



София 1612, ул. "Ами Буе" No 72, ет.2, офис 12

тел./факс 952-37-28; тел. 952-37-29, 917-01-80; 951-58-11;

e-mail: brightco@mail.bg; brightco.bg

ПАЗАРНА ОЦЕНКА
НА
“АЛБЕНА ИНВЕСТ ХОЛДИНГ” АД
к.к.“АЛБЕНА”, община БАЛЧИК

ДОКЛАД НА ОЦЕНИТЕЛЯ

София,

м. октомври 2008 г.

ВЪВЕДЕНИЕ

Пазарната оценка на *“Албена Инвест Холдинг” АД, к.к. Албена, община Балчик*, е изготвена от консултантска фирма *“БРАЙТ КОНСУЛТ” ООД*.

Фирменият лиценз за оценка на недвижими имоти, машини и съоръжения и цели предприятия е даден в *Приложение № 1*. В същото приложение са представени и други лицензи и сертификати, удостоверяващи правоспособността и компетентността на оценителите.

Настоящият Доклад е изготвен въз основа на официално предоставената финансова, икономическа и друга документация, огледите и конкретните данни, установени на място.

Докладът е предмет на търговска тайна и конфиденциалност и не може да бъде размножаван и предоставян на трети лица без разрешение на собственика.

Пазарната оценка на *“Албена Инвест Холдинг” АД* е валидна към 30.06.2008 год. и към Законите и Наредбите, които са в сила към тази дата. Съставителите на този доклад считат, че валидността може да бъде в сила до 31.03.2009 год. След тази дата стойностите по оценката трябва да бъдат преразгледани и актуализирани, ако това е необходимо.

При изготвяне на настоящата пазарна оценка са взети предвид изискванията, отразени в следните нормативни документи и стандарти:

- *Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, вкл. към прилагането на оценъчни методи;*
- *Международните стандарти за оценяване, препоръчвани от International Valuation Standards Committee (IVSC);*
- *Националните стандарти за бизнес-оценяване СБО 1 – СБО 9.*

1. ПРАВЕН СТАТУТ И КРАТКА ИСТОРИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО

“Албена Инвест Холдинг” АД, е акционерно дружество, регистрирано с решение № 2261/21.10.1996 г. на Добрички окръжен съд по ф.д. №1494/1996г., вписано в търговския регистър в том 25, страница 1, партиден № 302.

Възникването му е свързано с учредяването през 1996 г. Приватизационен фонд “Албена Инвест”. През 1998 г. преминава в “Албена Инвест – Холдинг” АД.

. В *Приложение № 2* е представено Удостоверение от 2008 г., издадено от Агенция по вписванията, относно актуалните факти и обстоятелства по партидата на “Албена Инвест Холдинг” АД.

Дружеството е със седалище Курортен комплекс “Албена” и адрес на управление - к.к. “Албена”, община Балчик, обл. Добричка, Административна сграда, офис 219.

Предметът на дейност на “Албена Инвест Холдинг” АД е както следва:

“Придобиване, управление, оценка и продажба на участия в български и чуждестранни дружества; придобиване управление и продажба на облигации; придобиване, оценка и продажба на патенти, отстъпване на лицензи за използване на патенти на дружества, в които холдинговото дружество участва; финансиране на дружества, в които холдинговото дружество участва; извършване на всякаква друга незабранена от закона дейност”.

Дейността обхваща следните основни сегменти.:

- § Туризм;
- § Текстилно производство;
- § Мебели и оборудване;
- § Транспорт;
- § Отдаване под наем на активи;
- § Строителство.

“Албена Инвест Холдинг” АД е част от по-голяма икономическа група, в която заема междинно положение – на дъщерно дружество спрямо “Албена” АД и на дружество – майка по отношение на дъщерните си дружества.

Дружеството има двустепенна система на управление и съгласно Търговския закон се управлява от Надзорен и Управителен съвет.

Надзорният съвет е с 3 членове:

- **Владимир Петров Пенчев** - председател на Надзорния съвет;
- **Бранимир Тодоров Ханджиев** - член на Надзорния съвет;
- **Павлина Иванова Цочева** - член на Надзорния съвет.

Управителният съвет е от 3 членове:

- **Иван Колев Калинков** - председател на Управителния съвет;
- **Силвия Лазарова Кирякова** - прокурист и член на Управителния съвет;
- **Даниела Стоянова Маринова - Иванова** - Изпълнителен Директор и член на Управителния съвет.

2. СТРУКТУРА И ДЕЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО

Икономическата дейност на **“Албена Инвест Холдинг” АД** се осъществява чрез дейността на дъщерните дружества на холдинга, а именно :

Дъщерни дружества	Основна дейност
“Соколец Боровец” АД – Боровец	Туризм
“Албена Автотранс” АД – Балчик	Транспорт
“Хемустурист” АД – Габрово	Туризм
“Бряст-Д” АД – Добрич	Мебелно производство
“Добруджански текстил” АД – Добрич	Текстилно производство
“България 29” АД – София	Производство на памучни прежди
“Торготерм” АД – Кюстендил	Производство на промишлено и кухненско оборудване
“Идис” АД – Варна	Отдаване под наем на активи
“Ико Бизнес” АД – София	Печатни материали
“Фабрика за бутилиране на пиво” АД – Смолян	Отдаване под наем на активи
“Дуло-Полимер” АД – Дулово	Строителна дейност
“Фохар” АД – София	Производство на фотохартия
“Екопласт” АД – к.к. “Албена”	Строителство
“Алфа консулт 2000” ЕООД - София	Консултантски услуги
“Бета консулт 2000” ЕООД - София	Консултантски услуги
“Прима финанс” ЕАД - София	Консултантски услуги

“Соколец -Боровец” АД

Дружеството действа в областта на хотелиерството. Реализираните нощувки за 2007г. са 21 629 броя – увеличение спрямо предходната година от 0,91 %, когато реализираните нощувки са били 19 709 броя. Рентабилността, установена като съотношение между нетния резултат и нетните приходи от продажби е 0,15%, спрямо 0,18% за 2006г.

“Албена Автотранс” АД

“Албена Автотранс” АД е едно от най-големите транспортни предприятия в страната. Непрекъснато нарастващите изисквания на клиентите налагат и постоянно обновяване на парка с нови МПС, които са с по-високи качествени и технико-икономически показатели, отговарящи на съвременните изисквания за безопасност и комфорт на пътуване. През 2007г. дружеството инвестира в закупуването на 3 нови автобуса и 1 минибус , чрез финансов лизинг от Сожелиз България.

Приходите от продажби намаляват от 6 262 хил.лв. през 2006г. до 6 210 хил.лв. през 2007г.

През 2008г. се предвижда да продължи обновяването на автопарка, чрез основен ремонт на 12 автобуса.

“България – 29” АД

Приходите от продажби за 2007г. в размер на 471 хил.лева са от получени наеми и продажба на ИМС и други материали. През 2008г. основна насока в дейността на дружеството ще бъде отдаване под наем на свободни сгради и площи , собственост на дружеството.

“Ико Бизнес” АД

През 2007г. за “Ико Бизнес” АД беше взето решение да се измени предмета на дейност, като в следващите две години се изгради многофункционална офис сграда. Старите сгради бяха разрушени и се подготви терена за дапочване на строителство.

“Хемустурист” АД

Реализираните нощувки за 2007г. са 21 409 броя – ръст спрямо предходната година от 11,95%, когато реализираните нощувки са били 19 124броя. Рентабилността, установена като съотношение между нетния резултат и нетните приходи от продажби е 13,81%, спрямо 15,65% за 2006г.

“Идис” АД и “Фохар” АД, които реструктурираха дейността си в наемна показват много добри резултати през 2007г. Направените инвестиции през годината в двете предприятия целят приспособяване на повече площи, които да бъдат годни за отдаване под наем и подобряване на качеството на предлаганите услуги на наемателите.

„Бряст – Д” АД

Дружеството е създадено през 1963 г. в гр. Добрич и е специализирано в производството на мебели за обзавеждане за хотели, ресторанти, офиси, магазини, вили и домове. Мажоритарен акционер е „Албена Инвест Холдинг” АД с 96.78 % от капитала.

Дружеството разполага с професионално оборудване, голяма производствена база, система за управление на качеството, сертифицирана по стандарт ISO 9001:2000.

Основен клиент на „Бряст – Д” АД е „Албена” АД и износ на външния пазар.
Реализирани по-големи поръчки на външния пазар

„Добруджанска индустрия” е текстилно предприятие с дълги традиции. Създава се през 1931 г. която през 1947 г. е пререгистрирана като „Добруджански текстил”. Мажоритарен акционер е „Албена Инвест Холдинг” АД с 82.85 % от капитала. Основната дейност на „Добруджански текстил” АД е производство на памучни тъкани, с което се утвърждава години наред на Европейския пазар. С навлизането на евтини и нискокачествени платове от Китай, рязко се намалиха продажбите, което доведе до прекратяване производствената дейност на дружеството през 2005 година. „Добруджански текстил” АД реструктурира дейността си, като отдава площите си под наем.

„Фабрика за бутилиране на пиво” АД е създадено през 1993 г. и преустановява производствената си дейност през 2002 г. През 2005 год. производствените мощности са продадени и към момента дейността е отдаване под наем седеметажната офис сграда в гр. Пловдив с площ от 897 кв.м.

Дружествата с предмет на дейност консултантски услуги обхващат широк спектър от консултантска дейност в областта на производството, финансовата дейност, обучение на кадри и други.

3. ОПИСАНИЕ НА СОБСТВЕНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО

„Албена Инвест Холдинг” АД е мажоритарен собственик на капитала на следните дъщерни дружества:

Дъщерни дружества	Основна дейност	Притежаван дял в %	
		31/12/2006 г.	31/12/2007 г.
„Соколец Боровец” АД – Боровец	Туризм	92.96	92.96
„Албена Автотранс” АД – Балчик	Транспорт	68.86	68.86
„Хемустурист” АД – Габрово	Туризм	90.1	96.36
„Бряст-Д” АД – Добрич	Мебелно производство	90.83	96.56
„Добруджански текстил” АД – Добрич	Текстилно производство	82.85	82.85
„България 29” АД – София	Производство на памучни прежди	63.93	63.93
„Торготерм” АД – Кюстендил	Производство на промишлено и кухненско оборудване	75.37	-
„Идис” АД – Варна	Отдаване под наем на активи	91.19	91.19

“Ико Бизнес” АД – София	Печатни материали	88.14	98.85
“Фабрика за бутилиране на пиво” АД – Смолян	Отдаване под наем на активи	96.02	96.02
“Дуло-Полимер” АД – Дулово	Строителна дейност	85.33	85.33
“Фохар” АД – София	Производство на фотохартия	89.63	96.89
“Екопласт” АД – к.к. “Албена”	Строителство	92	92
“Алфа консулт 2000” ЕООД - София	Консултантски услуги	100	100
“Бета консулт 2000” ЕООД - София	Консултантски услуги	100	100
“Прима финанс” ЕАД - София	Консултантски услуги	-	100

Дружеството притежава *миноритарен дял* от капитала на *"Албена" АД "Птици и птичи продукти" АД, "Складова техника" АД и "Хотел "Де Маск"*.

Дълготрайните материални активи на дружеството са в размер на 19 141 хил.лв. към 31.12.2006 год., 24 885 хил. лв. към 31.12.2007 год. и 19 307 хил. лв.към 30.06.2008 год.

По групи активи, балансовите стойности по консолидирания баланс към 30.06.2008 год. са както следва:

- *Земя* - *1 742 хил.лева;*
- *Сгради* - *5 999 хил.лева;*
- *Машини и оборудване* - *960 хил.лева;*
- *Транспортни средства* - *8 672 хил.лева;*
- *Стопански инвентар* - *137 хил.лева;*
- *Разходи за придобиване на ИМС* - *1 089 хил.лева.*

Ново придобитите активи през 2007 год. са на стойност 8,994 хил.лева. Към 30.06.2008 г, стойността на ДМА е намалена с 5 578 хил.лв.

Дълготрайни материални активи	31.12.06 г.	31.12.07 г.	30.06.08 г.	Изменение
1. Земи (терени)	4,338	5,204	1,742	-3,462
2. Сгради и конструкции	6,673	7,956	5,999	-1,957
3. Машини и оборудване	1,663	1,747	960	-787
4. Съоръжения				0

5. Транспортни средства	5,537	9,203	8,672	-531
6. Стопански инвентар	201	137	218	81
7. Разходи за придобиване и ликвидация на дълготрайни материални активи	729	638	1,089	451
8. Други			627	627
Общо	19,141	24,885	19,307	-5,578

4. АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВИТЕ РЕЗУЛТАТИ, АКТИВИТЕ И ПАСИВИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО

Анализът на финансовите резултати от дейността на “Албена Инвест Холдинг” АД и на неговите активи и пасиви е направен на основата на годишните баланси и отчетите за приходите и разходите за периода 2006 – 2007 г. и към 31.06.2008 г. В *Приложение № 3* са дадени обобщените годишни баланси, а в *Приложение № 4* - обобщените отчети за приходите и разходите за същия период.

4.1. Анализ на приходите и разходите

Приходите на дружеството възлизат на 21 749 хил.лв. към 31.12.2006 год, 25 917 към 31.12.2007 год. и 7 136 хил.лв. към шестмесечието на 2008 год.

Техният обем се определя основно от *нетния размер на приходите от продажби* - 77 % за 2006 год. и 85.24 % към полугодieto на 2008 год.

Намалението на реализираните *приходи от продажби* за периода 2006 – 2007 год. възлиза на 2,697 хил. лева или 1,81 %.

Приходите от продажби към 30.06.2008 год. са основно в резултат на постъпления от:

- § продукция - 1 326 хил.лв.;
- § стоки - 396 хил.лв.;
- § услуги - 3 221 хил.лв.;
- § други - 1 143 хил.лв.

Приходите в група “*други приходи*” по консолидирания отчет за доходите се формират от наеми, лихви по кредитиране на дъщерните дружества, приходи от дивиденди и други.

Общата сума на *разходите по икономически елементи* по консолидирания отчет за доходите за периода 2006 – 30.06.2008 год., е както следва:

РАЗХОДИ	31.12.2006 г.	31.12.2007 г.	30.06.2008	Изменение %
1. Разходи за материали	6,305	5,393	2,105	8.40
2. Разходи за външни услуги	2,584	2,846	1,139	169.64
3. Разходи за амортизации	1,766	1,657	893	140.02
4. Разходи за възнаграждения	2,174	2,180	1,018	147.44
5. Разходи за осигуровки	539	540	223	118.96
6. Балансова стойност на продадени активи	1,188	298	397	-208.94
7. Изменение на запасите от прод. и незав. производство	480	275	-307	362.60
8. Други	1,090	925	246	-137.58
Общо	16,126	14,114	5,714	49.78

Приходите от лихви са незначителни – под 0.2 на сто.

За анализирания период **общо разходите**, възлизащи на 453 хил.лв. към 31.12.2005 год. и 615 хил.лв. към 08.2006 год., се формират отново от **разходите за основната дейност**.

Финансовите разходи към 08.2006 год. са 191 хил.лв., или 3.23 на сто от разходите за дейността.

Разходи за данъци и финансов резултат

Финансовият резултат на “Албена инвест – холдинг” АД преди облагане с корпоративни данъци е в размер на 1 231 хил. лева. За 2007 год., финансовият резултат е 10 729 хил.лв.

За 2007 год. дължимия корпоративен данък печалба е в размер на 365 хил.лева и икономия от отсрочени корпоративни данъци общо в размер на 59 хил. лева.

Към 30.06.2008 год., корпоративният данък е в размер на 123 хил. лв., от които внесен данък в размер на 4 хил.лв.

Финансовият резултат на Групата след облагане (нетна печалба) в размер на 10,423 хил. лева, за 2007 год. и 1112 хил.лв към 30.06.2008 год.

За периода на 2006 – 06.2008 год. финансовият резултат от дейността на “Албена Инвест Холдинг” АД е **положителен и нараства със стабилни темпове**.

Като цяло, през текущата година приходите изпреварват разходите и “Албена Инвест Холдинг” АД, реализира положителен финансов резултат - печалба, която към 30.06.2008 година е в размер на 152 159 лева.

4.2. Анализ на активите и пасивите на дружеството

В представените баланси на дружеството за периода 2006 – 30.06.2008 год., нетекущите активи съставляват основната част от активите на “Албена Инвест Холдинг” АД. Техният относителен дял нараства от 78.6 на сто /104 822 хил.лв./ през 2006 год. на около 83 на сто към 30.06.2008 год. Нетекущите активи се формират основно от финансовите активи /около 74 на сто/ и от групата “имоти, машини, съоръжения и оборудване”, чиито относителен дял към 30.06.2008 год. съставлява 13.3 на сто от нетекущите активи.

Финансовите активи за анализирания период се формират почти изцяло /над 99 на сто/ от инвестициите на дружеството в асоциирани и други предприятия.

Групата на имотите, машините и оборудването се определя основно от недвижимите имоти /земи и сгради/, които от 11 011 хил.лв. /57.5 на сто за 2006 г./, 13 160 хил.лв. през 2007 год. /52.9 на сто/ достигат 7 741 хил.лв. /40 на сто/ към 30.06.2008 год.

Нетекущите активи за анализирания период се запазват относително постоянни в абсолютна стойност, но с намаляващ относителен дял в общата група на активите, като от 28 573 хил.лв. /21.4 на сто/ през 2006 год. и 27 956 хил.лв. /16.1 на сто/ през следващата 2007 год. достигат 29 895 хил.лв. /17.1 на сто/ към 30.06.2008 год. През целия анализиран период, нетекущите активи се формират основно от групата на паричните средства, които от 18 006 хил.лв. през 2006 год. /63 на сто/ достигат 19 149 хил.лв. /64 на сто/ към датата на оценката. За същия период, групата на търговските вземания се изменят както следва:

- 2007 год.: 7 302 хил.лв. /25.6 на сто/;
- 2008 год.: 4 450 хил.лв. /15.9 на сто/;
- 30.06.2008 год.: 7 224 хил.лв. /24.2 на сто/

Със значителен относителен дял в тази група са вземанията от клиенти и доставчици, който от 36.9 на сто през 2006 год. и 31.3. на сто през 2007 год. пада на 25.7 на сто към 30.06.2008 год.

За анализирания период делът на материалните запаси в групата на нетекущите активи се запазва относително постоянен – 9.2 на сто през 2006 год. и 8.3 на сто през 2007 и към 30.06.2008 год. С най-голям относителен дял в материалните запаси са материалите, които от 1 518 хил.лв. /57.9 на сто/ през 2006 год. достигат 1 486 хил.лв. /59.5 на сто/ към датата на оценката. Делът на продукцията и стоките в групата на материалните запаси от около 28 на сто

през 2006 год. намалява на около 20 на сто към 30.06.2008 год.

Анализът на пасивите на “Албена Инвест Холдинг” АД показва, че при основен капитал в размер на 5 500 хил.лв., собственият капитал на дружеството към датата на оценката възлиза на 150 234 хил.лв., което представлява 85.7 на сто на сто от всички пасиви. С най-голям относителен дял в собствения капитал е групата на резервите, които от 75 729 хил.лв. през 2006 год. /66.2 на сто/ през 2006 год., достига 115 691 хил.лв. /77 на сто/ към 30.06.2008 год. Групата на резервите се формира почти изцяло от резервите от последващи оценки на активите /около 90 на сто/.

През анализирания период финансовият резултат е положителен, като текущата печалба през 2006 год. възлиза на 5 088 хил.лв. През следващата 2007 год. печалбата е в размер на 10 467 хил.лв. Към края на първото полугодие, преди началото на силния летен сезон, текущата печалба е 1 112 хил.лв.

За анализирания период дружеството формира малцинствено участие, както следва: 3 946 хил.лв. за 2006 год., 4 173 хил.лв. през 2007 год. и 4 196 хил.лв. към 30.06.2008 год.

За анализирания период нетекущите пасиви са с тенденция на нарастване като от 10 410 хил.лв. през 2006 год. достигат 14 415 хил.лв. към датата на оценката. През целия период тези пасиви се формират основно от пасиви по отсрочени данъци – 73.7 на сто през 2006 год. и 76.5 на сто към 30.06.2008 година.

През анализирания период, текущите пасиви са също с тенденция на нарастване, като от 4 705 хил.лв. през 2006 год., 5 143 хил.лв. за 2007 год. достигат 6 417 хил.лв. към 30.06.2008 год. Тези пасиви се формират основно от:

- *текущи задължения на дружеството*, които към датата на оценката са в размер на 2 661 хил.лв. /41.5 на сто/,
- *задължения по получени заеми от банки* /12.5 на сто/ и
- *други задължения* – 2 938 хил.лв. /45.8 на сто/.

Анализът на дружеството показва, че през целия анализиран период, дружеството реализира положителен финансов резултат. По-ниската печалба към първото полугодие на 2008 год. ще се преодолее след приключване на летния почивен сезон към края на октомври, когато дружеството се очаква да реализира значителна печалба.

4.3. Анализ на финансовите съотношения и коефициенти

Съгласно изискванията на Наредба № 41 / 11.06.2008 г., при анализа на финансово – икономическото състояние на оценяваното дружество е изследвана и динамиката на някои основни показатели, съотношения и коефициенти, имащи отношение към установяване на тенденциите, състоянието и неговите перспективи за развитие.

В **Приложение № 5** е представена динамиката на изменение за периода 2006 – м. юни 2008 година на следните пет групи финансови съотношения и коефициенти:

- Ø *коефициенти на рентабилност;*
- Ø *коефициенти на ликвидност;*
- Ø *коефициенти на обръщаемост;*
- Ø *коефициенти на автономност и ефективност;*
- Ø *коефициенти на задлъжнялост.*

В **Приложение № 6** е дадено графично изменението на горните групи коефициенти.

Анализът на очерталите се тенденции в изменението на основните показатели и коефициенти към момента на оценката като цяло показва доброто финансово – икономическо състояние на “Албена Инвест Холдинг” АД и перспективите за неговото развитие в средносрочен аспект.

5. ОЦЕНЪЧНИ ПОДХОДИ И МЕТОДИ

Съгласно изискванията на Наредба № 41/11.06.2008 г. на Комисията за финансов надзор относно изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, оценката е изготвена по следните методи:

- *метод на чистата (нетна) стойност на активите;*
- *метод на дисконтиране на чистите парични приходи за бъдещ периоди.*

Изборът на двата метода е направен с оглед спецификата на оценяваното дружество, което към датата на оценката е действащо предприятие, генериращо приходи на основата на притежаваните активи, ноу-хау и бизнес потенциал. Друг метод за оценка не е използван, доколкото през последните три месеца преди оценката акциите на “Албена Инвест Холдинг” АД не са търгувани активно по смисъла на параграф 1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41/11.06.2008 г. на КФН.

5.1. Оценка по чистата стойност на активите

Оценката на “Албена Инвест Холдинг” АД по метода на чистата (нетна) стойност на активите /ЧСА/, се основава на следните предположения:

1. Дружеството се оценява като действащо предприятие, със запазване на основния предмет на дейност;

2. При пазарната оценка на неговите активи се търси онази стойност, която съответства на стандарта "справедлива пазарна стойност".

Оценката по чистата стойност на активите е направена на основата на балансовата стойност на отделните групи активи и пасиви според баланса на дружеството към 30.06.2008 година /Приложение № 7/.

Следвайки логиката на метода за оценка по чистата (нетна) стойност на активите, направени са следните целесъобразни пазарни корекции на отделните активи и пасиви по баланса на дружеството към 30.06.2008 година:

A/ НЕТЕКУЩИ АКТИВИ

I. Имоти, машини, съоръжения и оборудване

Без корекция. Водената от дружеството счетоводна политика поддържа балансовите стойности на дълготрайните материални активи на равнище, което не се отклонява съществено от тяхната справедлива стойност.

II. Инвестиционни имоти

Без корекция. Причините са както в предходната т.І.

IV. Нематериални активи

Притежаваните от дружеството програмни продукти държат балансовата си стойност. Без корекция.

VI. Финансови активи

Без изменения.

VII. Търговски и други вземания

Вземанията от тази група се приемат за събираеми. Без корекция.

Б/ ТЕКУЩИ АКТИВИ

I. Материални запаси

Същите се водят в баланса по тяхната пазарна стойност. Без корекция.

II. Търговски и други вземания

Вземанията се приемат за изцяло събираеми. Без пазарна корекция.

III. Финансови активи

Без корекция.

IV. Парични средства и парични еквиваленти

Активите от тази група не се нуждаят от корекция.

След извършване на необходимите корекции и в пасива на дружеството, пазарната стойност на собствения капитал на **“Албена Инвест Холдинг” АД**, определена по метода на чистата стойност на активите, след закръгление възлезе на:

154 430 000 лева

Словом: **Сто петдесет и четири хиляди, четиристотин и тридесет лева**

Тази стойност трябва да се коригира допълнително, предвид структурата на собствения капитал на дружеството. Както беше установено в анализа на активите и пасивите на към датата на оценката (т.4.2), около 90 % от собствения капитал на **“Албена Инвест Холдинг” АД** се формира от резервите, като повече от 94 млн.лева са т.нар. *“Резерви от последващи оценки на активите и пасивите”*.

Нашият анализ показва, че за нуждите на оценката с тази сума трябва да се коригира размера на собствения капитал, доколкото този преоценъчен резерв не може да бъде реално обезпечение на акциите на дружеството. В противен случай, след всяка преоценка на активите би трябвало да се повишава и стойността, респ. котировката на акциите му, което реално не се случва. В подкрепа на горното може да се посочи динамиката на капиталовите резерви за периода , които от 75 729 хил.лв през 2006 г. нарастват на 106 779 хил.лв през 2007 г. и достигат 115 691 хил.лв. В допълнение, тази динамика кореспондира със скокообразното изменение на позицията в актива на баланса, *“Инвестиции, осчетоводени по метода на собствения капитал”*, т.е. чистата стойност на активите би се намалила, ако едновременно коригираме двете части на баланса.

По принцип, собственият капитал следва да се коригира и със стойността на финансовия резултат, доколкото той се изчиства от баланса.

Следвайки горната логика, коригираме нетната стойност на активите 154 430 000 лева) с размера на преоценъчния резерв в размер на 94 106 000 лева и с размера на финансовия резултат към датата на оценката (29 043 хил.лв) и получаваме коригираната стойност на собствения капитал в размер на

31 281 000 лева

Словом: Тридесет и един милиона, двеста осемдесет и една хиляди лева

Направената корекция определя пазарна стойност на 1 акция от капитала на “Албена Инвест Холдинг” АД в размер на

5,69 лева

Словом: Пет лева и шестдесет и девет стотинки за акция

5.2. Оценка по метода на дисконтиране /осъвременяване/ на бъдещите чисти парични приходи

5.2.1. Общи положения

Използването на подхода на бъдещата доходност и на неговите методи е свързано с установяването на:

- **бъдещите чисти парични приходи от дейността на оценяваното дружество;**
- **дисконтовата норма или коефициент, с помощта на който бъдещите приходи ще бъдат приведени към настоящата им стойност.**

При определяне на конкретните стойности на горните величини, от съществено значение е да се определи състоянието на дружеството и на икономическата среда, в която то работи.

Диагностичният анализ налага следните изводи:

1. Към 30.06.2008 г. дружеството регистрира положителен финансов резултат в размер на 1 112 000 лв.
2. Дружеството има много ниски за мащабите си дългосрочни и краткосрочни

задължения в размер общо на 20 832 лв.,

3. Повече от 50 % от привлеченият капитал се формира от пасиви по отсрочени данъци , а текущите краткосрочни задължения /към персонал, доставчици, социално осигуряване и др./, възлизат на 6 417 хил.лв. към датата на оценката.

4. Дружеството развива интензивно дейността си. Приходите му се формират основно от извършване на услуги по предмета на дейност на дъщерните дружества.

a/ Определяне величината на чистите парични потоци

С оглед установяване величината на чистите парични потоци през годините на прогнозния период е разработен песимистичен и оптимистичен бизнес-план за развитие на дружеството през периода 2008-2012 г. /***Приложение №№ 8 и 9***/.

Основната стратегия, заложена в разработените варианти на бизнес-плана се опира на постигането на следните цели:

- осигуряване на необходимите договори за постигане на финансова стабилизация, запазване и развитие на дейността и кадровия потенциал;
- запазване лидерството в областта на туристическите услуги;
- оптимизиране на връзките с клиенти и агресивен мениджмънт по отношение привличането на нови клиенти в страната и в чужбина;

Прогнозата за очакваните приходи и разходи през периода до 2012 г. разработена в два варианта – песимистичен и оптимистичен, като същите са дадени съответно в ***Приложение №8 и Приложение № 9***.

Бизнес-плановете са разработени при следните основни хипотези:

1. Дружеството ще приключи 2006 г. с положителен финансов резултат.
2. За периода 2008 - 2012 г. индексът на нарастване на приходите от дейността ще изпреварва леко индекса на нарастване на разходите.

3. Инвестиции за подмяна и възстановяване на амортизирано оборудване са на най-ниското възможно ниво поради особеностите на пазарната конюнктура към датата на оценката и кратко- и средносрочните прогнози.

5. Амортизационните отчисления са приети на база съществуваща структура на амортизируемите активи и изменението в обема на инвестициите.

6. Двете прогнози се различават по размера на прогнозираните приходи както

следва:

- в песимистичния вариант приходите са намалени с оглед изчистване влиянието на извънредните приходи, които през 2007 г. достигат 9,4 млн.лева;

- в оптимистичния вариант достигнатото равнище на приходите се запазва, като се приема хипотезата, че извънредните приходи ще бъдат компенсирани от приходите от дейността.

Разработените варианти отразяват две възможни хипотези, чието сбъдване е с достатъчно висока степен на вероятност. Същевременно и двата варианти на бизнес – плана отразяват едно умерено виждане за развитие на приходите и разходите за дейността през периода. Това виждане се основава на очакването, че този вид дейност има бъдеще и е обосновано от развитието както на сектора, така и на макро - икономическите условия.

б/ Определяне на нормата на дисконтиране

Нормата на дисконтиране, използвана в бизнес-оценяването, отразява общия риск, който е присъщ за съответния бизнес към датата на оценката. Поради наличие на дългосрочни задължения дисконтовата норма е определена по метода средно – претеглената цена на капитала WACC.

При направените експертни оценки и приемания, коефициентът на дисконтиране с отчитане характера на търговската дейност е определен на равнище:

$$r = 15,76 \% = 0,1576$$

5.2.2. Пазарна стойност при песимистичен вариант на развитие

След извършване на необходимите разчети, отразени в *Приложение №8*, пазарната стойност на “Албена Инвест Холдинг” АД, определена по метода на дисконтиране на чистите парични приходи, на база песимистичен вариант за развитие, възлезе на:

44 263 000 лева

Словом: Четиридесет и четири милиона,двеста шестдесет и три хиляди лева

Направената корекция определя пазарна стойност на 1 акция от капитала на “Албена Инвест Холдинг” АД в размер на

8,05 лева

Словом: Осем лева и пет стотинки за 1 акция

5.2.3. Пазарна стойност при оптимистичен вариант на развитие

След извършване на необходимите разчети, отразени в *Приложение №9*, пазарната стойност на “Албена Инвест Холдинг” АД, определена по метода на дисконтиране на чистите парични приходи, с използване на оптимистичния вариант на развитие, възлезе на:

72 178 000 лева

Словом: Седемдесет и два милиона, сто седемдесет и осем хиляди лева

Направената корекция определя пазарна стойност на 1 акция от капитала на “Албена Инвест Холдинг” АД в размер на

13,12 лева

Словом: Тринадесет лева и дванадесет стотинки за 1 акция

6. ЗАКЛЮЧЕНИЯ ОТНОСНО КРАЙНАТА ОЦЕНКА

За илюстриране на крайните заключения относно оценката на “Албена Инвест Холдинг” АД, данните за стойността на дружеството като цяло са приведени в следната Таблица:

Но по Ред	Оценъчен метод	Пазарна стойност в лева	Пазарна стойност на 1 акция
1.	По чистата стойност на активите	31 281 000	5,69
2.	По метода на дисконтиране -песимистичен вариант - оптимистичен вариант	44 263 000 72 178 000	8,05 13,12

Направените разчети и резултатите от тях дават основание за следните експертни

заключения:

1. На този етап стойността на дружеството се измерва с цената на неговия бизнес, получена на база доходността от осъществяваната дейност и нейните резултати в бъдеще.

2. Перспективите за развитие на сектора сочат значителен потенциал за разширяване на дейността и генерирането на доходи, които ще стабилизируют положителния финансов резултат в перспектива.

3. Предметът на дейност на дъщерните дружества на **“Албена Инвест Холдинг” АД**, по принцип се влияе в по-голяма степен от мениджмънта, уменията и качествата на заетите.

С оглед формиране на експертното заключение относно крайната пазарна стойност на 1 акция от капитала на дружеството, направено е следното претегляне на отделните оценки в зависимост от вероятността за сбъждане на приетите хипотези при тяхното изготвяне:

Но по ред	Метод за оценка	Пазарна ст-ст в лв. за 1 акция	Тегловен коефициент
1.	По ЧСА	5,69	0.4
2.	По дисконтиране		0.6
	- песимистичен вариант	8,05	
	- оптимистичен вариант	13,12	

Отчитайки всички обстоятелства по икономическото и финансово състояние на дружеството,

- крайната пазарна стойност на 1 акция от капитала на **“Албена Инвест Холдинг” АД**, определена на база песимистичен вариант на развитие:

7,11 лева

Словом: Седем лева и единадесет стотинки

- крайната пазарна стойност на 1 акция от капитала на **“Албена Инвест Холдинг” АД**, определена на база оптимистичен вариант на развитие:

10,15 лева

Словом: Десет лева и петнадесет стотинки

Получените резултати формират един доверителен интервал

(мин. 7,11 – макс. 10,15) лева

за пазарната стойност на 1 акция от капитала на "Албена Инвест Холдинг" АД.

За този интервал може да се твърди с голяма степен на вероятност, че съдържа справедливата пазарна стойност на 1 акция от капитала на холдинга към ефективната дата на оценката.

Трябва да се има в предвид, че горната стойност е изведена на основата на един консервативен подход към пазарната стойност на дружеството, основан на минимално преимуществено претегляне на оценката, получени по метода на метода на дисконтиране.

*

*

*

Оценителите, съставили настоящия Доклад, декларират заедно и всеки поотделно, че нямат лични интереси и отношения към оценявания обект, които биха повлияли върху обективността на направената оценка. Тя е извършена съвестно и на най-доброто ниво на професионалните им знания.

ОЦЕНИТЕЛИ:

1. Валентин Р. Първанов
2. Владимир Ц. Вълчев
3. Стефан Ст. Енчев
4. Атанас Ив. Минчев

октомври, 2008 г.
гр. София

За "БРАЙТ КОНСУЛТ" ООД

УПРАВИТЕЛ:

/Валентин Първанов

