975	-50 420	-49 423	-57 388
5	Печалба/Загуба от дейността	45 567	24 698	25 137	28 284
6	Финансови приходи	9 987	13 001	17 922	24 130
7	Финансови разходи	-17 338	-4 727	-6 312	-6 582
8	Печалба/загуба преди разходи за данъци	38 023	29 720	28 180	37 265
9	Нетна печалба/загуба	33 661	27 291	25 354	34 368
10	Дивидент	8 858	0	9 071	0
11	Парични средства и парични еквиваленти	8 198	4 076	3 745	1 686
12	Материални запаси	50 083	57 360	61 701	59 110
13	Търговски вземания	22 155	23 397	21 466	19 231
14	Текущи активи	191 027	196 239	171 828	180 963
15	Обща сума на активите	549 136	571 917	570 609	574 641
16	Текущи задължения	121 463	116 908	94 667	76 246
17	Нетекучи задължения	57 987	48 485	44 316	39 888
18	Дълг	151 472	136 198	107 163	85 210

19	Общо пасиви	179 450	165 393	138 983	116 134
20	Акционерен капитал	132 000	132 000	134 798	134 798
21	Собствен капитал	369 686	406 524	431 626	458 507
22	Оборотен капитал	69 564	79 331	77 161	104 717
23	Брой акции (хил.) в обращение в края на периода	126 539	126 886	129 579	129 193
24	Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	127 423	126 914	129 380	129 505
25	Паричен поток от оперативна дейност	91 443	31 533	28 398	32 047

Коефициенти за рентабилност

26	Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	0.21	0.12	0.14	0.17
27	Норма на печалбата преди данъци (8/1)	0.18	0.15	0.16	0.22
28	Норма на нетната печалба (9/1)	0.16	0.14	0.15	0.20
29	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви (24/19)	0.51	0.19	0.20	0.28
30	Възвръщаемост на активите (9/15)	6.1%	4.8%	4.4%	6.0%
31	Възвръщаемост на собствения капитал (9/20)	9.1%	6.7%	5.9%	7.5%

Коефициенти за активи и ликвидност

32	Обращаемост на активите (1/15)	0.39	0.35	0.30	0.30
33	Обращаемост на оборотния капитал (1/22)	3.11	2.54	2.25	1.63
34	Обращаемост на вземанията (1/13)	9.75	8.61	8.10	8.85
35	Текуща ликвидност (14/16)	1.57	1.68	1.82	2.37
36	Бърза ликвидност (14-12)/16	1.16	1.19	1.16	1.60
37	Абсолютна (незабавна) ликвидност (11/16)	0.07	0.03	0.04	0.02

Коефициенти за ливъридж

38	Коефициент Заеман/Собствен капитал (18/21)	0.41	0.34	0.25	0.19
39	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.13	0.09	0.07	0.06
34	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (15/21)	1.49	1.41	1.32	1.25

Коефициенти за една акция

41	Коефициент Продажби на една акция (1/23)	1.71	1.59	1.34	1.32
42	Коефициент Печалба на една акция (9/24)	0.26	0.21	0.20	0.27
43	Коефициент Балансова стойност на една акция (21/23)	2.92	3.20	3.33	3.55

Коефициенти за дивиденд

44	Коефициент на изплащане на дивидент (10/9)	0.3	0.0	0.4	0.0
45	Коефициент на задържане на печалбата	74%	100%	64%	100%
46	Покритие на дивидент (9/10)	3.8	n/a	2.8	n/a
47	Дивидент на една акция (лв.)	0.07	0.0	0.07	0.00

Коефициенти за развитие

48	Темп на прираст на продажбите	2.74%	-6.75%	-13.73%	-2.91%
49	Темп на прираст на оперативната печалба	11.64%	-45.80%	1.78%	18.79%
50	Темп на прираст на нетната печалба	-17.67%	-18.92%	-7.10%	32.2%
51	Темп на прираст на активите	-5.81%	4.15%	-0.23%	-3.27%

Пазарни коефициенти

52	Коефициент Цена/Продажби	2.29	2.44	2.03	2.24
53	Коефициент Цена/Печалба	14.72	18.04	14.00	11.15

54	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	1.34	1.21	0.82	0.83
55	Пазарна цена на акциите*	3.915	3.880	2.740	2.955

* Цена на затваряне е края на съответния период

** Показателите са закръглени до втория десетичен знак. Данните в редове 1-9 и ред 24 са на база индивидуалните отчети на "Софарма" АД за последните 12 месеца

Източник: Индивидуални одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудирани финансови отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

На база на последните отчети на "Софарма" АД и "Медика" АД към 30.09.2016 г. е представена прогнозна финансова информация за "Софарма" АД в ролята на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели на индивидуална и консолидирана база.

Таблица № 17: Прогнозна финансова информация за "Софарма" АД на консолидирана база

ХИТ. ЛВ.	30.09.2016	30.09.2016	
	преди преобразуването	след преобразуването	
1	Приходи от дейността	638 390	638 390
2	Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	3 783	3 783
3	Изменение на наличностите от продукцията и незавършено производство	(2 383)	(2 383)
4	Разходи за материали	(57 989)	(57 989)
5	Разходи за външни услуги	(41 306)	(41 306)
6	Разходи за персонала	(65 003)	(65 003)
7	Разходи за амортизации	(20 129)	(20 129)
8	Балансова ст-ст на продадени стоки	(418 001)	(418 001)
9	Други разходи за дейността	(5 466)	(5 466)
10	Оперативна печалба	31 896	31 896
11	Финансови приходи	4 679	4 679
12	Финансови разходи	(9 972)	(9 972)
13	Печалба/(загуба) от асоциирани и съвместни дружества	(367)	(367)
14	Печалба/(загуба) от освобождаване на дъщерни дружества	12 866	12 866
15	Печалба преди данъци	39 102	39 102
16	Разходи за данъци	(6 049)	(6 049)
17	Нетна печалба за периода	33 053	33 053
18	Нетна печалба/загуба за акционерите на предприятието-майка	31 627	31 656
19	Парични средства и парични еквиваленти	17 613	17 613
20	Материални запаси	159 745	159 745
21	Търговски вземания	226 692	226 692
22	Текущи активи	449 243	449 243
23	Обща сума на активите	833 404	833 404
24	Текущи задължения	318 216	318 216
25	Нетекучи задължения	52 752	52 752
26	Дълг	228 264	228 264
27	Общо пасиви	369 691	369 691

28	Акционерен капитал	134 798	134 798
	Собствен капитал, принадлежащ на акционерите		
29	на предприятието-майка	428 028	428 028
30	Общо собствен капитал	462 436	462 436
31	Оборотен капитал	131 027	131 027
32	Брой акции (хил.) в обращение в края на периода	128 873	129 068
33	Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	129 165	129 214
34	Паричен поток от оперативна дейност	(60 411)	(60 411)

Коефициенти за рентабилност

35	Норма на печалбата от оперативна дейност	0.04	0.04
36	Норма на печалбата преди данъци	0.04	0.04
37	Норма на нетната печалба	0.04	0.04
38	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	-0.09	-0.09
39	Възвръщаемост на активите	3.8%	3.8%
40	Възвръщаемост на собствения капитал	6.8%	6.8%

Коефициенти за активи и ликвидност

41	Обращаемост на активите	1.04	1.04
42	Обращаемост на оборотния капитал	6.61	6.61
43	Обращаемост на вземанията	3.82	3.82
44	Текуща ликвидност	1.41	1.41
45	Бърза ликвидност	0.91	0.91
46	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.06	0.06

Коефициенти за ливъридж

47	Коефициент Заемн/Собствен капитал	0.49	0.49
48	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.06	0.06
49	Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.80	1.80

Коефициенти за една акция

50	Коефициент Продажби на една акция	6.72	6.71
51	Коефициент Печалба на една акция	0.23	0.23
52	Коефициент Балансова стойност на една акция	3.32	3.32

Коефициенти за дивидент

53	Коефициент на изплащане на дивидент	n/a	n/a
54	Коефициент на задържане на печалбата	n/a	n/a
55	Покритие на дивидент	n/a	n/a
56	Дивидент на една акция (лв.)	n/a	n/a

Коефициенти за развитие

57	Темп на прираст на продажбите	-1.42%	-1.42%
58	Темп на прираст на оперативната печалба	7.58%	7.58%
59	Темп на прираст на нетната печалба	35.47%	35.47%
60	Темп на прираст на активите	-2.19%	-2.19%

Пазарни коефициенти

61	Коефициент Цена/Продажби	0.44	0.44
62	Коефициент Цена/Печалба	12.84	12.84
63	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	0.89	0.89

64	Пазарна цена на акциите (лв.)*	2.955	2.955
----	--------------------------------	-------	-------

* Цена на затваряне в края на съответния период

** Данните в редове 1-18 и ред 33 са на база консолидираните отчети на "Софарма" АД за последните 12 месеца.

Показателите са закръглени до втория десетичен знак. Общият брой на акциите в обращение след преобразуването е преизчислен към 30.09.2016 г. на база притежаваните от Групата към този момент обратно изкупени собствени акции и полученото съотношение на замяна.

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

Таблица № 18: Прогнозна финансова информация за "Софарма" АД на индивидуална база

	30.09.2016	
	30.09.2016 преди преобразуването	30.09.2016 след преобразуването
	хил. лв.	
1 Приходи	118 845	130 993
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	2 985	3 391
3 Изменение на наличностите от готова продукция и незавършено производство	(2 493)	(2 891)
4 Разходи за материали	(38 273)	(43 245)
5 Разходи за външни услуги	(22 973)	(24 246)
6 Разходи за персонала	(26 049)	(28 867)
7 Разходи за амортизации	(10 453)	(11 619)
8 Други разходи за дейността	(1 697)	(1 979)
9 Оперативна печалба	19 892	21 537
10 Финансови приходи	23 420	22 082
11 Финансови разходи	(3 118)	(3 141)
12 Печалба преди данъци	40 194	40 478
13 Разходи за данъци	(3 179)	(3 344)
14 Нетна печалба за годината	37 015	37 134
15 Парични средства и парични еквиваленти		
	1 686	4 485
16 Материални запаси	59 110	64 935
17 Търговски вземания	19 231	22 338
18 Текущи активи	180 963	195 768
19 Обща сума на активите	574 641	610 245
20 Текущи задължения	76 246	77 845
21 Нетекущи задължения	39 888	41 466
22 Дълг	85 210	85 775
23 Общо пасиви	116 134	119 311
24 Акционерен капитал	134 798	134 798
25 Собствен капитал	458 507	490 934
26 Оборотен капитал	104 717	117 923
27 Брой акции (хил.) в обращение	129 193	129 388
28 Среднопретеглен брой акции в обращение за последните 4 тримесечия (хил.)	129 505	129 521
29 Паричен поток от оперативна дейност	6 247	8 928
Коефициенти за рентабилност		

30	Норма на печалбата от оперативна дейност	0.17	0.16
31	Норма на печалбата преди данъци	0.22	0.21
32	Норма на нетната печалба	0.20	0.19
33	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	0.28	0.29
34	Възвръщаемост на активите	6.0%	5.7%
35	Възвръщаемост на собствения капитал	7.5%	7.0%
Коефициенти за активи и ликвидност			
36	Обращаемост на активите	0.30	0.30
37	Обращаемост на оборотния капитал	1.63	1.55
38	Обращаемост на вземанията	8.85	8.16
39	Текуща ликвидност	2.37	2.51
40	Бърза ликвидност	1.60	1.68
41	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.02	0.06
Коефициенти за ливъридж			
42	Коефициент Заеман/Собствен капитал	0.19	0.17
43	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.06	0.05
44	Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.25	1.24
Коефициенти за една акция			
45	Коефициент Продажби на една акция	1.32	1.41
46	Коефициент Печалба на една акция	0.27	0.27
47	Коефициент Балансова стойност на една акция	3.55	3.79
Коефициенти за дивидент			
48	Коефициент на изплащане на дивидент	n/a	n/a
49	Коефициент на задържане на печалбата	n/a	n/a
50	Покритие на дивидент	n/a	n/a
51	Дивидент на една акция (лв.)	n/a	n/a
Коефициенти за развитие			
52	Темп на прираст на продажбите	-2.91%	7.01%
53	Темп на прираст на оперативната печалба	18.79%	28.62%
54	Темп на прираст на нетната печалба	32.19%	32.62%
55	Темп на прираст на активите	-3.27%	2.72%
Пазарни коефициенти			
56	Коефициент Цена/Продажби	2.24	2.10
57	Коефициент Цена/Печалба	11.15	10.94
58	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	0.83	0.78
59	Пазарна цена на акциите*	2.955	2.955

* Към края на съответния период

** Данните в редове 1-18 и ред 33 са на база консолидираните отчети на "Софарма" АД за последните 12 месеца.

Показателите Продажби на една акция и Печалба на една акция са изчислени на база общия брой акции в обращение в края на периода. Общият брой на акциите в обращение след преобразуването е преизчислен към 30.09.2016 г. на база притежаваните от дружеството към този момент обратно изкупени собствени акции и полученото съотношение на замяна.

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

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

2.4. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план

Софарма е водещ български производител, износител и дистрибутор на фармацевтични продукти със силни позиции в Източна и Югоизточна Европа, който предлага широка гама от лекарства по лекарско предписание и ОТС продукти. Софарма води началото си от 1933 г.; Дружеството е правопреемник на фабрика Галенус, преименувана след национализацията на Химико-фармацевтичен завод.

За периода 1953-2000 г. Софарма е водещият фармацевтичен производител в България. През септември 2000 г., след успешна приватизация, Софарма става частна компания. Следва период на непрекъснато разширение и модернизация. За двегодишния следприватизационен период Софарма обединява шест предприятия в модерна, динамична корпоративна структура, включваща: "Софарма" АД, Унифарм АД, Врамед АД, Фармахим Холдинг АД, НИХФИ АД, Ростбалканфарм.

През 2003 г. е официално открит Фармацевтичен завод Софарма-Врабево. В своя нов завод за лекарствени средства Софарма инвестира 20 милиона лева. Всяка стъпка от изграждането на завода е съобразена с Европейските стандарти за Добра производствена практика (GMP). През 2004 година Софарма лицензира производствените си мощности съгласно европейските изисквания за Добра производствена практика, с което си осигурява стратегически пазарни позиции след 2007 г. През същата година Софарма увеличава производствения си капацитет чрез присъединяване на „Българска Роза - Севтополис“ АД. През 2005 г. е пуснат в експлоатация най-модерният за България логистичен център (терминал) за дистрибуция на лекарствени продукти, отговарящ на Европейските изисквания за Добра дистрибуторска практика.

През 2006 г. Софарма стартира проектиране и изграждане на нов високотехнологичен таблетен завод за производство на твърди лекарствени форми, с удвоен капацитет и инвестиционен потенциал от над 40 млн. евро. Всички дейности, свързани с проектирането, строителството и валидирането, са подчинени на Европейските стандарти за фармацевтично производство и са съгласувани с Изпълнителната агенция по лекарствата. За предстоящото изграждане на новия завод Софарма получава сертификат за Първи клас инвестиция.

През 2007 година Софарма направи поредна стъпка в модернизиранието и разширението на производствените мощности в таблетното производство в Българска роза - Севтополис - Казанлък. Официалното откриване на новия завод за производство на фармацевтични субстанции се състоя през 2008 г.

През ноември 2009 г. беше приключена сделката за придобиване на дял от страна на Софарма в латвийското дружество Бриз ООО и Софарма бе вписана като акционер, притежаващ 51% от капитала.

През април 2010 г. в Софарма бяха открити нови лаборатории, предназначени за физикохимични изпитвания, оборудвани с инструменти, позволяващи разработването на най-съвременни методи за окачествяване на изходни суровини и материали и готови лекарствени форми. През годината Софарма представи на българския пазар нов медикамент за лечение на високо кръвно налягане и сърдечни заболявания – Небикард. През септември 2010 г. бе направена първата копка на завода за твърди лекарствени форми край Белград.

През 2011 г. Софарма подписа договор за реализация на проект по ОП Конкурентоспособност на стойност близо 8 млн. лв. Дъщерното дружество Бриз СИА сключи договор за придобиване на белоруската верига аптеки ЗАО Интерфарм, като първият етап на процедурата – придобиване на 44,07%, приключи в началото на 2011 г., а останалите 52.54% се предвижда да бъдат придобити в периода 2012 – 2013 г. Също през 2011 г. КЗК разреши концентрацията, поискана от Софарма във връзка с придобиването на акции от Унифарм чрез БФБ-София.

На 13.06.2013 г. е открит новият таблетен завод на “Софарма” АД, инвестицията в който възлиза на 70 млн. лева. Предвижда се в него да се произвеждат 4 млрд. таблетки годишно, като гамата ще включва над 100 лекарствени продукта. През същата година са внедрени 5 нови за дружеството продукта.

През 2014 г. Софарма заплати окончателно увеличението на капитала на БРИЗ СИА, Латвия, което е с цел да разшири присъствието на пазарите на трите балтийски държави и Беларус. Разширяването на присъствието на пазара на Република Беларус включва придобиване на складов комплекс, внедряване на интегрирана информационна система, както и придобиването на нови аптеки в региона.

На 19.06.2014 год. между “Софарма” АД, Българска Роза - Севтополис АД е подписан Договор за преобразуване чрез вливане в съответствие с изискванията на чл. 262д и сл. От Търговския закон в резултат на което цялото имущество на Българска роза – Севтополис АД ще премине към “Софарма” АД и последното ще стане негов правоприменик. Българска роза - Севтополис АД ще се прекрати без ликвидация.

Съгласно подписаният договор, във връзка с осъществяване на вливането е извършено увеличение на капитала на приемащото дружество “Софарма” АД чрез издаването на 2 798 527 броя нови акции с номинална стойност 1 лев на една акция и емисионна стойност от 4,14 лв. Вписването в Търговския регистър е извършено на 26.02.2016 г. В резултат на това основният капитал на “Софарма” АД е увеличен от 132 000 000 лв. на 134 798 527 лв.

През м. юни 2015 г. Групата обяви плановете си за разширяване на своята дейност извън пределите на българския пазар. За целта Софарма Трейдинг АД регистрира търговски дружество Sopharma Trading d.o.o. Belgrade с предмет на дейност консултантски услуги, свързани с бизнес операции.

На 10.11.2016 г. “Софарма” АД придобива 68.05% от капитала на Вета Фарма АД - български производител на лекарствени продукти, хранителни добавки и козметични изделия. В резултат на това Вета Фарма става дъщерно дружество за Групата.

2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на Дружеството

2.6.1 МАКРОИКОНОМИЧЕСКА СРЕДА

Таблица № 19: Основни макроикономически показатели за България

	2011	2012	2013	2014	2015
Брутен вътрешен продукт по текущи цени, млн. лв.	80 759	82 040	82 166	83 634	88 571
Годишен ръст на БВП	1.90%	0%	0.90%	1.30%	3.60%
Средногодишна инфлация	4.2%	3.0%	0.9%	-1.4%	-0.1%
Безработица	10.40%	11.40%	11.80%	10.70%	10.0%
Средна месечна работна заплата, лв.	686	731	775	822	878
Бюджетен дефицит/излишък, % от БВП	-2.0%	-0.3%	-0.4%	-5.5%	-1.7%
Брутен външен дълг, млн. лв.	36 293	37 714	36 936	39 338	34 089
Брутен външен дълг, % от БВП	87.90%	89.90%	87.90%	92%	75.30%
Преки инвестиции в България, млн. евро	1 476.3	1 320.9	1 383.7	1 160.9	1 692.4
Годишен ръст на кредитирането в неправителствения сектор	3.80%	2.80%	0.30%	7.70%	1.60%
Основен лихвен процент	0.19%	0.11	0.02	0.03	0.01

Източник: БНБ, ИСИ

Брутен вътрешен продукт

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

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

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

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

Инфлация

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

Заетост

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

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

Задлъжнялост

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

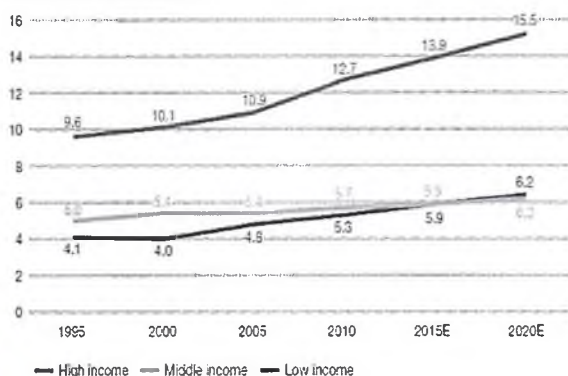
2.6.2. ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА

Глобални тенденции

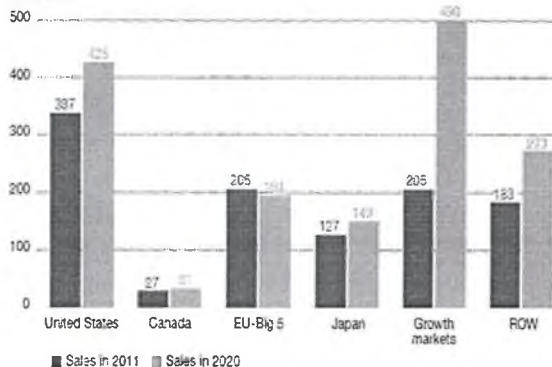
Нарастващият достъп до здравеопазване на населението от развиващите се страни, научните и технологични иновации, покачващите се доходи и социално-демографските промени създават предпоставки за стабилен ръст на глобалната фармацевтична индустрия през следващите няколко години. Според доклад на консултантската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

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

Healthcare expenditure as % GDP



US\$ billions



Източник: PwC

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

Български фармацевтичен пазар

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

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

вече от осигурителни вноски. Започва да функционира и значителен реимбурсен пазар на лекарства, който се заплаща от НЗОК. Към момента НЗОК покрива напълно или частично над 1 700 продукта, като голяма част от тези медикаменти са оригинални препарати (научна разработка с патент), за които могат да се договорят допълнителни по-ниски цени или количества заради гарантирания пазар.

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

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

Традиционно нарастването в стойност е по-голямо при оригиналните медикаменти. Увеличението на пазара като стойност при генеричните медикаменти ще е около 30-40 млн. лв. според данните на IMS Health.

Ръстът на болничния пазар в България се очаква да бъде по-малък през тази година, след като основните нужди от онкологични продукти, които се покриват от здравната каса и който бяха основен двигател на растежа през изминалите години, вече са задоволени.

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

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

3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД

Съгласно Наредба № 41 на Комисията за финансов надзор за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, справедливата цена на акция е среднопретеглената стойност от:

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

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

Капиталът на дружеството е разделен на 134 797 899 броя акции, а 0,01% от него се равнява на 13 480 броя акции. Общият брой изтъргувани акции на Софарма на БФБ-София през разглеждания период е 6 283 051 броя, а на Варшавската фондова борса – 536 броя. При съответно 65 и 63 борсови сесии на двата пазара общият среднодневен обем на търговия с акции за този период възлиза на общо 96 671 броя акции, което значително надхвърля прага от 13 480 броя, за да бъде емисията считана за активно търгувана. По тази причина цената на затваряне е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “Софарма” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41.

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

Информацията, използвана при изготвяне на обосновката на цената, се базира на годишните одитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на “Софарма” АД за периода 2011 – 2015 г., както и междинните неодитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на дружеството за деветмесечieto на 2015 и 2016 г.; годишните одитирани финансови отчети на дружествата-аналози за 2015 г., както и последните публикувани междинни неодитирани финансови отчети на дружествата-аналози; публично-достъпна информация от сайта на БФБ - София, Българска народна банка, Световната банка, IMS Health и

информационна агенция Bloomberg, както и други източници, посочени на съответните места в настоящия документ.

3.2. Резултати от направената оценка по различните методи

МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните парични потоци на дружеството е оценъчен метод, който се основава на концепцията за стойността на парите във времето и е основен метод за определяне стойността на една компания чрез привеждане към настоящия момент на сумата от паричните потоци, които се очаква Дружеството да генерира в бъдеще.

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

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

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

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

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

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

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

ПРИХОДИ

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

мл. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от продажби	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	647 601	638 390

Годишен ръст, %	7,40%	6,80%	10,76%	10,20%	4,10%	4,84%	-1,42%
Други приходи/(загуби) от дейността, нетно	1 775	2 328	4 911	5 465	(2 678)	(3 505)	3 783

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г. и междинни неодитирани консолидирани отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

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

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от дистрибуция	397 196	422 317	495 035	581 144	628 123	465 209	470 473
Годишен ръст, %	8,39%	6,32%	17,2%	17,4%	8,1%	9,7%	1,1%
Дял от общите приходи	61,6%	61,3%	64,9%	69,1%	71,8%	71,8%	73,7%
Приходи от продажба на готова продукция	247 535	266 262	267 654	259 373	246 861	182 392	167 917
Годишен ръст, %	5,8%	7,6%	0,5%	-3,1%	-4,8%	-5,9%	-7,9%
Дял от общите приходи	38,4%	38,7%	35,1%	30,9%	28,2%	28,2%	26,3%
ОБЩО	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	647 601	638 390
Годишен ръст, %	7,40%	6,80%	10,8%	10,2%	4,1%	4,8%	-1,4%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г. и междинни неодитирани консолидирани отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

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

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

- Приходите на "Софарма" АД се формират от два основни вида дейности: продажба на готова фармацевтична продукция и продажба на фармацевтични стоки (дистрибуция). През последните години приходите от сегмент Дистрибуция формират все по-голям дял от общите приходи на групата като към края на третото тримесечие на 2016 г. той достига 73,7%. В тази връзка, резултатите от дейността на Софарма Трейдинг АД – дъщерно дружество на "Софарма" АД и водещ дистрибутор на фармацевтични и медицински изделия в страната, както и на останалите дружества, занимаващи се с дистрибуция в рамките на групата, се очаква да бъдат съществен двигател на растежа на консолидираните приходи на Софарма през следващите години.
- В исторически план средногодишната норма на растеж на консолидираните приходи на "Софарма" АД за периода 2011 – 2015 г. е 7,8% като 2013 г. и 2014 г. са особено силни за представянето на Групата поради наблюдавания двуцифрени ръст в сегмент Дистрибуция. Същевременно, от началото на 2015 г. насам икономическата нестабилност на ключови за дружеството експортни пазари – Русия и Украйна - имаше негативен ефект върху

представянето на групата. В тези условия през 2015 г. консолидираните приходи от продажби отбелязаха ръст от едва 4,2%, а през първите девет месеца на 2016 г. годишният темп на растеж е отрицателен. По тази причина при изготвянето на прогнозните резултати на “Софарма” АД за периода 2017 – 2021 г. следва да се има предвид, че развитието на макроикономическата и политическата обстановка в Русия и Украйна могат да окажат значителен ефект върху бизнеса на Групата, финансовото ѝ състояние и резултатите от нейните операции.

- В дистрибуторската си дейност Групата се ориентира към продукти и дейности с по-висок марж на печалбата, доколкото съществуващата регулаторна рамка в България към настоящия момент налага таван на маржовете, прилагани в търговията на едро с лекарства. С оглед на това, през последните години Софарма е предприела диверсификация на дистрибуторската си дейност. Целта на предприетата стратегия е Групата (чрез дистрибуторските си дружества) да се трансформира от дистрибутор на лекарства в напълно интегриран доставчик на цялостни, иновативни и качествени здравни услуги. Освен лекарствени продукти и медицински консумативи Софарма Трейдинг АД включва в портфолиото си също санитарно-хигиенни материали, витамини, хранителни добавки, козметика, медицинско оборудване и др. Дружеството също така предлага услуги, свързани с преддистрибуция, логистично обслужване на фирми, извършващи клинични изпитвания, маркетингови и рекламни услуги и др. развитието на тези дейности имат потенциал да подкрепят маржа на печалбата на Групата.
- Софарма традиционно цели утвърждаване на позициите си на съществуващите пазари и стъпване на нови пазари. В тази връзка вече са предприети действия по регистрацията на продукти от портфолиото на Групата в Швеция, Чехия и Словакия, като през следващите години може да се очаква разширяване на портфолиото от предлагани продукти на тези пазари и/или стъпване на други европейски пазари.
- Групата може да подкрепи ръста на приходите и укрепването на позициите си в чужбина чрез придобиване на производители и дистрибутори в региона. Първите стъпки в тази посока вече са налице: в края на 2016 г. Софарма обяви придобиването на великотърновския производител Вета Фарма АД, а също така и намерението си да придобие мажоритарен дял в молдовски дистрибутор на лекарства.
- Перото „Други доходи“ традиционно включва доходи от предоставени услуги, правителствени финансираня, наеми, постъпления по неустойки, ефекти от курсови разлики по търговски вземания, задължения и разплащателни сметки и др.

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

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	897 591	947 112	1 006 802	1 078 167	1 167 773
Други приходи	4 488	4 736	5 034	5 391	5 839
Общо приходи от дейността	902 079	951 848	1 011 836	1 083 558	1 173 612
Годишен ръст, %	3,7%	5,5%	6,3%	7,1%	8,3%

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

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

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	884 841	919 991	966 008	1 021 920	1 087 385
Други приходи	4 159	4 324	4 540	4 803	5 111
Общо приходи от дейността	889 000	924 315	970 548	1 026 723	1 092 496
Годишен ръст, %	2,7%	4,0%	5,0%	5,8%	6,4%

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

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

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби	907 114	960 847	1 024 864	1 110,586	1 213 017
Други приходи	4 536	4 804	5 124	5 553	6 065
Общо приходи от дейността	911 650	965 651	1 029 989	1 116 139	1 219 082
Годишен ръст, %	4,6%	5,9%	6,7%	8,4%	9,2%

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

РАЗХОДИ

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

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Изменение на наличностите от продукцията и незавършено производство	10 414	2 678	(3 173)	12 279	4 207	2 127	(2 383)
Разходи за материали	(86 524)	(89 575)	(87 166)	(96 334)	(86 396)	(61 492)	(57 989)
Разходи за външни услуги	(59 336)	(55 492)	(59 305)	(67 207)	(65 661)	(48 270)	(41 306)
Разходи за персонала	(64 582)	(68 972)	(74 659)	(80 880)	(81 501)	(60 499)	(65 003)
Разходи за амортизации	(19 732)	(21 995)	(26 219)	(27 802)	(26 326)	(19 603)	(20 129)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(370 991)	(400 535)	(450 112)	(530 842)	(568 590)	(421 510)	(418 001)
Други разходи за дейността	(9 730)	(11 548)	(14 131)	(15 172)	(11 599)	(5 201)	(5 466)
ОБЩО РАЗХОДИ	(600 481)	(645 439)	(714 765)	(805 958)	(835 866)	(614 448)	(610 277)

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г. и междинни неодитирани консолидирани отчети към 30.09.2015 г. и 30.09.2016 г.

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

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

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от продажби	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984	647 601	638 390
Други приходи/(разходи)	1 775	2 328	4 911	5 465	(2 678)	(3 505)	3 783
Разходи за дейността	(600 481)	(645 439)	(714 765)	(805 958)	(835 866)	(614 448)	(610 277)
Оперативна печалба	46 025	45 468	52 835	40 024	36 440	29 648	31 896
Марж на оперативната печалба	7,1%	6,6%	6,9%	4,8%	4,2%	4,6%	5,0%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г. и междинен неодитиран консолидиран отчет към 30.09.2016 г.

Маржът на оперативната печалба на Групата варира в диапазона 4,2% - 7,1% за предходните пет години. Наблюдаваното влошаване на маржа през 2014 г. и 2015 г. съвпада с икономическите сътресения на два от основните експортни пазари на Софарма – Русия и Украйна - и негативните ефекти, които това оказва върху продажбите на дружеството. През 2016 г. се забелязват признаци на стабилизиране и очакванията, заложиени в реалистичния сценарий, са че Групата ще успее да възстанови оперативната си рентабилност до нивата, постигнати през предходни години. Двигател на това развитие ще бъдат очакваните по-високи продажби през следващите периоди, покачването на дела на стоките с по-висок марж на печалба в общата структура на продажбите, както и засилването на синергиите между

отделните дружества в Групата и намеренията на мениджмънта да продължава да оптимизира процесите между тях.

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

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

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

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за суровини и материали	(80 783)	(85 240)	(88 599)	(94 879)	(102 764)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(592 410)	(627 935)	(669 523)	(716 981)	(776 569)
Разходи за амортизации	(26 948)	(26 720)	(26 313)	(25 840)	(25 364)
Други оперативни разходи	(155 283)	(161 009)	(166 122)	(177 898)	(186 844)
Общо оперативни разходи	(855 424)	(900 905)	(950 557)	(1 015 597)	(1 091 541)
Оперативна печалба	46 655	50 943	61 279	67 961	82 071
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,0%</i>

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за суровини и материали	(79 636)	(82 799)	(86 941)	(91 973)	(97 865)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(579 371)	(602 386)	(632 516)	(669 126)	(711 991)
Разходи за амортизации	(26 908)	(26 613)	(26 106)	(25 559)	(24 981)
Други оперативни разходи	(158 387)	(164 678)	(172 915)	(187 974)	(194 642)
Общо оперативни разходи	(844 301)	(876 477)	(918 479)	(969 582)	(1 029 479)
Оперативна печалба	44 699	47 838	52 069	57 141	63 017
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,8%</i>

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

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Разходи за суровини и материали	(81 640)	(84 555)	(89 163)	(95 510)	(104 319)
Балансова ст-ст на продадени стоки	(593 954)	(634 159)	(676 410)	(735 763)	(803 624)
Разходи за амортизации	(26 975)	(26 782)	(26 416)	(25 987)	(25 571)
Други оперативни разходи	(156 931)	(163 344)	(169 103)	(183 247)	(194 083)
Общо оперативни разходи	(859 501)	(908 839)	(961 092)	(1 040 508)	(1 127 597)
Оперативна печалба	52 149	56 812	68 897	75 632	91 485
<i>Марж на оперативната печалба</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,5%</i>

ИНВЕСТИЦИИ

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

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

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Покупки на ДМА, нето	38 707	61 738	35 539	19 631	17 353	9 559
Покупки на НМА, нето	1 739	1 450	990	2 336	4 794	4 237
Инвестиции в дъщерни и асоциирани д-ва	7 674	717	4 179	4 861	23 739	2 284
ОБЩО	48 120	63 905	40 708	26 828	45 886	16,080
% от продажбите	7,5%	9,3%	5,3%	3,2%	5,2%	-

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на “Софарма” АД за 2013 – 2015 г. и междинен неодитиран консолидиран отчет към 30.09.2016 г.

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

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

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

Таблица № 26 (а): Прогнозни капиталови разходи - Реалистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	17 952	18 942	20 136	21 563	23 355
Нетни покупки на НМА	2 693	2 841	3 020	3 235	3 503
Инвестиции в дъщерни и асоциирани дружества	8 078	11 365	15 102	0	0
ОБЩО	28 723	33 149	38 258	24 798	26 859
% от продажбите	3,2%	3,5%	3,8%	2,3%	2,3%

Таблица № 26 (б): Прогнозни капиталови разходи - Песимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	17 697	18 400	19 320	20 438	21 748
Нетни покупки на НМА	2 655	2 760	2 898	3 066	3 262
Инвестиции в дъщерни и асоциирани д-ва	7 964	11 040	14 490	0	0
ОБЩО	28 315	32 200	36 708	23 504	25 010
% от продажбите	3,2%	3,5%	3,8%	2,3%	2,3%

Таблица № 26 (в): Прогнозни капиталови разходи - Оптимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Нетни покупки на ДМА	18 142	19 217	20 497	22 212	24 260
Нетни покупки на НМА	2 721	2 883	3 075	3 332	3 639
Инвестиции в дъщерни и асоциирани д-ва	8 164	11 530	15 373	0	0
ОБЩО	29 028	33 630	38 945	25 543	27 899
% от продажбите	3,2%	3,5%	3,8%	2,3%	2,3%

НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

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

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

Таблица № 27: Нетен оборотен капитал на "Софарма" АД в исторически план

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Материални запаси	126 022	130 950	140 352	155 910	163 129	159 745
Текущи вземания	224 201	243 950	231 885	244 093	247 528	271 885
Текущи задължения	80 649	69 413	80 976	91 621	108 858	137 688
Нетен оборотен капитал	269 574	305 487	291 261	308 382	301 799	293 942

* От общия размер на текущите задължения е изключена текущата част от задълженията по финансов лизинг, отчетена в „Други текущи задължения“

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г. и междинен неаудитиран консолидиран отчет към 30.09.2016 г.

Таблица № 28: Обращаемост на компонентите на нетния оборотен капитал на "Софарма" АД в исторически план

	2011	2012	2013	2014	2015
Приходи (хил. лв.)	644 731	688 579	762 689	840 517	874 984
Оперативни разходи (хил. лв.)	580 749	623 444	688 546	778 156	809 540

Обращаемост на материалните запаси (дни)	71	69	67	68	68
Обращаемост на вземанията (дни)	127	129	111	106	103
Обращаемост на задълженията (дни)	51	41	43	43	49

* Оперативните разходи не включват разходите за амортизации

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на "Софарма" АД за 2013 – 2015 г.

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

Аналогичен е подходът при изчисляване на обращаемостта на вземанията.

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

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

Таблица № 29 (а) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Реалистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	67	66	64	63	62
Обращение на вземанията	107	106	106	104	104
Обращение на задълженията	49	48	47	44	44
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	164 763	171 259	176 535	186 095	198 361
Вземания	263 129	275 052	292 386	307 204	332 735
Задължения	111 220	114 961	119 012	119 313	128 525
Нетен оборотен капитал	316 673	331 349	349 909	373 985	402 571
<i>Изменение в НОК</i>	<i>7 074</i>	<i>14 677</i>	<i>18 560</i>	<i>24 076</i>	<i>28 586</i>

Таблица № 29 (б) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Песимистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	68	68	68	68	68
Обращение на вземанията	105	105	106	106	106
Обращение на задълженията	49	49	49	49	49
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	164 847	171 396	179 969	190 385	202 581
Вземания	254 543	267 175	280 539	296 777	315 789
Задължения	109 732	114 091	119 798	126 732	134 850

Нетен оборотен капитал	309 658	324 480	340 710	360 430	383 520
Изменение в НОК	8 786	14 822	16 230	19 720	23 089

Таблица № 29 (в) - Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Оптимистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	67	66	64	64	64
Обращение на вземанията	107	107	106	104	104
Обращение на задълженията	49	49	48	48	48
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	166 511	173 742	179 702	194 733	212 693
Вземания	265 921	281 673	297 632	316 441	345 627
Задължения	111 764	118 413	122 916	133 416	144 924
Нетен оборотен капитал	320 669	337 002	354 418	377 758	413 396
Изменение в НОК	10 307	16 333	17 416	23 340	35 639

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

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

Реалистичен: 2% – България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се приема, че икономиката на България ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За такива се приемат стойности около 2%. Затова в периода след 2021 г. се очаква паричните потоци на “Софарма” АД да растат със средно 2% на година.

Оптимистичен: 2.5% – За оптимистичния сценарий е предвиден ръст от 2.5% или 0.5 процентни пункта повече от реалистичния сценарий. Този процент трябва да отрази не само по-доброто от очакваното развитие на българската икономика, но и по-специално развитието на фармацевтичната индустрия в дългосрочен план с по-високи темпове над средното ниво на икономиката.

Песимистичен: 1% – При песимистичния сценарий се прилага същата логика като при оптимистичния сценарий, само че се изхожда от позицията, че българската икономика ще се развие с по-бавен темп от предвиденото в реалистичния сценарий, както и че фармацевтичната индустрия ще изостане от темпото на останалите индустрии. Поради това в този сценарий се залага ръст от 1.5% или 0.5 процентни пункта по-малко от реалистичния сценарий.

НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

При използването на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) нормата на дисконтиране за модела е среднопретеглената цена на капитала на дружеството

(WACC). Среднопотеглената цена на капитала е цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, изчистена от данъчния ефект от данъчното признаване на финансовите разходи за лихви и претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Среднопотеглената цена на капитала се изчислява по следната формула:

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

където:

WACC – среднопотеглена цена на капитала

WE – тегло на финансирането със собствен капитал

r – цена на финансиране със собствен капитал

WD – тегло на финансирането с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

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

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

където:

r – цена на финансиране със собствен капитал

β – коефициент, измерващ систематичния риск на дружеството

R_f – безрискова норма на възвращаемост

R_m – пазарна норма на възвращаемост

R_m - R_f – пазарна рискова премия

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

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

Безрисковата норма на възвръщаемост е определена на база доходността по бенчмарковите германски десетгодишни облигации. Според данните от агенция Bloomberg, текущата доходност по тези книжа е 0,37%. Използвана е последната емисия на германски ДЦК с ISIN DE0001102416, падежираща на 15.02.2027 г., тъй като тя е и най-ликвидната. По същество нейната доходност не се различава съществено от т. нар. Generic Government Yield (0,37%).

Бета - коефициентът отразява пазарния (систематичен) риск на дружеството. Той измерва волатилността на акциите на “Софарма” АД спрямо волатилността на пазара като цяло. Тъй като акциите на дружеството са едни от най-търгуваните емисии на БФБ – София, считаме че пазарният бета коефициент на дружеството дава адекватна представа за неговия систематичен

риск. По тази причина в изчислението на цената на финансиране със собствен капитал е използван коефициент, основан именно на регресионни данни. По данни на агенция Bloomberg актуалният бета-коефициент на Софарма към е 1,126.

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

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

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

Безрискова доходност	0,37%
Бета - коефициент	1,125
Рискова премия за развит пазар на акции	5,69%
Премия за странови риск	2,71%
Цена на финансиране със собствен капитал	9,49%

При определяне цената на финансиране с дългов капитал, естествена отправна точка е би била лихвената статистика, публикувана от Българската Народна Банка. Според актуалните данни на БНБ, средната лихва по кредити в левове за нефинансови предприятия (с изключение на овърдрафтите) за месец ноември 2016 г. е 4,62%. Считаме обаче, че поради бизнес историята си, обема на операциите и услугите, които ползва, "Софарма" АД има възможност да се финансира при по-ниски лихвени нива. С оглед на оповестената във финансовите отчети на дружеството информация относно източниците му на външно финансиране и след съпоставка на годишните лихвените разходи спрямо лихвоносните пасиви, считаме, че цената на финансиране с дългов капитал за Софарма е около 2%.

Към 30.09.2016 г. компанията има дългосрочни задължения по получени заеми към банки в размер на 28 377 хил. лв. и 1 654 хил. лв по лизингови задължения. Текущата част на получени дългосрочни заеми към банки е в размер на 10 653 хил. лв., а на задълженията по финансов лизинг – 1 028 хил. лв. Краткосрочните заеми от банки възлизат на 168 847 хил. лв. Така общият размер на привлечения капитал на Дружеството възлиза на 228 264 хил. лв. Собственият капитал на Дружеството е в размер на 462 436 хил. лв. В относителен план,

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

привлеченият капитал съставлява 33,05% от общия капитал на дружеството, а собственият – 66,95%.

С оглед на горепосочените данни, среднопретеглената цена на капитала (WACC) на “Софарма” АД възлиза на:

Таблица № 30: Среднопретеглена цена на капитала на “Софарма” АД

WACC	
Цена на финансиране със собствен капитал	9,49%
Цена на финансиране с привлечен капитал	2,0%
Дял на дълга в капиталовата структура	33,05%
Дял на собствения капитал в капиталовата структура	66,95%
Данъчна ставка	10%
Среднопретеглена цена на капитала	6,95%

КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци е получена справедливата стойност на Софарма като действащо предприятие към 25.01.2017 г. (датата на обосновката). Периодът на дисконтиране и респективно дисконтовият фактор са определени на база реалния брой дни през съответния период. Така първият период е определен като броя на дните между датата на обосновката и 31.12.2017 г. (340 дни), разделени на броя дни в годината (365 дни).

Справедливата стойност на собствения капитал на “Софарма” АД е получена като от справедливата стойност на компанията са приспаднати нетният дълг, задълженията към персонала при пенсиониране и размерът на неконтролиращото участие, посочени в модифицирания неаудитиран консолидиран отчет на дружеството към 30.09.2016 г. При определяне справедливата цена на една акция е използван консолидираният брой на акциите в обращение на дружеството към датата на обосновката (128 984 319 бр.)

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

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби		897 591	947 112	1 006 802	1 078 167	1 167 773
Други приходи		4 488	4 736	5 034	5 391	5 839
Разходи за суровини и материали		(80 783)	(85 240)	(88 599)	(94 879)	(102 764)
Балансова ст-ст на продадени стоки		(592 410)	(627 935)	(669 523)	(716 981)	(776 569)
Разходи за амортизации		(26 948)	(26 720)	(26 313)	(25 840)	(25 364)
Други оперативни разходи		(155 283)	(161 009)	(166 122)	(177 898)	(186 844)
Печалба от дейността		46 655	50 943	61 279	67 961	82 071
Данъчна ставка		10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци		41 989	45 848	55 151	61 165	73 864
(+) Разходи за амортизации		26 948	26 720	26 313	25 840	25 364
(-) Капиталови разходи		(28 723)	(33 149)	(38 258)	(24 798)	(26 859)

(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(7 074)	(14 677)	(18 560)	(24 076)	(28 586)
Свободен паричен поток (FCFF)	33 140	24 743	24 645	38 131	43 783
<i>Дисконтов фактор</i>	<i>0.9394</i>	<i>0.8783</i>	<i>0.8213</i>	<i>0.7679</i>	<i>0.7181</i>
Настояща стойност на паричните потоци	31 130	21 733	20 241	29 282	31 439
Терминална стойност	902 826				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	648 288				
Стойност на предприятието	782 114				
(-) Лихвоносен дълг	228 264				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	4 326				
(-) Неконтролиращо участие	34 408				
(+) Пари и парични еквиваленти	17 613				
Справедлива стойност на собствения капитал	532 729				
Брой акции в обращение (хил.)	128 984				
Справедлива ст-ст на една акция (лв.)	4,13				

Таблица № 30 (б): *Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на "Софарма" АД - Песимистичен сценарий*

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби		884 841	919 991	966 008	1 021 920	1 087 385
Други приходи		4 159	4 324	4 540	4 803	5 111
Разходи за суровини и материали	(79 636)	(82 799)	(86 941)	(91 973)	(97 865)	
Балансова ст-ст на продадени стоки	(579 371)	(602 386)	(632 516)	(669 126)	(711 991)	
Разходи за амортизации	(26 908)	(26 613)	(26 106)	(25 559)	(24 981)	
Други оперативни разходи	(158 387)	(164 678)	(172 915)	(182 924)	(194 642)	
Печалба от дейността	44 699	47 838	52 069	57 141	63 017	
<i>Данъчна ставка</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	
Оперативна печалба след данъци	40 229	43 054	46 862	51 427	56 715	
(+) Разходи за амортизации	26 908	26 613	26 106	25 559	24 981	
(-) Капиталови разходи	(28 315)	(32 200)	(36 708)	(23 504)	(25 010)	
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал	(8 786)	(14 822)	(16 230)	(19 720)	(23 089)	
Свободен паричен поток (FCFF)	30 036	22 646	20 030	33 762	33 597	
<i>Дисконтов фактор</i>	<i>0.9394</i>	<i>0.8783</i>	<i>0.8213</i>	<i>0.7679</i>	<i>0.7181</i>	
Настояща стойност на паричните потоци	28 214	19 891	16 451	25 927	24 125	
Терминална стойност	626 102					
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	449 582					
Стойност на предприятието	564 190					
(-) Лихвоносен дълг	228 264					
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	4 326					
(-) Неконтролиращо участие	34 408					
(+) Пари и парични еквиваленти	17 613					

Справедлива стойност на собствения капитал	314 805
Брой акции в обращение (хил.)	128 984

Справедлива ст-ст на една акция (лв.)	2,44
---------------------------------------	------

Таблица № 30 (в): *Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на "Софарма" АД - Оптимистичен сценарий*

	хил.лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи от продажби		907 114	960 847	1 024 864	1 110 586	1 213 017
Други приходи		4 536	4 804	5 124	5 553	6 065
Разходи за суровини и материали		(81 640)	(84 555)	(89 163)	(95 510)	(104 319)
Балансова ст-ст на продадени стоки		(593 954)	(634 159)	(676 410)	(735 763)	(803 624)
Разходи за амортизации		(26 975)	(26 782)	(26 416)	(25 987)	(25 571)
Други оперативни разходи		(156 931)	(163 344)	(169 103)	(183 247)	(194 083)
Печалба от дейността		52 149	56 812	68 897	75 632	91 485
<i>Данъчна ставка</i>		<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Оперативна печалба след данъци		46 934	51 131	62 007	68 069	82 337
(+) Разходи за амортизации		26 975	26 782	26 416	25 987	25 571
(-) Капиталови разходи		(29 028)	(33 630)	(38 945)	(25 543)	(27 899)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		(10 307)	(16 333)	(17 416)	(23 340)	(35 639)
Свободен паричен поток (FCFF)		34 574	27 950	32 062	45 172	44 370
<i>Дисконтов фактор</i>		<i>0.9394</i>	<i>0.8783</i>	<i>0.8213</i>	<i>0.7679</i>	<i>0.7181</i>
Настояща стойност на паричните потоци		32 478	24 549	26 332	34 690	31 860
Терминална стойност		1 022 792				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст		734 431				
Стойност на предприятието		884 341				
(-) Лихвоносен дълг		228 264				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране		4 326				
(-) Неконтролиращо участие		34 408				
(+) Пари и парични еквиваленти		17 613				
Справедлива стойност на собствения капитал		634 956				
Брой акции в обращение (хил.)		128 984				
Справедлива ст-ст на една акция (лв.)		4,92				

СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА ПО МЕТОДА НА ДИСКОНИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА ДРУЖЕСТВОТО

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

Таблица № 30: Справедлива цена на “Софарма” АД по метода на дисконтираните парични потоци

	Цена на акция (лв.)	Тегло
Реалистичен сценарий	4,13	33,33%
Песимистичен сценарий	2,44	33,33%
Оптимистичен сценарий	4,92	33,33%
Среднопретеглена цена по метода (лв.)		3,83

МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

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

За определяне на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД по метода на пазарните множители на дружества-анализи са избрани диверсифицирани публични компании от фармацевтичния сектор в Централна и Източна Европа, чиито акции са борсово търгувани. При определяне на пазарната им капитализация е използвана цена на затваряне на акциите към датата, предхождаща датата на обосновка на настоящата оценка (24.01.2017) или последно обявена борсова цена, в случай че в деня, предхождащ датата на обосновката, не е имало търговия със съответната емисия.

Характеристики на оценяваното дружество:

“Софарма” АД (Борсов код: 3JR BU)

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

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

- Производство на фармацевтични продукти в областта на кардиологията, гастроентерологията, овладяване на болката и др.;
- Дистрибуция на продукти, свързани със здравето;

- Нефармацевтични дейности - производство на пластмасови материали за еднократна употреба, обработка на опасни отпадъци, изпитване на различни видове храни, води, фуражи, напитки и др.

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

През 2015 г. консолидираните приходи на "Софарма" АД възлизат на 875 млн. лв., а пазарната капитализация на компанията към 24.01.2017 г. достига 454,1 млн. лв.

Избрани дружества – аналози:

KRKA DD (Борсов код: KRKG SV)

Компанията KRKA, основана през 1954 г. в Словения, разработва, произвежда и продава лекарствени продукти, както на местния пазар, така и в чужбина. Портфолиото на компанията включва лекарства за сърдечносъдови заболявания, заболявания, свързани с метаболизма, централната нервна система, инфекции, заболявания на кръвта и респираторната система, както и дерматологични продукти. KRKA предлага и продукти, за които не е необходима рецепта – за третиране на алергии, болка, настинка, главоболие, мускулни болки, за подсилване на паметта и имунната система, за нарушения в съня, депресия и други. Дружеството произвежда също хранителни добавки и витамини, както и ветеринарни продукти. KRKA инвестира в разработването на генерични лекарства, които продава под собствени марки.

През 2015 г. продажбите на компанията възлизат на 1,16 млрд. евро, а пазарната ѝ капитализация достига 1,74 млрд. евро (3.4 млрд. лв.) към 24.01.2017 г.

Grindeks AS (Борсов код: GRD1R LR)

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

Grindeks е генерирала приходи от продажби в размер на 82,7 млн. евро за 2015 г. Пазарната капитализация на дружеството възлиза на близо 43,4 млн. евро (84,9 млн. лв.) към 24.01.2017 г.

Alkaloid AD (Борсов код: ALK MS)

Alkaloid е македонска фармацевтична компания с 80-годишна история, която предлага лекарства за третиране на сърдечносъдови, дерматологични, гинекологични заболявания, както и заболявания на нервната система, гастроинтестиналния тракт, кръвта, инфекциозни заболявания и други. Дружеството също предлага различни соли, чайове, химикали, деминерализирана вода и др. Важни за бизнеса на Alkaloid са козметичната,

ботаническа и химическа дивизии. Компанията има 13 дъщерни дружества, базирани в Сърбия, Черна гора, Косово, Албания, България, Швейцария, Русия, Румъния, Украйна и др.

През 2015 г. Alkaloid е реализирала приходи в размер на 127.6 млн. евро, а пазарната капитализация на дружеството към 24.01.2017 г. е 125,46 млн. евро (245.4 млн. лв.).

Olainfarm JSC (Борсов код: OLFIR LR)

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

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

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

Генерираните приходи на компанията за 2015 г. са в размер на 97.392 млн. евро, а пазарната ѝ капитализация към 24.01.2017 г. е 122,82 млн. евро (240.22 млн. лв.).

Таблица № 32: Основни финансови показатели за “Софарма” АД и дружествата-аналози

	Софарма АД	KRKA DD	Grindeks	ALKALOID	Olainpharm
	3JR BU	KRKG SV	GRDIR LR	ALK MS	OLFIR LR
	BGN	EUR	EUR	MKD	EUR
Показатели (млн.)	конс.	конс.	конс.	конс.	конс.
Приходи от продажби (ttm)	865 773	1 153 690	91 592	8 007 560	104 206
Оперативна печалба (ttm)	38 688	141 333	4 868	798 288	12 805
Нетна печалба (ttm)	31 255	105 162	3 604	691 630	10 957
Нетна печалба (ttm), за акционерите на предприятието-майка	29 082	105 171	3 604	691 949	10 946
Дълготрайни активи	384 161	1 012 257	76 186	5 363 670	74 409
Краткотрайни активи	449 243	807 446	90 663	5 016 900	63 224
Общо активи	833 404	1 819 703	166 849	10 380 570	137 633
Дълготрайни пасиви	52 752	110 041	21 461	259 586	23 431
Краткотрайни пасиви	318 216	298 265	29 123	2 092 931	20 630
Нетен дълг	210 651	-56 008	22 260	291 761	18 386
Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	428 028	1 410 132	116 166	8 027 268	93 533
Собствен капитал	462 436	1 411 397	116 265	8 028 053	93 572

Брой акции (издадени)	134 797 899	32 793 448	9 585 000	1 431 353	14 085 078
Брой акции (в обращение)	128 873 024	32 384 975	9 585 000	1 431 353	14 085 078
Текуща цена на акция (местна валута)	3.369	52.30	4.53	5 400.00	8.72
Пазарна капитализация (местна валута)	454 134 122	1 736 460 468	43 420 050	7 729 306 200	122 821 880
Пазарна капитализация (евро)	232 195 089	1 736 460 468	43 420 050	125 457 159	122 821 880

Коефициенти

Годишен ръст на приходите	-1.42%	-1.26%	14.1%	3.87%	9.48%
Норма на оперативната печалба	4.5%	12.3%	5.3%	10.0%	12.3%
Норма на нетна печалба	3.4%	9.1%	3.9%	8.6%	10.5%
Възвръщаемост на активите	3.5%	5.8%	2.2%	6.7%	8.0%
Възвръщаемост на собств. капитал	6.3%	7.5%	3.1%	8.6%	11.7%
Обща ликвидност	1.41	2.71	3.11	2.4	3.06
Нетен дълг/Собств. капитал	0.46	n/a	0.19	0.04	0.20
Нетен дълг/Активи	0.25	n/a	0.13	0.03	0.13
Продажби на една акция	6.72	35.62	9.56	5692.70	7.40
Печалба на една акция	0.23	3.25	0.38	498.42	0.78
Счетоводна ст-ст на една акция	3.32	43.54	12.12	5608.17	6.64

Пазарни коефициенти

Цена/Продажби	0.50	1.47	0.47	0.95	1.18
Цена/Печалба	14.96	16.10	12.05	10.83	11.22
Цена/Счетоводна ст-ст на акция	1.01	1.20	0.37	0.96	1.31

*Пазарната капитализация на Alkaloid в евро е изчислена при курс EUR/MKD = 61.6091

Източник: Bloomberg, годишни отчети на компаниите за 2015 г. и последно публикувани междинни отчети през 2016 г.

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

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

- Коефициент Цена на една акция/Продажби на една акция (P/S) – изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и неговите нетни приходи от продажби на една акция за последните 12 месеца;
- Коефициент Цена на една акция/Печалба на една акция (P/E) - изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и неговата нетна печалба за последните 12 месеца;
- Коефициент Цена на една акция/Счетоводна стойност на една акция (P/B) - изчислен като съотношение на пазарната цена на акциите на дружеството – аналог и тяхната счетоводна стойност към датата на последния публикуван финансов отчет.

Таблица № 33: Справедлива цена на една акция по метода на пазарните множители на дружества - аналози

Компания	P/S	P/E	P/B
KRKA DD	1,47	16,10	1,20
Grindeks	0,47	12,05	0,37
ALKALOID AD	0,95	10,83	0,96
Olainpharm	1,18	11,22	1,31
Медианна стойност на коефициента	1,06	11,63	1,08

	Приходи от продажби на акция	Печалба на акция	Счетоводна ст-ст на една акция
Показатели на "Софарма" АД	6.72 лв.	0.23 лв.	3.32 лв.
Ст-ст на една акция на "Софарма" АД, получена въз основа на:			
P/S	7,15 лв.		
P/E	2,62 лв.		
P/B	3,59 лв.		
Средна цена	4,45 лв.		

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

- Приходи от продажби на акция – 6.72 лв., изчислени като съотношение между продажбите на дружеството за периода 30.09.2015 – 30.09.2016 г. (865 773 хил. лв.) и броя на акциите в обращение на дружеството в края на периода (128 873 024 бр.).
- Печалба на акция – 0,23 лв., изчислена като съотношение между нетната печалба за акционерите на предприятието-майка за периода 30.09.2015 – 30.09.2016 г. (29 081 хил. лв.) и средно-претеглен брой акции в обращение за същия период (129 165 242 бр.).
- Счетоводна стойност на една акция – 3,32 лв., изчислена като съотношение между счетоводната стойност на собствения капитал на дружеството, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка (428 028 хил. лв.), оповестена в последно публикувания финансов отчет на дружеството и броя на акциите в обращение на дружеството в края на периода (128 873 024 бр.).

При изчислението на цената на акция по този метод, всеки от посочените множители P/S P/E и P/B е получил еднакво тегло в крайната оценка, а именно 33.33%. Така приложени, получените коефициенти дават оценка на една акция на "Софарма" АД, на база пазарните множители на дружествата-аналози, в размер на 4,45 лв.

МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

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

Резултатът от изчисленията на база на междинния консолидиран финансов отчет на “Софарма” АД към 30.09.2016 г. е 3,59 лв. за една акция на дружеството.

Таблица № 34: Справедлива цена на една акция на база метода на нетната стойност на активите

Финансов показател	млн. лв.
1 Активи	833 404
2 Дългосрочни задължения	52 752
3 Краткосрочни задължения	318 216
(1-2-3) Нетна стойност на активите	462 436
Общ брой акции в обращение	128 984 319
Нетна стойност на активите на една акция (лв.)	3,59

Източник: Неодитирани консолидирани финансови отчети на “Софарма” АД към 30.09.2016 г.

На консолидирана база към датата на настоящата обосновка „Софарма“ АД има 5 813 580 обратно изкупени собствени акции, съответно броят акции в обращение на Дружеството е 128 984 319. Този брой акции е използван за целта на изчисляването на нетната стойност на активите на акция.

3.3. Обосновка на теглата на оценъчните методи

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

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

- На борсовата цена на акция на Софарма към 24.01.2017 г., съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба 41, е присвоено тегло от 40%. Теглото отразява факта, че акциите на дружеството са една от най-търгуваните позиции на БФБ – София, а борсовата цена най-пълно отразява вижданията на инвеститорите за стойността на акциите.

- На цената на акциите, получена съгласно оценъчните методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 е присвоено общо тегло от 60%. Цената съгласно оценъчните методи дава теоретичната оценка на акциите, отчитайки нетните активи, потенциала на Дружеството да генерира приходи в бъдеще и сравнявайки компанията с дружества-аналози с подобни характеристики.

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

- *Метод на дисконтираните парични потоци: 50%.* Методът е важен за оценката на действащо предприятие, защото отразява потенциала за растеж на компанията и икономическата стойност на бизнеса. Този метод позволява в цената да се интегрират многобройните фактори, които влияят върху дейността на една компания - макроикономическа среда, тенденции в сектора, развитие на нови продукти и услуги, нови инвестиции и др. Макар че като недостатък на метода може да се изтъкне високата му чувствителност към конкретните допускания за бъдещото развитие на дружеството, считаме че изготвянето на прогнозата в три сценария – реалистичен, оптимистичен и песимистичен, спомага значително за преодоляването на този недостатък. В тази връзка смятаме, че относително по-високото тегло, дадено на резултатите от този метод, е обосновано.
- *Метод на нетна стойност на активите: 25%.* Методът взема под внимание стойността на активите и пасивите на дружеството към датата на последния финансов отчет и съответно представя балансовата стойност на акция. Макар и да не отразява потенциала на дружеството да генерира бъдещи приходи, стойността по този метод не се влияе от променливи прогнози и коефициенти и по тази причина считаме, че това е подходящо тегло за резултатите, получени по този метод.
- *Метод на пазарните множители на дружества-аналози: 25%.* Методът позволява върху показателите на оценяваното дружество да бъдат приложени пазарни коефициенти, при които се търгуват сходни компании и така да бъде изведена теоретичната стойност на компанията. Предимството на този метод е, че е пазарно-ориентиран и дава ясна представа за това колко биха платили инвеститорите за компания от даден сектор. От друга страна като основен недостатък може да се изтъкне, че разлики в предмета на дейност, размера, капиталовата структура, пазарите и инвестиционните характеристики между оценяваното дружество и дружествата – аналози могат да доведат до неточности в оценката за справедливата стойност. По тази причина е дадено относително по-ниско тегло на резултатите от този метод.

Таблица № 35: Оценка на справедливата стойност на акциите на “Софарма” АД съгласно оценъчни методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41

	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	3,83	50%
Метод на нетната стойност на активите	3,59	25%

Метод на дружествата -анализи 4,45 25%

Среднопретеглена цена по трите метода (лв.) 3,93

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

4. Справедлива стойност на акциите на “Софарма” АД

На база цената на затваряне на акциите на “Софарма” АД към 24.01.2017 г., изчислената справедлива стойност на акциите, съгласно методите, посочени в чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 и горепосочените тегла, справедливата цена на акциите на дружеството възлиза на **3,70 лв.**

Таблица № 36: Справедлива цена на акциите на “Софарма” АД

	Получена цена (лв.)	Тегло
Цена на затваряне към 24.01.2017 г.	3,369	40%
Цена, получена по методите, посочени в . 5, ал. 2 от Наредба № 41	3,93	60%
Справедлива цена (лв.)		3,70

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

**НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО,
“СОФАРМА” АД ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ НА
ДРУЖЕСТВОТО ОТ 3,70 ЛВ.**

За “СОФАРМА” АД:


ОГНЯН ДОНЕВ

Изпълнителен директор

За „СОФИЯ ИНТЕРНেশънъл СЕКЮРИТИЗ” АД:


ИВАЙЛО ТОМОВ,

Изпълнителен директор




КАТЕРИНКА ТЕНКОВА - ЙОРДАНОВА,

Председател на Съвета на директорите