

песимистичен	отчетен период					прогнозен период					
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ					30.06.11 2011 HI)	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
	2007	2008	2009	2010							
ТЕКУЩИ АКТИВИ											
Вземания по директно застраховане	9762	12762	9939	2622	6125	6907	5848	6587	7637	8065	8435
Вземания от регрес	2059	3940	5606	6456	8758	6267	5306	5976	6929	7317	7654
Вземания по презастраховане	8108	2253	747	462	0	1086	920	1036	1201	1268	1327
Вземания от агенти и брокери	528	1124	252	249	193	357	302	341	395	417	436
Вземания от клиенти	64	20	20	16	0	15	13	14	16	17	18
Други вземания	5126	1131	2225	2043	1744	2013	1704	1920	2226	2350	2458
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ	25647	21230	18789	11848	16820	16645	14094	15873	18404	19435	20328
ТЕКУЩИ ПАСИВИ											
Задължения по директно застраховане	2421	3600	2944	2112	1990	2396	2029	2285	2650	2798	2927
Задължения към свързани лица	6215	6807	6632	6967	7007	6674	5651	6364	7379	7792	8151
Презастрахователи по задържани депа	0	0	0	10138	16275	13214	11189	12602	14611	15429	16139
Задължения по презастраховане	0	0	0	0	541	293	248	280	324	342	358
Други задължения, вкл. Данъци и осигуровки	2162	2436	2282	2735	2184	2324	1968	2216	2570	2714	2838
Задължения към доставчици	58	7	0	12	0	8	7	7	9	9	10
ОБЩО ТЕКУЩИ ПАСИВИ	10856	12850	11858	21964	27997	24909	21092	23754	27542	29084	30422
ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	14791	8380	6931	-10116	-11177	-8264	-6998	-7881	-9138	-9650	-10093
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	X	-6411	-1449	-17047	-1061	2913	1267	-883	-1257	-512	-444

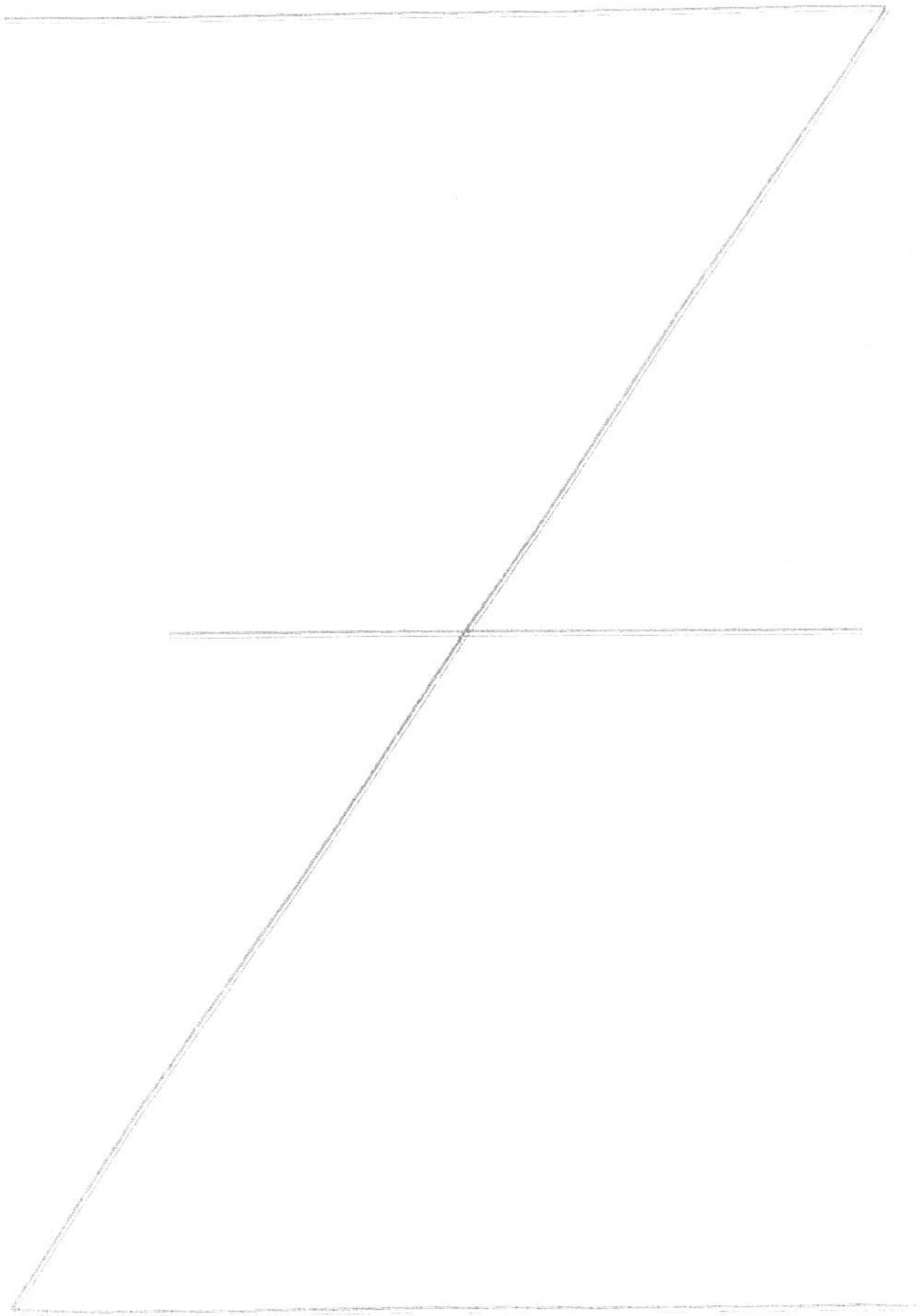
Техническите резерви са прогнозираны като постоянен дял от предвидените брутни записани премии, със съответната им отчетна вътрешна вертикална структура, а ръста в прогнозния период следва динамиката на премиения приход. Самото изменение на техническите резерви отразява разликата между прогнозните стойности на принципа „днес минус вчера“. Прогнозата за изменението на техническите резерви е представена за всеки един от трите сценария, както следва:

реалистичен	отчетен период					прогнозен период					
ИЗМЕНЕНИЕ НА ТЕХНИЧЕСКИ РЕЗЕРВИ	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 HI	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Резерв предстоящи плащания (РПП)	13389	16982	25488	44125	40017	32540	27553	31031	35979	38350	40495
Резерв за неизтекли рискове	8796	23534	27718	2307	266	9727	8236	9275	10755	11463	12104
Резерв за възникнали но необявени щети	0	0	0	21301	21823	12636	10700	12050	13972	14892	15725
Застрахователни (технически) резерви	22185	40516	53206	67733	62106	54902	46489	52356	60705	64705	68324
оля от Брутни записани премии	43,6%	77,6%	106,0%	153,4%	266,1%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%
ИЗМЕНЕНИЕ НА РЕЗЕРВИТЕ	0	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	4000	3619

оптимистичен	отчетен период					прогнозен период					
ИЗМЕНЕНИЕ НА ТЕХНИЧЕСКИ РЕЗЕРВИ	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 HI	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Резерв предстоящи плащания (РПП)	13389	16982	25488	44125	40017	32540	27553	31031	35979	38709	41262
Резерв за неизтекли рискове	8796	23534	27718	2307	266	9727	8236	9275	10755	11571	12334
Резерв за възникнали но необявени щети	0	0	0	21301	21823	12636	10700	12050	13972	15032	16023
Застрахователни резерви	22185	40516	53206	67733	62106	54902	46489	52356	60705	65312	69619
оля от Брутни записани премии	43,6%	77,6%	106,0%	153,4%	266,1%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%
ИЗМЕНЕНИЕ НА РЕЗЕРВИТЕ	0	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	4607	4307

песимистичен	отчетен период					прогнозен период					
ИЗМЕНЕНИЕ НА ТЕХНИЧЕСКИ РЕЗЕРВИ	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 HI	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Резерв предстоящи плащания (РПП)	13389	16982	25488	44125	40017	32540	27553	31031	35979	37994	39741
Резерв за неизтекли рискове	8796	23534	27718	2307	266	9727	8236	9275	10755	11357	11879
Резерв за възникнали но необявени щети	0	0	0	21301	21823	12636	10700	12050	13972	14754	15432
Застрахователни резерви	22185	40516	53206	67733	62106	54902	46489	52356	60705	64104	67052
оля от Брутни записани премии	43,6%	77,6%	106,0%	153,4%	266,1%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%	140,9%
ИЗМЕНЕНИЕ НА РЕЗЕРВИТЕ	0	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	3399	2948

Нетните парични потоци по модела FCFE са изчислени, като нетната печалба за акционерите, след лихви и данъци върху печалбата, се увеличава с разходите за амортизация и с изменението на техническите резерви, и се намалява с изменението на оборотния капитал, с изменението на лихвоносния дълг, с инвестициите в нефинансови активи, и с изменението на финансовите активи. Компанията не отчита лихвоносен дълг, не е емитирала привилегировани акции и не е изплащала дивиденди, поради което не се



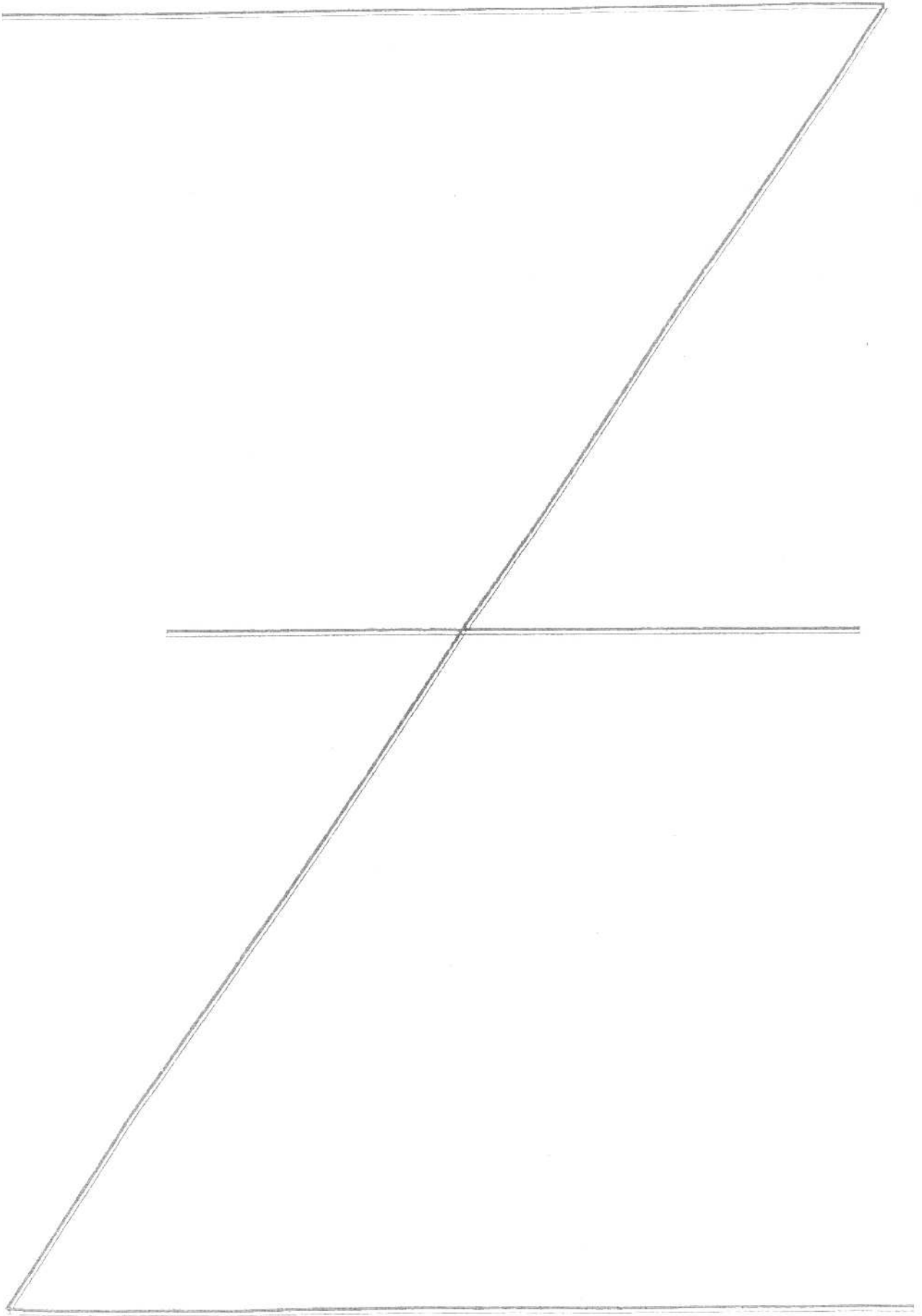
прогнозират такива позиции. Прогнозата за чистите парични потоци по сценарии е представена, както следва:

реалистичен	отчетен период					прогнозен период					
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ											
НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 III	2011II2 2012HI	2012H2 2013HI	2013H2 2014HI	2014H2 2015HI	2015H2 2016HI	2016H2 2017HI
Приходи от дейността	40148	34446	59137	44197	18447	31719	23613	27376	30800	34338	36637
Разходи за дейността	-40197	-38822	-62515	-61223	-21754	-32895	-23443	-25856	-28092	-30703	-32591
Доходи от дейността (данъци)	-49	-4376	-3378	-17026	-3307	-1176	170	1520	2708	3635	4046
Данъчна ставка (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Данъци	-5	-438	-338	-1703	-331	0	17	152	271	363	405
Печалба след данъци	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3271	3641
Нетна преоценка на активи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3271	3641
Малцинствено участие	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба за акционерите	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3271	3641
Разходи за амортизация (+)	801	822	1017	1096	559	957	832	709	738	799	864
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-6411	-1449	-17047	-1061	2913	1267	-883	-1257	-602	-545
Изменение на резерви (+)	X	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	4000	3619
Изменение на финансови активи (-)	X	13152	14174	-1150	7812	-1483	-8089	5641	8027	3846	3480
Инвестиции в нефинансови активи (-)	X	60	777	720	13	734	404	773	812	852	912
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	7538	-3511	14371	-15470	-9587	-1009	2414	3942	3975	4278

оптимистичен	отчетен период					прогнозен период					
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ											
НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 III	2011II2 2012HI	2012H2 2013HI	2013H2 2014HI	2014H2 2015HI	2015H2 2016HI	2016H2 2017HI
Приходи от дейността	40148	34446	59137	44197	18447	31719	23613	27376	30800	34505	36992
Разходи за дейността	-40197	-38822	-62515	-61223	-21754	-32895	-23443	-25856	-28092	-29960	-31716
Доходи от дейността (данъци)	-49	-4376	-3378	-17026	-3307	-1176	170	1520	2708	4545	5276
Данъчна ставка (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Данъци	-5	-438	-338	-1703	-331	0	17	152	271	455	528
Печалба след данъци	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	4091	4749
Нетна преоценка на активи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	4091	4749
Малцинствено участие	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба за акционерите	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	4091	4749
Разходи за амортизация (+)	801	822	1017	1096	559	957	832	709	738	799	864
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-6411	-1449	-17047	-1061	2913	1267	-883	-1257	-693	-648
Изменение на резерви (+)	X	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	4607	4307
Изменение на финансови активи (-)	X	13152	14174	-1150	7812	-1483	-8089	5641	8027	4429	4140
Инвестиции в нефинансови активи (-)	X	60	777	720	13	734	404	773	812	852	912
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	7538	-3511	14371	-15470	-9587	-1009	2414	3942	4909	5515

песимистичен	отчетен период					прогнозен период					
	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ											
НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2007	2008	2009	2010	30.06.11 2011 III	2011II2 2012HI	2012H2 2013HI	2013H2 2014HI	2014H2 2015HI	2015H2 2016HI	2016H2 2017HI
Приходи от дейността	40148	34446	59137	44197	18447	31719	23613	27376	30800	33466	35083
Разходи за дейността	-40197	-38822	-62515	-61223	-21754	-32895	-23443	-25856	-28092	-29651	-31057
Доходи от дейността (данъци)	-49	-4376	-3378	-17026	-3307	-1176	170	1520	2708	3815	4027
Данъчна ставка (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Данъци	-5	-438	-338	-1703	-331	0	17	152	271	382	403
Печалба след данъци	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3434	3624
Нетна преоценка на активи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3434	3624
Малцинствено участие	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба за акционерите	-54	-4814	-3716	-18729	-3638	-1176	153	1368	2437	3434	3624
Разходи за амортизация (+)	801	822	1017	1096	559	957	832	709	738	799	864
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-6411	-1449	-17047	-1061	2913	1267	-883	-1257	-512	-444
Изменение на резерви (+)	X	18331	12690	14527	-5627	-7204	-8414	5868	8349	3399	2948
Изменение на финансови активи (-)	X	13152	14174	-1150	7812	-1483	-8089	5641	8027	3268	2834
Инвестиции в нефинансови активи (-)	X	60	777	720	13	734	404	773	812	852	912
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	7538	-3511	14371	-15470	-9587	-1009	2414	3942	4023	4134

Нормата на дисконтиране, за модела на дисконтираните нетни парични потоци за собствен капитал (FCFE) **е цената на финансиране със собствен капитал** определена по известния метод CAPM (Capital Asset Pricing Model) и представлява сбор между безрисковата норма на възвръщаемост (R_f) и произведението на бета коефициента (β) и разликата между прогнозната пазарна възвръщаемост (R_m) и безрисковата норма на възвръщаемост (R_f), изразено с математическа формула, както следва:



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

Безрисковата норма на възвращаемост (R_f) се идентифицира с доходността на съкровищните инструменти, като най-често се ползва ставката на възвръщаемостта на дългосрочните държавни ценни книжа. За целите на оценката, като безрискова норма на възвращаемост е използвана доходността на българските ДЦК, обявена от БНБ към датата на оценката към 30.06.2011 г. 4,48%, в номинално изражение (<http://www.bnb.bg/>). Предвид това че паричния поток е прогнозиран без отчитане на инфлацията, следва да се използва реалната доходност на ДЦК, т.е. да се приспадне инфлацията, която по данни публикувани на цитирания сайт на БНБ, към посочената дата възлиза на 3,80%. По такъв начин безрискова норма на възвращаемост е възприета в размер на 0,68% .

Извеждане на бета коефициент (β). За определяне на „бета“ коефициента на ЗК „Български имоти“ АД, би следвало да използваме средната „бета“ за отрасъла, в който оперира ЗК „Български имоти“ АД, коригирана с нивото на финансов ливъридж на дружеството, чрез използване на съотношението дълг/собствен капитал. За целта, първо се изчислява т.нар. „бета без дълг“ (unlevered beta), която отчита пазарния риск на една компания с нулево ниво на дълг. За целта, средната за отрасъла бета се коригира със средните за отрасъла съотношение „дълг/собствен капитал“ и средна данъчна ставка, чрез следната формула:

$$\beta_u = \beta_a * (1 + (1 - t) * (D_a / E_a))$$

Където :

β_u бета без дълг (unlevered beta);

β_a средна бета за отрасъла (levered beta);

t средна данъчна ставка за индустрията;

D_a/E_a средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал;

При прилагането на формулата са използвани изходни данни от интернет страницата <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> на световно известния в теорията на оценяването проф. Асват Дамодаран от Университета в Ню Йорк - автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т. нар „развиващи“ се пазари, и в частност изведени за отрасъл застраховане, валидни за Европа, а именно:

β_a средна бета за отрасъла – 0,5865

t средна данъчна ставка за индустрията - 21,15%;

D/E средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал – 59,42%;

В резултат на направените изчисления, получената „бета без дълг“ възлиза на 0.8613.

Формулата за „бета с дълг“ отчита влиянието на дълга, който Дружеството е поело. По този начин, „бета без дълг“, която отчита единствено бизнес риска се актуализира със съотношението „дълг/собствен капитал“, за да се получи бета на самата компания. Формулата за „бета с дълг“ е следната:

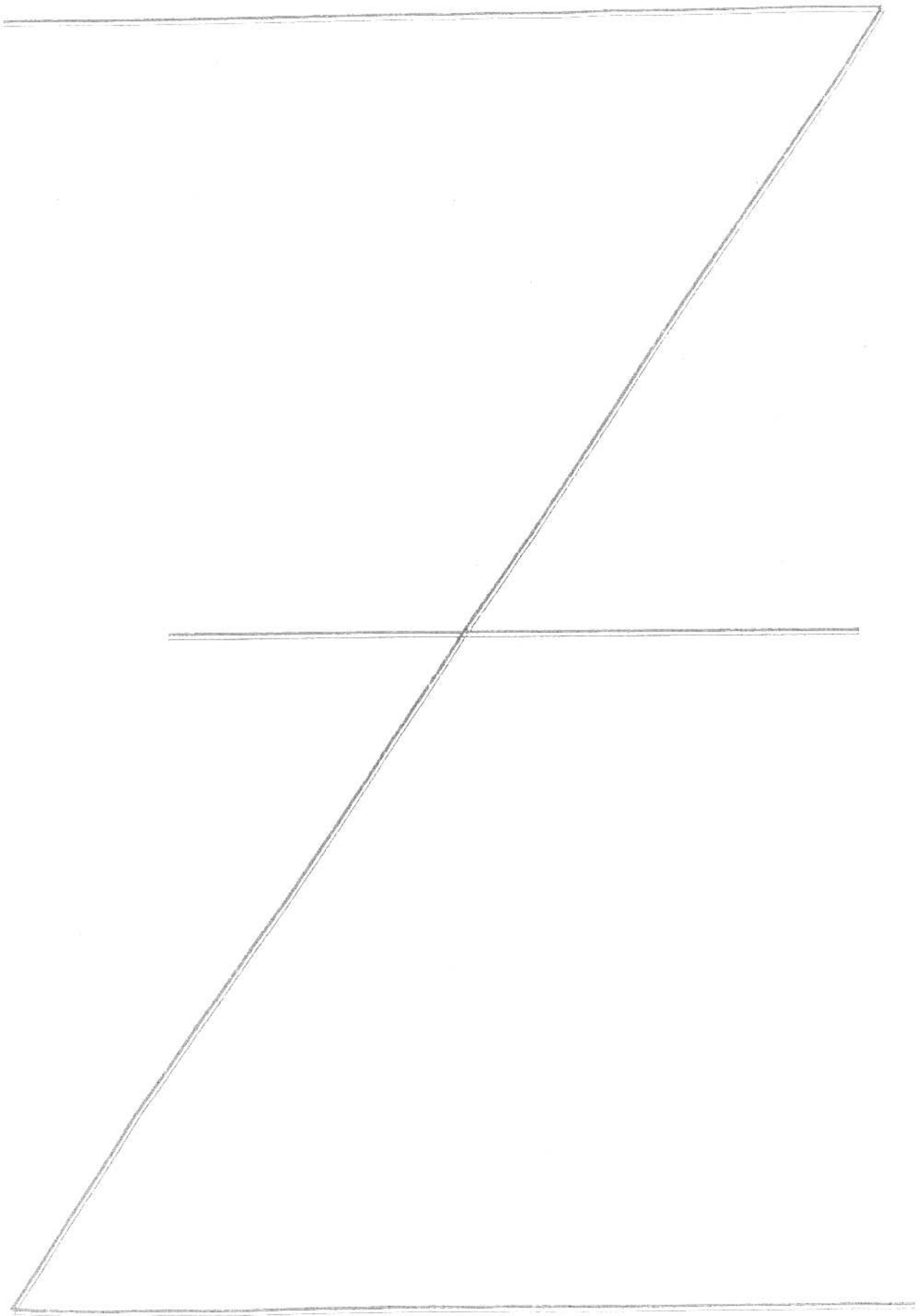
$$\beta_l = \beta_u * (1 + (1 - t) * (D/E))$$

Където :

β_l бета с дълг за ЗК „Български имоти“ АД,;

β_u бета без дълг;

t данъчна ставка валидна за Дружеството;



D/E съотношение дълг/собствен капитал за дружеството;

Дружеството не отчита лихвоносен дълг, което е причина „бета без дълг“ (unlevered beta) да бъде равна на „бета с дълг“ (levered beta) и коефициента да бъде един и същ за всички прогнозни периоди.

Изчислението по периоди е представено таблично както следва:

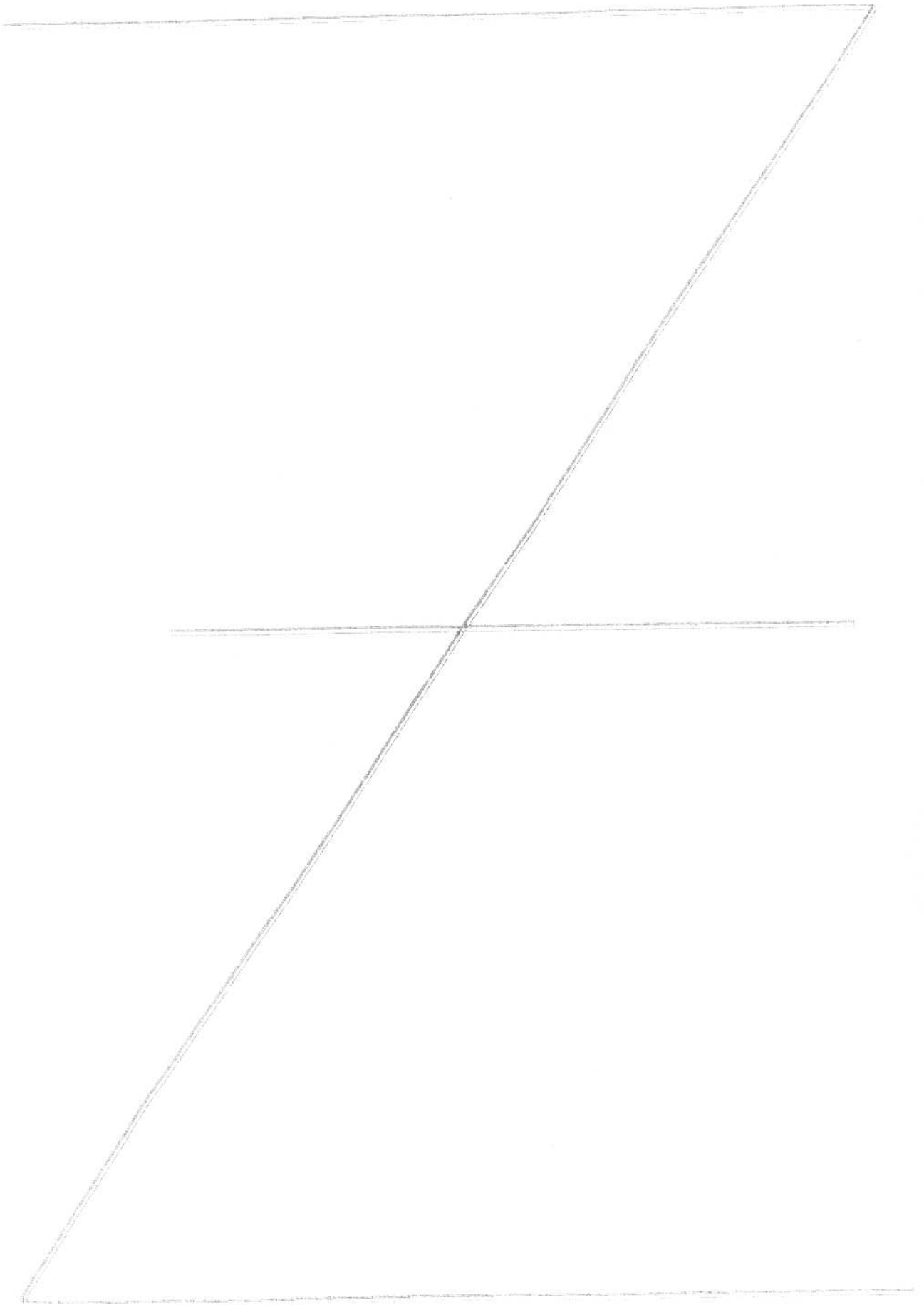
Определяне на бета коефициент (β)	0	1	2	3	4	5	6
	30.06.2011	2011H2	2012H2	2013H2	2014H2	2015H2	2016H2
	2011 H1	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1
$\beta_l = \beta_u \cdot (1 + (1-t) \cdot (D/E))$	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613
коэффициент бета с дълг за оценяваната компания (levered beta) β_l	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Съотношение дълг/собствен капитал (D/E) за оценявана компания	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Данъчна ставка валидна за оценяваната компания (t)	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613
Бета без дълг за отрасъла (unlevered beta) (β_u) определя се по формула:							
$\beta_u = \beta_a \cdot (1 + (1-t) \cdot (D/E))$	0,587	0,587	0,587	0,587	0,587	0,587	0,587
средна бета за отрасъла (levered beta) (β_a)	21,15%	21,15%	21,15%	21,15%	21,15%	21,15%	21,15%
средна данъчна ставка за индустрията (отрасъла) (t)	59,42%	59,42%	59,42%	59,42%	59,42%	59,42%	59,42%
средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал (D_a/E_a):							

Прогнозната пазарна възвращаемост (R_m) се дефинира като възвращаемостта на капиталовия пазар за всички рискови активи, а изразът в скоби ($R_m - R_f$) представлява пазарната рискова премия (Market Risk Premium).

За изчислението на Пазарната рискова премия ($R_m - R_f$) за акциите на ЗК „Български имоти“ АД, е използвана базисната рискова пазарна премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея е прибавена рискова премия за странови риск.

Базисната пазарна премия е определена като средногеометрична между разликите в доходността на акциите и дългосрочните ДЦК на американския пазар за периода 1928 г. - 2009 г. Американският пазар на акции и облигации има всички характеристики на развит пазар – достатъчно дълга история, достатъчен брой търгувани инструменти и ликвидност. Използваните данни са от вече цитираната интернет страницата на проф. Асват Дамодаран, където той публикува актуални оценки на премиите за риск, базирани на историческите данни за рисковата премия за акциите на развитите пазари и кредитния рейтинг на съответния развиващ се пазар. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори и институции, сред които Световната банка и Международния валутен фонд. Базисна рискова премия за развит пазар на акции, съгласно цитирания уеб сайт е в размер на 5,20%

Премията за странови риск (риск на съответната държава) е определена на база разликата в доходността на актив с рейтинг Ваа2, (каквото е рейтинга на България според Moody's,) и безрисковата норма на възвращаемост. Според данните на Reuters, правителствените облигации с рейтинг Ваа2 се търгуват с рискова премия от 175 пункта (1,75 %) над тези с рейтинг ААА. Така получената надбавка (спред) може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента на волатилност на съответния пазар на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло). Тъй като българският пазар няма достатъчно история за директно изчисляване на този коефициент, за целите на настоящата оценка е прието допускането (потвърдено от множество изследвания), че средния размер на този коефициент за развиващите се пазари е 1,5. След умножаване на двете стойности, премията за странови риск за пазара на български акции се определя на 2.63 %.



Сумирането на получените стойности за базисната пазарна премия и премията за странови риск дават индикацията за пазарната рискова премия ($R_m - R_f$) за акциите на ЗК „Български имоти“ АД, която е възприета в размер на 7,825%

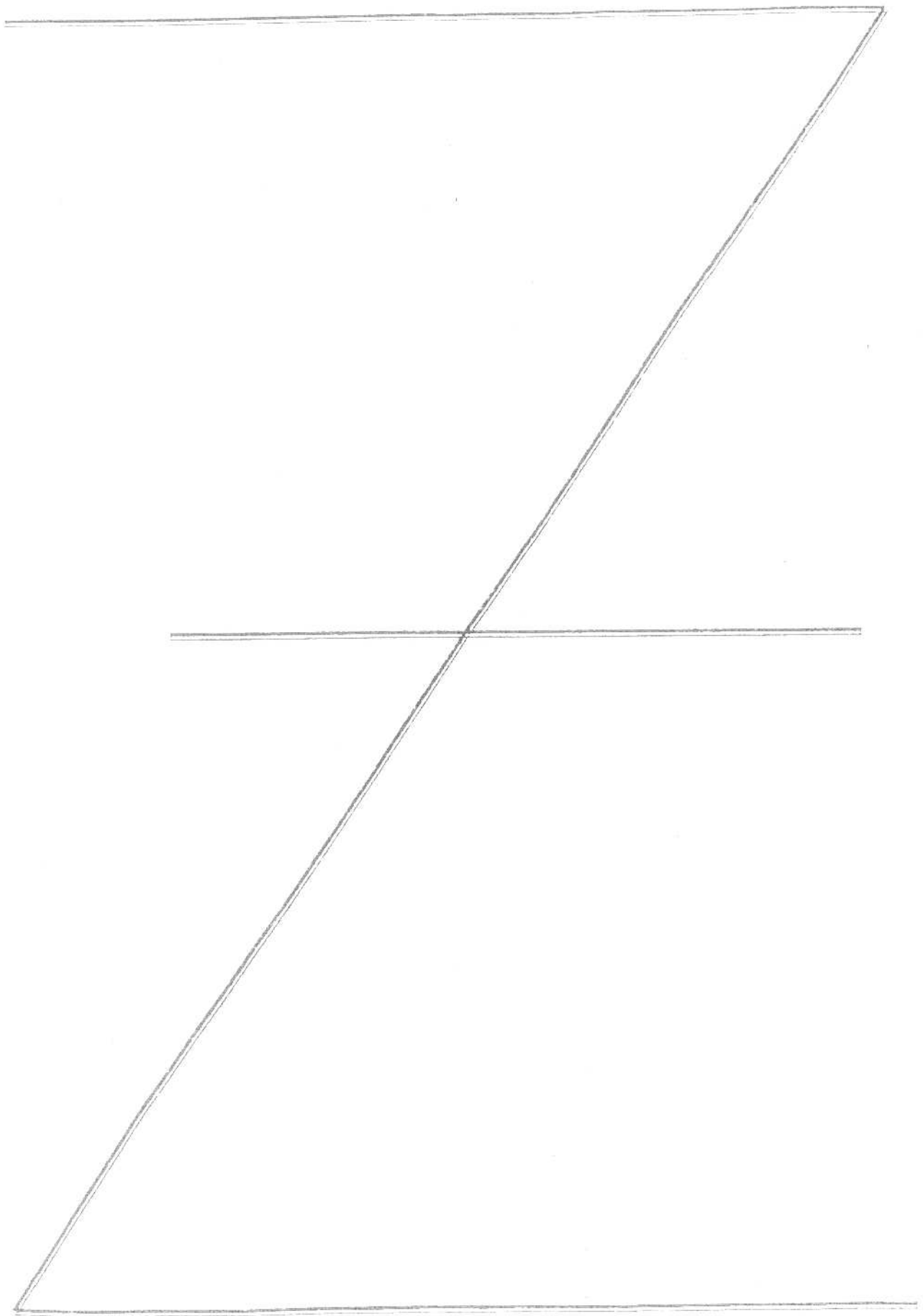
Финализирането на изчислението на цената на финансиране със собствен капитал определена по метод CAPM е таблично представено както следва:

НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ	отчетен период		прогнозен период					
	-1	0	1	2	3	4	5	6
Цена на финансиране със собствен капитал $r = R_f + \beta * (R_m - R_f)$	2010	30.06.2011 2011 III	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Цена на финансиране със собствен капитал (r)	7,420%	7,420%	7,420%	7,420%	7,420%	7,420%	7,420%	7,420%
безрискова норма на възвръщаемост R_f	0,680%	0,680%	0,680%	0,680%	0,680%	0,680%	0,680%	0,680%
бета коефициент (β) на компанията	0,861	0,861	0,861	0,861	0,861	0,861	0,861	0,861
прогнозната пазарна възвръщаемост (R_m)	8,505%	8,505%	8,505%	8,505%	8,505%	8,505%	8,505%	8,505%
рискова премия за "развит" пазар ($R_m - R_f$)	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%

Извеждане на стойността на собствения капитал по трите сценария е постигнато като сума на прогнозната стойност и терминалната стойност. Прогнозната стойност е получена, като чистите парични потоци за всеки прогнозен период са дисконтирани със съответно определения дисконтов фактор. Терминалната стойност е изведена, като е приложена по-горе разгледаната формула. Изведената индикация за стойността на собствения капитал е представена по сценарии както следва:

реалистичен	прогнозен период					
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА	1	2	3	4	5	6
	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Чист паричен поток за собствен капитал	-9587	-1009	2414	3942	3975	4278
Норма на дисконтиране	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%
Фактор настояща стойност	0,9309	0,8666	0,8068	0,7510	0,6992	0,6509
Дисконтирани чисти парични потоци	-8924	-875	1948	2961	2779	2784
Прогнозна стойност (хил. лв.)	673					
Терминална стойност						
Ръст в следпрогнозния период	2,50%					
Норма на дисконтиране	7,42%					
Дисконтов фактор	0,6509					
Терминална стойност (хил.лв.)	58010					
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	58683					
Брой акции	11 640 213					
Стойност на 1 акция (в лева)	5,04					

оптимистичен	прогнозен период					
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА	1	2	3	4	5	6
	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
"Чисти парични потоци за собствения капитал"	-9587	-1009	2414	3942	4909	5515
Норма на дисконтиране	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%
Фактор настояща стойност	0,9309	0,8666	0,8068	0,7510	0,6992	0,6509
Дисконтирани чисти парични потоци	-8924	-875	1948	2961	3432	3590
Прогнозна стойност (хил. лв.)	2131					
Терминална стойност						
Ръст в следпрогнозния период	3,50%					
Норма на дисконтиране	7,42%					
Дисконтов фактор	0,6509					
Терминална стойност (хил.лв.)	94782					
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	96913					
Брой акции	11 640 213					
Стойност на 1 акция (в лева)	8,33					



песимистичен	прогнозен период					
	1	2	3	4	5	6
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА						
	2011H2	2012H2	2013H2	2014H2	2015H2	2016H2
	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1
"Чисти парични потоци за собствения капитал"	-9587	-1009	2414	3942	4023	4134
Норма на дискотиране	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%
Фактор настояща стойност	0,9309	0,8666	0,8068	0,7510	0,6992	0,6509
Дискотиранни чисти парични потоци	-8924	-875	1948	2961	2813	2691
Прогнозна стойност (хил. лв.)	613					
Терминална стойност						
Ръст в следпрогнозния период	1,50%					
Норма на дискотиране	7,42%					
Дисконтов фактор	0,6509					
Терминална стойност (хил.лв.)	46131					
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	46744					
Брой акции	11 640 213					
Стойност на 1 акция (в лева)	4,02					

При извеждане на индикацията за стойността на собствения капитал, по метода Дискотиранни нетни парични потоци е направено допускане, че вероятността за сбъждане на оптимистичния и песимистичния сценарий е значително по-малка от тази за реалистичния сценарий. Получените резултати по съответните сценарии са претеглени с направеното допускане и резултатът е таблично представен, както следва:

Сценарий	Стойност	Тегло	Претеглена
	х. лв.	%	стойност
Реалистичен сценарий	58 683	60%	35 210
Оптимистичен сценарий	96 913	20%	19 383
Песимистичен сценарий	46 744	20%	9 349
ПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ	x	100%	63 941

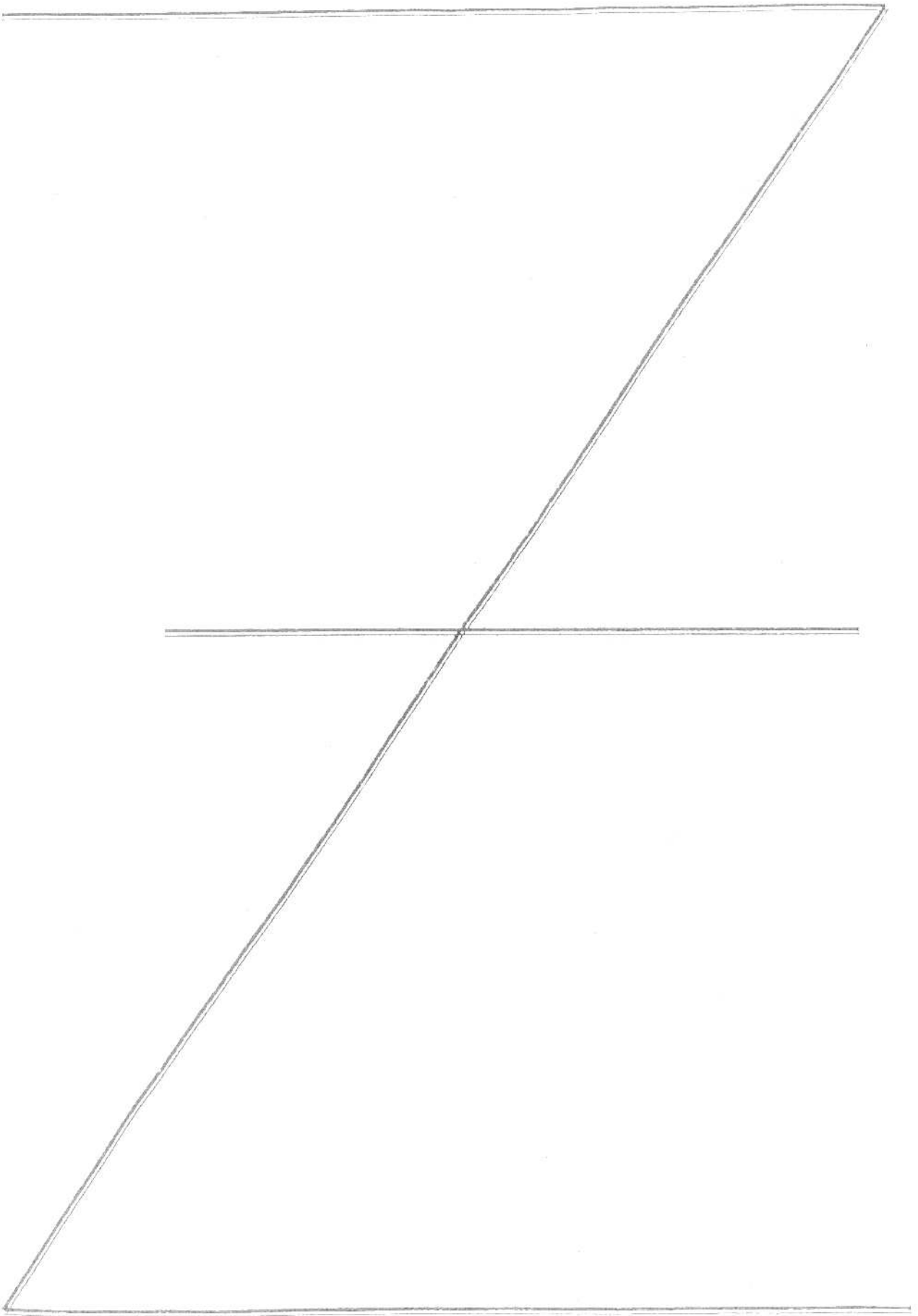
4.2. МЕТОД „НЕТНА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ”

Методът на нетната стойност на активите е подход за определяне стойността на собствения капитал на една компания или на неговите акции с използване на модели, основаващи се на стойността на активите на дружеството, намалена със задълженията му. Методът на нетната стойност на активите включва група оценителски модели за извеждане на индикация на стойността. За целите на тази оценка е използван модела на Нетната балансова стойност на активите.

Моделът е приложен, като е използван последния публикуван консолидиран счетоводен баланс на компанията, към 30.06.2011 г. За целите на настоящата оценка не се извършват оценителски корекции в актива и пасива на баланса.

Собственият капитал на ЗК „Български имоти” АД, определен по метода „Нетна стойност на активите” въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

Показател	Стойност хил.лв.
АКТИВ	хил. лв.
Отсрочени аквизиционни разходи	4269
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	10659
Инвестиционни имоти	64
Дълготрайни нематериални активи	9



Финансови инвестиции	53121
Дял на презастрахователя в техническите резерви	36288
Вземания и други активи	16820
Парични средства и парични еквиваленти	1146
СУМА НА АКТИВИТЕ	122 376
ПАСИВ	
Застрахователни резерви	87711
Задължения по презастрахователни договори и други задължения	27997
Отсрочени данъци	24
ОБЩО ПАСИВИ:	115732
Собствен капитал	6 644
Малцинствено участие	0
Нетна стойност на активите (собствен капитал за акционерите на компанията майка)	6 644

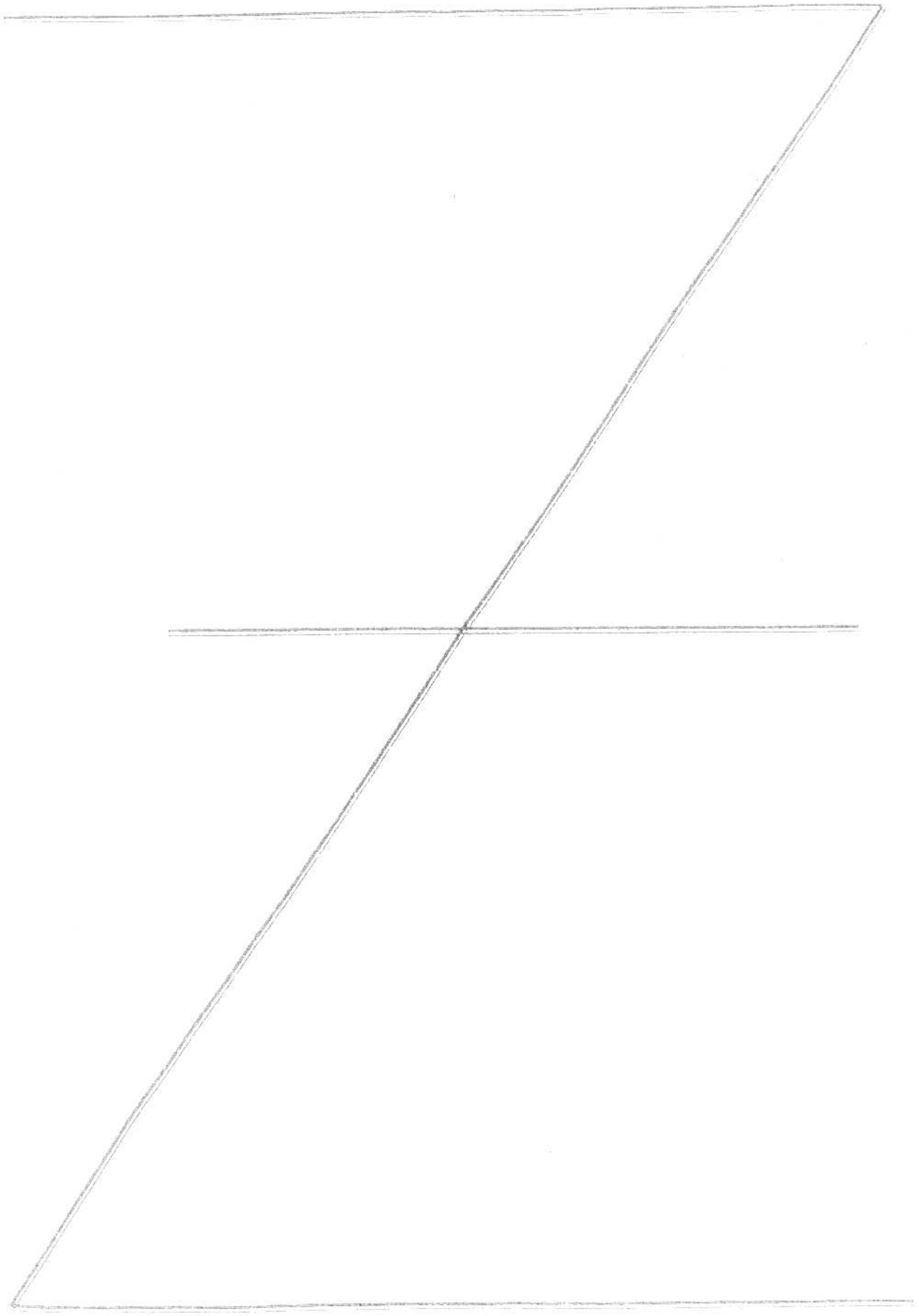
4.3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ЗА СТОЙНОСТТА

Независимо, че предназначението на настоящата оценка е за вливане на ЗК „Български имоти“ АД в ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ АД, предпоставките и допусканията, при които е извършена оценката са свързани с подразбирането, че компанията ЗК „Български имоти“ АД е действащо предприятие, което запазва дейността си. Като е изхождано от посоченото, са определени теглата на използваните методи за определяне на справедливата стойност на собствения капитал и справедливата цена на акциите.

Методът „Нетна балансова стойност на активите“ е построен на разходния принцип на оценяване, който се преценява, че за финансови институции и в частност за застрахователни компании не отчита достатъчно справедливо техния бизнес потенциал, като действащо предприятие. Този метод е показателен за моментната ликвидност на компанията и е верен измерител за регулаторни цели, но не дава добра представа за нейната доходност, от което се интересуват акционерите и потенциалните инвеститори. Методът не е в състояние да отчете стойността на такива нематериални активи като клиентска база и бранд, а активи като имоти, машини съоръжения и оборудване, се преоценяват на интервали и не отчитат в достатъчна степен настоящата справедливата пазарна стойност. В случай, че инвеститорите вярват, че Дружеството има значителни възможности за растеж в бъдеще, те ще бъдат готови да платят за неговите акции, стойност, която надвишава определената по този метод. Поради посоченото се счита, че неговата тежест следва да се определели в размер не по-голям от 85%.

Методът „Дисконтирани нетни парични потоци“, почива на хипотезата, че стойността на едно предприятие зависи от размера на неговите бъдещи доходи, които то е в състояние да генерира за своите собственици и инвеститори. Той дефинира, че справедливата стойност на собствения капитал на дружеството е дисконтираната стойност на разумно очакваните бъдещи доходи, които собствениците действително ще получат, ако се сбъдне бизнес прогнозата за развитие, на основата на която тези доходи са определени. Като се отчита, че прогнозата е направена в условията на криза и обхваща прогнозен период на постепенно излизане от кризата, съдържащ висока степен на неопределеност на развитие на световната и националната икономика на този метод е определена тежест от 15%.

Извеждането на индикацията за справедливата стойност е таблично представена, както следва:



ЗК „Български имоти” АД	Стойност	Тегло	Претеглена стойност
	х. лв.	%	х. лв.
МЕТОД ДИСКОНТИРАНИ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	63 941	15%	9 591
МЕТОД НЕТНА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	6 644	85%	5 647
СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ ЗА СОБСТВЕН КАПИТАЛ	х	100%	15 239
Брой акции		бр.	11 640 213
Справедлива цена на една акция		лева	1,31

Така **справедливата стойност на собствения капитал** на ЗК „Български имоти” АД, определена въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

15 239 хил. лв.

(петнадесет милиона двеста тридесет и девет хиляди лева)

Справедливата цена на една акция от собствения капитал на ЗК „Български имоти” АД, определена въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

1,31 лв.

(един лев и 31 стотинки)

Изпълнителен директор:

Румен Янчев



Изпълнителен директор:

Кристоф Рат

При нотариалното удостоверяване върху настоящия документ на подписа на Кристоф Рат, като лице, което не знае български език, на основание чл. 589, ал.2, във връзка с чл. 582 от ГПК, беше назначен за преводач Александър Владимиров Владов. Същият направи устен превод от български на английски език на документа. Кристоф Рат потвърди, че разбира английски език, разбира смисъла и правните последици на преведения му документ, след което се подписа.

Долуподписаният Александър Владимиров Владов, с постоянен адрес в град София, с ЕГН 7508096545, с л.к. № 625186940, издадена на 20.08.2008 г. от МВР, град София, , декларирам, че направеният от мен превод, така както е описано по-горе, е точен. Известна ми е наказателната отговорност по чл. 290, ал. 2 от Наказателния кодекс.

ПРЕВОДАЧ:

НОТАРИУС:



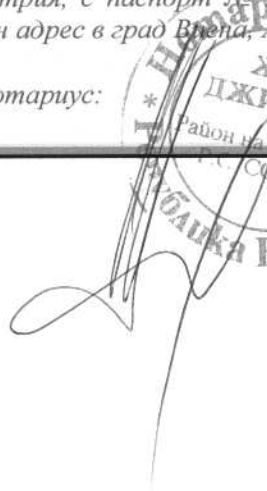
Нотариус № 328
Женя ДЖИКОВА
Район на действие
Р.С. СОФИЯ
Република България



Нотари
Женя
ДЖИ
Район на
Р.С. СО
Република

На 16.01.2012 година Женя Джикова, Нотариус в район – Р.С. София, рег. № 328 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от лицата, съвместно представляващи, в качеството си на изпълнителни директори, всяко от дружествата ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ АД и ЗК „Български Имоти“ АД, а именно на: 1. Румен Иванов Янчев, с ЕГН 5609156680, с л.к. № 186200154, издадена на 04.02.2003 г. от МВР, град София, и 2. Кристоф Рат, гражданин на Австрия, роден на 16.11.1976 г. в град Мистелбах, Австрия, с паспорт № Р 2050486, изд. на 22.06.2007 г. от Магистрат Виена МА 62, с постоянен адрес в град Виена, Австрия.

Нотариус:



Нотариус № 328
Женя ДЖИКОВА
Район на действие
Р.С. СОФИЯ
Република България



Нотари
Ж
ДЖИ
Район на
Р.С. С
Република

Събрана такса: 30.00 лева (без ДДС)

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА ЗАД „БУЛСТРАД
ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП“**

СЪДЪРЖАНИЕ:

1. Резюме на данните от оценката

- 1.1. Справедлива цена на акциите
- 1.2. Стойност на акциите, изчислена по всеки от използваните оценъчни методи и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена
- 1.3. Цени и брой на изтъргувани акции на дружеството на БФБ за последните 3 месеца
- 1.4. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество

2. Разяснение на извършената оценка

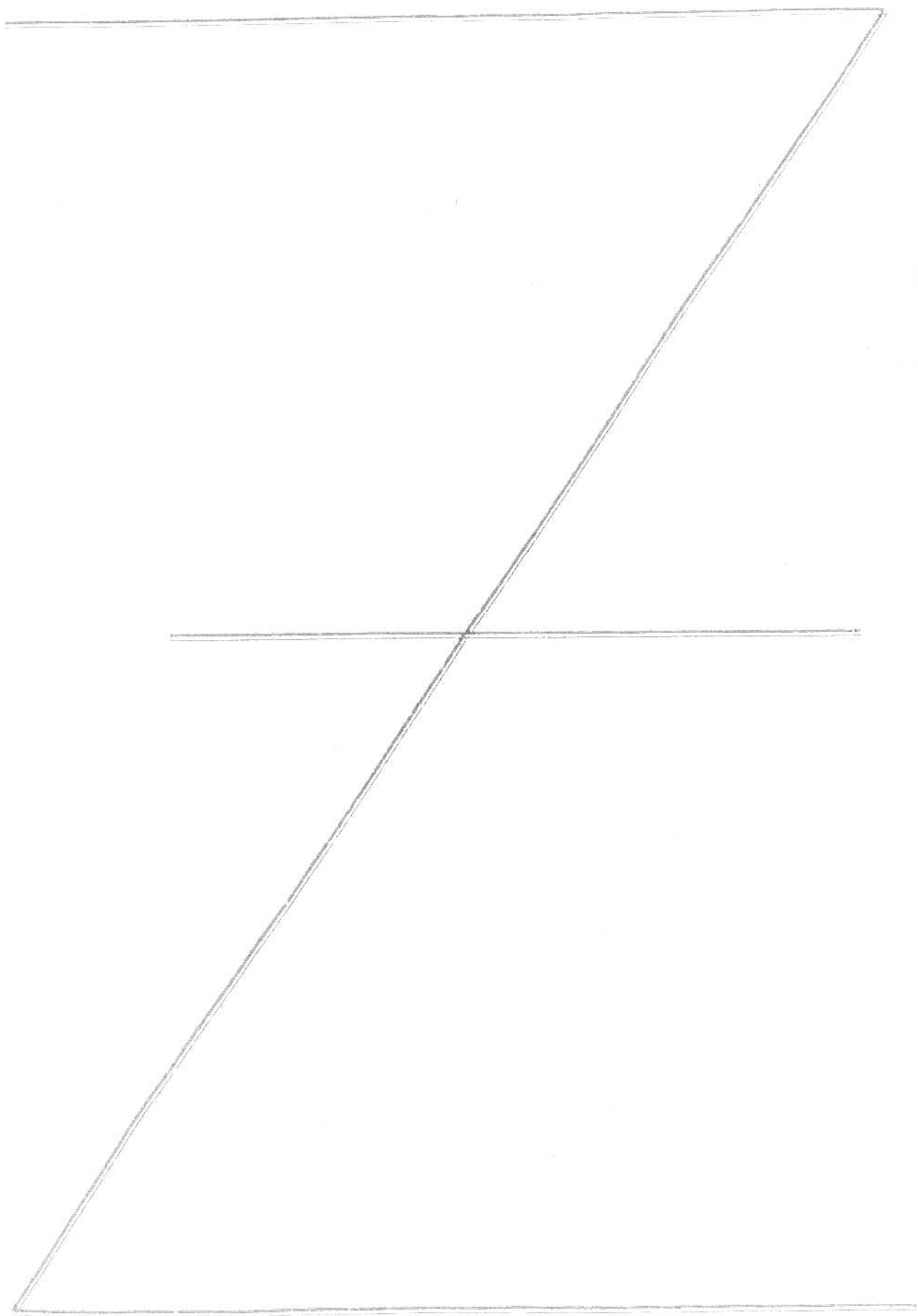
- 2.1. Основна информация за дружеството. Характеристики на оценяваното дружество в исторически план
- 2.2. Основна сфера на дейност
- 2.3. Силни и слаби страни на дружеството
- 2.4. Относими икономически тенденции и условия в Република България и света

3. Систематизирана финансова информация

- 3.1. Резултати от дейността на компанията
- 3.2. Финансови коефициенти. Прогнозна финансова информация след вливането

4. Използвани методи за определяне на справедливата цена на акциите

- 4.1. Метод на дисконтираните парични потоци
- 4.2. Метод на нетната стойност на активите
- 4.3. Заключение за стойността



1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

1.1. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

За целите на планираното преобразуване чрез вливане, определената справедливата цена на акциите на ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП“ е на стойност 37.25 лв. за една акция.

1.2. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА ПО ВСЕКИ ОТ ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА

Таблица №1: Справедлива стойност на една акция

Метод на оценка	Цена на една акция в лв.	Тегло	Претеглена цена на една акция в лв.
Метод на дисконтираните парични потоци	110.63535	15%	16.59530
Метод на нетната стойност на активите	24.30253	85%	20.65715
Справедлива стойност на една акция	-	100%	37.25

1.3. ЦЕНИ И БРОЙ НА ИЗТЪРГУВАНИ АКЦИИ НА ДРУЖЕСТВОТО НА БФБ ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА

В Наредба № 41 /11.06.2008 г. на КФН е посочен реда и начините за определяне на справедливата цена на акциите на публично дружество. В чл. 5, ал. 1 е залегнало изискването справедливата цена на акциите, търгувани активно, да се определя като среднопретеглена 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 за деня и стойността на акциите, получена след прилагане на оценъчни методи подробно описани в Наредбата. Съгласно ал. 2 на същия член, в случай че акциите на оценяваното дружество не са активно търгувани за последните три месеца, оценката на справедливата стойност се извършва на база среднопретеглената величина от стойността на акциите, получени при използването на описаните в Наредбата оценъчни методи. ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП“ е публично дружество, чиито акции се търгуват на Неофициалния пазар на акции на „Българска фондова борса – София“ АД – пазарен сегмент „А“. За последните три месеца, предхождащи датата на обосновката (27.06 – 27.09.2011 г.), общият обем от изтъргувани акции на дружеството е 1 874 броя, като среднопретеглената пазарна цена на акциите за периода е 30.787 лв., а цената на затваряне към последния ден от периода, в който са сключени сделки (26.09.2011 г.) е 27.500 лв. За разглеждания период броя на сесиите на борсата е 64, което прави среднодневно 29.28 броя изтъргувани акции. Общият брой издадени акции от капитала на дружеството е в размер на 2 743 542. Съгласно §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредбата, „Акции, търгувани активно“ са акции, които имат минимален среднодневен обем на търговия за последните три месеца в размер на 0.01 на сто от общия брой акции на Дружеството. Видно от посочените данни, акциите на ЗАД „БУЛСТРАД ВИЕНА ИНШУРЪНС ГРУП“ не отговарят на критерия за активно търгувани (за разглеждания период това съотношение е 0.0001 на сто), поради което справедливата цена на една акция е определена само въз основа на оценъчни методи съгласно Наредба № 41, подробно описани в текста на настоящата обосновка, без да се взема предвид цената на акциите съгласно сделките осъществени на фондовата борсата.

