

Приложение № 2  
към Договор за преобразуване  
между „Медика“ АД и Софарма АД  
от 31 януари 2017 г.

**ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА  
„МЕДИКА“ 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 „Медика“ АД.....	3
1.2. Оценка на Софарма АД.....	3
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 „Медика“ АД.....	6
2.2. Силни и слаби страни на дружеството.....	7
2.3. Финансова информация за дружеството.....	8
2.4. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план.....	19
2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството.....	21
3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите.....	25
3.1. Източници на информацията, използвана при обосновката на справедливата цена.....	26
3.2. Резултати от направената оценка по различните методи.....	27
4. Справедлива стойност на акциите на Медика АД.....	46

## 1. Резюме на данните от оценката

### 1.1. 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 (Наредба № 41).

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

Таблица № 1: 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%
<b>Справедлива цена (съгласно чл. 5, ал .2 от Наредба № 41)</b>		<b>3,51</b>

\*\*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 на „Медика“ АД.

### 1.2. 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 № 2: 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.)		<b>3,93</b>
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%
<b>Справедлива цена на една акция (лв.)</b>		<b>3,70</b>

\*\*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 № 3: 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
1 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.

### 1.3. 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.
<b>Съотношение на замяна</b>	<b>0.9486</b>

\* Съотношението на замяна е закръглено до четвъртата цифра след десетичния знак

#### 1.4. Прогнозна оценка на приемащото дружество

Таблица № 5: Прогнозна оценка на Софарма АД

	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
<b>Съотношение на замяна</b>		<b>0.9486</b>
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 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 „Медика“ 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 „Медика“ АД

„Медика“ АД е акционерно дружество със седалище и адрес на управление: гр. София 1504, район р-н Оборище, бул. Княз Александър Дондуков № 82, тел.: 02/9600330; 02/4923315, факс: 02/9600324, електронна поща: sofia@medica.bg.

„Медика“ АД води началото си от 1971 г., когато се открива „Завод за превързочни материали“. От тогава до днес фирмата е неразделна част от българската фармацевтична промишленост, в началото в състава на ТПО „Фармахим“, а от 1991 г. като самостоятелно акционерно дружество. Предметът на дейност на дружеството е: Производство на превързочни и санитарно-хигиенни материали, готови лекарствени форми, фитосубстанции, стоматологични лекарства, микроводорасли и продукти от тях, парфюмерийно-козметични изделия търговска дейност, маркетинг, научно-изследователска, инвеститорска и строителна дейност, както и всякаква друга дейност, за която няма забрана със закон.

„Медика“ АД е акционерно дружество със 100% частен капитал, а от май 1998 г. е публична компания, чиито акции се търгуват на „БФБ – София“ АД. Към настоящия момент капиталът възлиза на 10 068 690 лева, разпределен в 10 068 690 броя обикновени, поименни, безналични, свободно прехвърляеми акции с номинал от 1 лев.

Към 30.09.2016 г. разпределението на акционерния капитал на дружеството е следният:

- Софарма АД – 97,96%
- Други акционери – 2,04%

Компанията има двустепенна форма на управление с Управителен съвет и Надзорен съвет.

Към 30.09.2016 г. Управителният съвет се състои от три члена, както следва:

- Стойчо Стоянов Пангев - Председател
- Снежана Грозева Дакова – Член
- Любина Личева Величкова - Член

Дата на изтичане на мандата: 09.05.2018 г.

Към 30.09.2016 г. Надзорният съвет се състои от три члена, както следва:

- Огнян Иванов Донев - Председател
- Радосвет Крумов Радев – Член

- Николай Георгиев Ламбов - Член

Дата на изтичане на мандата: 09.05.2018 г.

Към датата на обосновката „Медика“ АД притежава 100% от капитала на едно дъщерно дружество – Медика Здраве ЕООД, създадено пред 2001 г. с цел да представлява „Медика“ АД в търговете и сключването на договори с болничните заведения.

На 03.05.2016 г. ръководството на дружеството – майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на дъщерното дружество. На 08.08.2016 г. в Търговския регистър към Агенцията по вписванията е обявена покана по чл. 267 от Търговския закон до кредиторите на Медика – Здраве ЕООД – в ликвидация, че на основание чл. 267 от Търговския закон могат да предявят вземанията си към дружеството в шестмесечен срок, считано от 08.08.2016 г.

## ПРОИЗВОДСТВЕНА ДЕЙНОСТ

В продуктовото портфолио на Медика са включени над 65 базови продукта, разделени в две основни групи:

### Медицински изделия

Дружеството е дългогодишен и утвърден производител на бинтове, продукти от памук, пластири, ластични продукти, продукти от марля, хирургични конци, стерилни превръзки и др.;

### Лекарства и хранителни добавки

„Медика“ АД предлага 15 вида лекарства, разделени в две категории: лекарства с рецепта - Impactin Duo, Amlodipine Medica, Carvedilol Medica, Urimax, Hepcarsil Forte, Simvastatin Medica, Prectazidine MR, Telmimed Plus и лекарства без рецепта - Famotidine 20, Hepcarsil, Valeriana, Troxemed, Imomed, шампоан Higia, Valeriana Max.

Портфолиото от хранителни добавки включва Витамин С, пробиотици, синбиотици, хранителни добавки срещу стомашни киселини и др.

Наред с това дружеството произвежда ограничен кръг козметични продукти – лосиони, шампоани и емулсии за проблемна кожа

Производствените мощности на Медика отговарят на всички европейски норми за производство и покриват изискванията на добрата производствена практика (GMP). Компанията е сертифицирана по ISO и има внедрена система за управление на качеството, а в нея работят 230 висококвалифицирани служители.

## 2.2. Силни и слаби страни на дружеството

В долната таблица е обобщена конкурентната позиция в сектора или SWOT анализ на „Медика“ АД.

Силни страни	Слаби страни
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Компания с утвърдена репутация и дългогодишен опит в производството на медицински изделия;</li> <li>• Модерна производствена база и международно признати сертификати за качество;</li> <li>• Разнообразна продуктова база – дружеството не зависи от ключов продукт</li> <li>• Част от групата Софарма която, благодарение на дългогодишните си взаимоотношения с водещи дистрибуторски компании в сферата на фармацевтиката, както и на своята утвърдена търговска марка, осигурява стабилен пазар за готовата продукция на дружеството;</li> <li>• Ниско ниво на задлъжнялост;</li> <li>• Служители с богат и дългогодишен професионален опит и качества.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Липса на собствена развойна дейност;</li> <li>• Стопанска и икономическа зависимост от Софарма АД;</li> <li>• Сравнително малка производствена база;</li> <li>• Дейност в сектор със силна конкуренция в България.</li> </ul>
Възможности	Заплахи
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разширяване на продуктовата гама в наличните производства;</li> <li>• Развиване на нови стопански дейности в областта на фармацията;</li> <li>• Разширяване на клиентската база на вътрешния пазар и устоновените чуждестранни пазари;</li> <li>• Експанзия към нови чуждестранни пазари.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Влошаване на регулаторната среда във фармацевтичния сектор в България;</li> <li>• Влошаване на пазарната конюнктура в България и на основните експортни пазари на дружеството – Украйна, Молдова и Русия</li> <li>• Загуба на ключов клиент;</li> <li>• Влошаване на финансовото и икономическо състояние на компанията-майка Софарма АД;</li> <li>• Поява на силно конкурентни продукти на вътрешните и външните пазари, които да застрашат пазарната позиция на дружеството;</li> </ul>

### 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 (на консолидирана база):



## ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица № 6: Активи на „Медика“ АД (на консолидирана база)

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
<b>Нетекущи активи</b>					
Имоти, машини, оборудване		14 202	13 922	16 890	16 410
Нематериални активи		453	449	392	356
Нетекущи вземания		5	0	0	0
Инвестиции на разположение за продажба		0	145	859	889
Активи по отсрочени данъци		4	4	2	2
Други нетекущи активи		0	2	2	0
<b>ОБЩО НЕТЕКУЩИ АКТИВИ</b>		<b>14 664</b>	<b>14 522</b>	<b>18 145</b>	<b>17 657</b>
<b>Текущи активи</b>					
Материални запаси		5 406	6 591	6 244	5 825
Вземания от свързани предприятия		887	918	2 608	2 708
Търговски вземания		3 575	3 289	2 850	3 085
Други вземания и предплатени разходи		401	1 115	723	236
Финансови активи по справедлива стойност през печалбата		0	812	314	316
Парични средства и еквиваленти		1 986	2 043	2 304	2 799
<b>ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ</b>		<b>12 255</b>	<b>14 768</b>	<b>15 043</b>	<b>14 969</b>
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>		<b>26 919</b>	<b>29 290</b>	<b>33 188</b>	<b>32 626</b>

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

Предвид основния предмет на дейност на „Медика“ АД дълготрайните материални активи имат най голям дял в общите активи на дружеството. Наблюдаваното нарастване на балансовата стойност на имотите, машините и оборудването през 2015 г. е в резултат на извършените през годината капиталови разходи за реконструкция и модернизация на цех за производство на медицински изделия и изграждането на нов лабораторен блок, включващ химична и микробиологична лаборатория.

При текущите активи не се забелязва значителна динамика през последните 3 години. Единствено през 2014 г. е налице по-осезаемо нарастване, продиктувано от повишение на материалните запаси и покупка на финансови активи – инвестиция в доверителен фонд.

Таблица № 7: Собствен капитал и пасиви на „Медика“ АД (на консолидирана база)

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>					
Основен акционерен капитал		10 069	10 069	10 069	10 069
Неразпределена печалба		2 607	4 710	6 980	7 255
Резерви		11 727	11 700	12 300	12 330
<b>ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>		<b>24 403</b>	<b>26 479</b>	<b>29 349</b>	<b>29 654</b>

### ПАСИВИ

#### Нетекущи задължения

Пасиви по отсрочени данъци		470	510	596	609
----------------------------	--	-----	-----	-----	-----

Задължения към персонала при пенсиониране	164	140	216	216
Банкови заеми			496	289
Задължения по финансов лизинг	0	0	0	0
Правителствени финансираня			129	122
<b>ОБЩО НЕТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ</b>	<b>634</b>	<b>650</b>	<b>1 437</b>	<b>1 236</b>
<b>Текущи задължения</b>				
Търговски задължения	1 155	1 496	1 263	893
Задължения към свързани предприятия	47	40	90	12
Краткосрочна част от дългоср. банкови заеми			276	276
Краткосрочни банкови заеми			180	
Задължения към персонала и за социално осигуряване	441	360	343	373
Задължения за данъци	143	216	174	117
Краткосрочна част на задълженията към персонала при пенсиониране	73	14	32	23
Задължения по финансов лизинг	4	0	0	
Други текущи задължения	19	35	44	42
<b>ОБЩО ТЕКУЩИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ</b>	<b>1 882</b>	<b>2 161</b>	<b>2 402</b>	<b>1 736</b>
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>2 516</b>	<b>2 811</b>	<b>3 839</b>	<b>2 972</b>
<b>ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ</b>	<b>26 919</b>	<b>29 290</b>	<b>33 188</b>	<b>32 626</b>

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

Регистрираният акционерен капитал на „Медика“ АД възлиза на 10 069 хил. лв., разпродолон в 10 068 690 бр. безлични, поименни, с право на глас акции с номинал 1 лев. Акумулирането на неразпределени печалби и повишаването на резервите води до нарастване на собствения капитал на дружеството до 29 654 хил. лв. към 30 септември 2016 г.

През 2013 и 2014 г. пасивите на дружеството се формират основно от текущите задължения – предимно търговски задължения. С усвояването на инвестиционен кредит през 2015 г. дългосрочните задължения нарастват до 1 437 хил. лв., а към края на третото тримесечие на 2016 г. възлизат на 1 236 хил. лв.

## ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Таблица № 8: Приходи от продажби на „Медика“ АД (на консолидирана база)

Приходи от продажби (хил. лв.)	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Медицински консумативи	11 100	10 767	9 809	7 627	8 056
Фармацевтични продукти	7 929	7 692	7 551	4 979	5 450
<b>Общо, в т.ч.</b>	<b>19 029</b>	<b>18 459</b>	<b>17 360</b>	<b>12 606</b>	<b>13 506</b>
- Вътрешен пазар	13 251	13 574	12 847	9 828	10 335
- Износ	5 778	4 885	4 513	2 778	3 171

\* От продажбите са приспаднати допълнителните отстъпки за постигане на обем и комисионни по продажби, съгласно изискванията на МСС

Източник: Междинен доклад за УС за дейността на Групата към консолидирани одитирани годишни финансови отчети и междинни неаудитирани финансови отчети към 30.09.2015 г. 30.09.2016 г.

Нетните приходи от продажби за 2015 г. възлизат на 17 360 хил. лв., отчитайки спад с 5,9% на годишна база. През 2016 г. обаче тенденцията се обръща и за първите девет месеца на годината продажбите нарастват със 7,1% на годишна база. Ръстове отбелязват както сегмента на медицинските изделия, така и този на фармацевтичните продукти. Към края на третото тримесечие на 2016 г. износът бележи ръст от 14% като 71% от експортните приходи се дължат на продажбите на фармацевтични продукти.

**Таблица № 9: Разходи на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Разходи за материали		8 167	7 318	6 484	4 524	4 970
Разходи за външни услуги		2 383	2 290	1 495	1 065	1 315
Разходи за амортизации		1 107	1 079	1 097	798	920
Разходи за възнаграждения		3 726	3 861	3 359	2 388	2 464
Разходи за осигуровки		687	534	475	346	354
Балансова стойност на продадени активи (без продукция)		1 270	1 331	1 214	887	1 046
Изменение на запасите от продукция и незавършено производство		-270	-796	412	381	341
Други разходи		770	553	439	333	288
<b>Нетни финансови разходи</b>		<b>364</b>	<b>-2</b>	<b>183</b>	<b>155</b>	<b>23</b>
<b>Печалба преди данъци</b>		<b>1 822</b>	<b>2 338</b>	<b>2 615</b>	<b>2 065</b>	<b>1 870</b>
Разходи за данъци		178	258	268	206	186
<b>Нетна печалба за периода</b>		<b>1 644</b>	<b>2 080</b>	<b>2 347</b>	<b>1 859</b>	<b>1 684</b>
Друг всеобхватен доход		-46	-4	523	-	-
<b>Общо всеобхватен доход</b>		<b>1 598</b>	<b>2 076</b>	<b>2 870</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

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

Разходите на дружеството за 2015 г. възлизат на 14 795 хил. лв., което е със 7,4% по-ниско спрямо предходните години. Въпреки намаляващите приходи, „Медика“ АД отчита нарастваща нетна печалба през 2015 г. като нетния резултат на дружеството за периода възлиза на 2 347 хил. лв. През деветмесечието на настоящата година печалбата на компанията се свива с 9,4% на годишна база поради по-високите разходи.

## ВЗЕМАНИЯ

**Таблица № 11: Вземания на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
Дългосрочни вземания		5	2	2	0
<b>Текущи търговски и други вземания, в т.ч.:</b>		<b>4 863</b>	<b>5 322</b>	<b>6 181</b>	<b>6 029</b>
Вземания от свързани предприятия		887	918	2 608	2 708
Вземания от клиенти и доставчици		3 575	3 289	2 850	3 085

Вземания от предоставени аванси	324	130	678	191
Съдебни вземания	13	922	15	17
Данъци за възстановяване	34	28	21	18
Други краткосрочни вземания	30	35	9	10
<b>ОБЩО</b>	<b>4 868</b>	<b>5 324</b>	<b>6 183</b>	<b>6 029</b>

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

## ЗАДЪЛЖЕНИЯ

**Таблица № 10: Задължения на „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	Q3 2016
<b>Нетекущи търговски и други задължения, в т.ч.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>625</b>	<b>411</b>
Задължения по получени заеми към банки	0	0	0	496	289
Други дългосрочни задължения				129	122
<b>Текущи търговски и други задължения, в т.ч.:</b>	<b>1 809</b>	<b>2 147</b>	<b>2 147</b>	<b>2 370</b>	<b>1 713</b>
Задължения към свързани предприятия	17	10	10	90	12
Задължения по получени заеми към банки	0	0	0	456	276
Задължения към доставчици и клиенти	1 155	1 496	1 496	1 263	893
Задължения към персонала и към осигурителни предприятия	441	360	360	343	373
Данъчни задължения	143	216	216	174	117
Други краткосрочни задължения	23	35	35	44	42
<b>ОБЩО</b>	<b>1 809</b>	<b>2 147</b>	<b>2 147</b>	<b>2 995</b>	<b>2 124</b>

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

Основните задължения на „Медика“ АД са формирани от задължения към клиенти. През 2015 г. дружеството отплати също така и задължения по банков кредит, произтичащи от усвояването на инвестиционен кредит през годината. Тези задължения намаляват 365 хил. лв. до към края на деветмесечието на 2016 г.

## ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

**Таблица № 12: Финансова информация за „Медика“ АД (на консолидирана база)**

	хил. лв.	2013	2014	2015	30.09.2016
1 Приходи от дейността		19 068	18 459	17 360	18 266
2 Разходи за суровини и материали		8 167	7 318	6 484	6 930
3 Разходи за външни услуги		2 383	2 290	1 495	1 745
4 Други оперативни разходи		7 290	6 562	6 996	7 276
5 Печалба/Загуба от дейността		1 458	2 340	2 432	2 362
6 Финансови приходи		132	62	461	169
7 Финансови разходи		-149	-64	-278	-118
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци		1 822	2 338	2 615	2 420



9	Нетна печалба/загуба	1 644	2 080	2 347	2 172
10	Дивидент	0	0	1 410	0
11	Парични средства и парични еквиваленти	1 986	2 043	2 304	2 799
12	Материални запаси	5 406	6 591	6 244	5 825
13	Търговски вземания	3 575	3 289	2 850	3 085
14	Текущи активи	12 255	14 768	15 043	14 969
15	Обща сума на активите	26 919	29 290	33 188	32 626
16	Текущи пасиви	1 882	2 161	2 402	1 736
17	Нетекучи пасиви	634	650	1 437	1 236
18	Дълг	4	0	952	565
19	Общо пасиви	2 516	2 811	3 839	2 972
20	Акционерен капитал	10 069	10 069	10 069	10 069
21	Общо собствен капитал	24 403	26 479	29 349	29 654
22	Оборотен капитал	10 373	12 607	12 641	13 233
23	Брой акции (хил.)	10 069	10 069	10 069	10 069
24	Паричен поток от оперативна дейност (ttm)	3 057	1 777	2 946	4 454

#### Коефициенти за рентабилност

25	Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	0.08	0.13	0.14	0.13
26	Норма на печалбата преди данъци (8/1)	0.10	0.13	0.15	0.13
27	Норма на нетната печалба (9/1)	0.09	0.11	0.14	0.12
28	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви (24/19)	1.22	0.63	0.77	1.50
29	Възвращаемост на активите (9/15)	0.06	0.07	0.07	0.07
30	Възвращаемост на собствения капитал (9/21)	0.07	0.08	0.08	0.07

#### Коефициенти за активи и ликвидност

31	Обращаемост на активите (1/15)	0.71	0.63	0.52	0.56
32	Обращаемост на оборотния капитал (1/22)	1.84	1.46	1.37	1.38
33	Обращаемост на вземанията (1/13)	5.33	5.61	6.09	5.92
34	Текуща ликвидност (14/16)	6.51	6.83	6.26	8.62
35	Бърза ликвидност ((14-12)/16)	3.64	3.78	3.66	5.27
36	Абсолютна (незабавна) ликвидност (11/16)	1.06	0.95	0.96	1.61

#### Коефициенти за ливъридж

37	Коефициент Заемен/Собствен капитал (18/21)	0.00	0.00	0.03	0.02
38	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.00	0.02	0.01
39	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (15/21)	1.10	1.11	1.13	1.10

#### Коефициенти за една акция

40	Коефициент Продажби на една акция (1/23)	1.89	1.83	1.72	1.81
41	Коефициент Печалба на една акция (9/23)	0.16	0.21	0.23	0.22
42	Коефициент Балансова стойност на една акция (21/23)	2.42	2.63	2.91	2.95

#### Коефициенти за дивидент

43	Коефициент на изплащане на дивидент (10/9)	0.0%	0.0%	60.1%	0.0%
44	Коефициент на задържане на печалбата	100%	100%	39.9%	100%
45	Покритие на дивидент	n/a	n/a	1.66	n/a
46	Дивидент на една акция (10/23)	0.0	0.0	0.14	0

#### Коефициенти за развитие

47	Темп на прираст на продажбите	-5.79%	-3.19%	-5.95%	7.17%
48	Темп на прираст на оперативната печалба	-27.25%	60.49%	3.93%	-4.00%
49	Темп на прираст на нетната печалба	-7.33%	26.52%	12.84%	-9.41%
50	Темп на прираст на активите	-1.80%	8.81%	13.31%	2.36%

#### Пазарни коефициенти

51	Коефициент Цена/Продажби (54/40)	1.43	1.85	2.03	1.93
52	Коефициент Цена/Печалба (54/41)	16.54	16.46	15.02	16.22
53	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (54/42)	1.11	1.29	1.20	1.19
54	Пазарна цена на акциите (лв.)*	2.70	3.40	3.50	3.50

\* Към края на съответния период

\*\* Данните в редове 1-9 и ред 24 показват стойностите за последните 12-месеца (30.09.2015 – 30.09.2016)

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

Таблица № 13: Финансова информация за „Медика“ АД (на индивидуална база)

хил. лв.	2013	2014	2015	30-09-16	
1	Приходи от дейността	18,846	18,292	17,307	18,253
2	Разходи за суровини и материали	8,153	7,309	6,482	6,920
3	Разходи за външни услуги	2,313	2,231	1,473	1,749
4	Други оперативни разходи	7,152	6,498	6,963	7,256
5	Печалба/Загуба от дейността	1,448	2,297	2,435	2,381
6	Финансови приходи	505	69	278	271
7	Финансови разходи	-148	-62	-258	-85
8	Печалба/загуба преди разходи за данъци	1,805	2,304	2,455	2,567
9	Нетна печалба/загуба	1,621	2,050	2,207	2,319
10	Дивидент	0	0	1,410	n/a
11	Парични средства и парични еквиваленти	1,846	1,996	2,209	2,721
12	Материални запаси	5,405	6,591	6,244	5,825
13	Търговски вземания	2,293	2,674	2,656	2,909
14	Текущи активи	12,308	14,758	14,871	15,136
15	Обща сума на активите	26,935	29,257	33,024	32,803
16	Текущи задължения	1,859	2,128	2,377	1,933
17	Нетекучи задължения	634	641	1,429	1,231
18	Дълг	0	0	952	565
19	Общо пасиви	2,493	2,769	3,806	3,164
20	Акционерен капитал	10,069	10,069	10,069	10,069
21	Общо собствен капитал	24,442	26,488	29,218	29,639
22	Оборотен капитал	10,449	12,630	12,494	13,203
23	Брой акции (хил.)	10,069	10,069	10,069	10,069
24	Паричен поток от оперативна дейност	2,968	1,868	2,904	4,438
<b>Коефициенти за рентабилност</b>					
25	Норма на печалбата от оперативна дейност	0.08	0.13	0.14	0.13
26	Норма на печалбата преди данъци	0.10	0.13	0.14	0.14
27	Норма на нетната печалба	0.09	0.11	0.13	0.13
28	Паричен поток от оперативна дейност/Пасиви	1.19	0.67	0.76	1.40

29	Възвращаемост на активите	0.06	0.07	0.07	0.07
30	Възвращаемост на собствения капитал	0.07	0.08	0.08	0.08
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>					
31	Обращаемост на активите	0.70	0.63	0.52	0.56
32	Обращаемост на оборотния капитал	1.80	1.45	1.39	1.38
33	Обращаемост на вземанията	8.22	6.84	6.52	6.27
34	Текуща ликвидност	6.62	6.94	6.26	7.83
35	Бърза ликвидност	3.71	3.84	3.63	4.82
36	Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.99	0.94	0.93	1.41
<b>Коефициенти за ливъридж</b>					
37	Коефициент Заеман/Собствен капитал	0.00	0.00	0.03	0.02
38	Коефициент Дългосрочен дълг/Собствен капитал	0.00	0.00	0.02	0.01
39	Коефициент Общо активи/Собствен капитал (18/24)	1.10	1.10	1.13	1.11
<b>Коефициенти за една акция</b>					
40	Коефициент Продажби на една акция	1.87	1.82	1.72	1.81
41	Коефициент Печалба на една акция	0.16	0.20	0.22	0.23
42	Коефициент Балансова стойност на една акция	2.43	2.63	2.90	2.94
<b>Коефициенти за дивидент</b>					
43	Коефициент на изплащане на дивидент	0.0	0.0	0.0	n/a
44	Коефициент на задържане на печалбата	100%	100%	100%	n/a
45	Покритие на дивидент	n/a	n/a	n/a	n/a
46	Дивидент на една акция	0.0	0.0	0.14	n/a
<b>Коефициенти за развитие</b>					
47	Темп на прираст на продажбите	-5.27%	-2.94%	-5.38%	7.53%
48	Темп на прираст на оперативната печалба	-28.07%	27.65%	6.55%	-2.82%
49	Темп на прираст на нетната печалба	-7.33%	26.47%	7.66%	6.64%
50	Темп на прираст на активите	-1.75%	8.62%	12.88%	3.56%
<b>Пазарни коефициенти</b>					
51	Коефициент Цена/Продажби	1.44	1.87	2.04	1.93
52	Коефициент Цена/Печалба	16.77	16.70	15.97	15.20
53	Коефициент Цена/Счетоводна стойност	1.11	1.29	1.21	1.19
54	Пазарна цена на акциите*	2.70	3.40	3.50	3.50

\* Към края на съответния период

\*\* Данните в редове 1-9 и ред 24 показват стойностите за последните 12-месеца (30.09.2015 – 30.09.2016)

Източник: Индивидуални одитирани годишни финансови отчети и междинни неодитирани 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 база.



Таблица № 14: Прогнозна финансова информация за Софарма АД на индивидуална база

	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 <b>Оперативна печалба</b>	<b>19 892</b>	<b>21 537</b>
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
<b>Коефициенти за ликвидност</b>		
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 пасивн	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
<b>Коефициенти за рентабилност</b>		
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%
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>		
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
<b>Коефициенти за ливъридж</b>			
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
<b>Коефициенти за една акция</b>			
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
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
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
<b>Коефициенти за развитие</b>			
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%
<b>Пазарни коефициенти</b>			
56	Коефициент Цена/Продажби	7.74	7.10
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.

В таблицата по-долу е представена прогнозна финансова информация за Софарма АД в ролята на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели на консолидирана база.

Таблица № 15: Прогнозна финансова информация за Софарма АД на консолидирана база

№ п/п	ХИЛ. ЛГ.	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	Чиста печалба за периода	33 053	33 053
18	Чиста 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
29	Собствен капитал, принадлежащ на акционерите 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)
<b>Коефициенти за рентабилност</b>			
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%
<b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>			

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
<b>Коефициенти за ливъридж</b>			
47	Коефициент Заеман/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
<b>Коефициенти за една акция</b>			
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
<b>Коефициенти за дивидент</b>			
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
<b>Коефициенти за развитие</b>			
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%
<b>Пазарни коефициенти</b>			
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 и оброчно 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.

*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

„Медика“ АД има над 40 години традиция в производството на медицински изделия и лекарства.



Началото на "Медика" АД е поставено през 1971 г., когато се открива „Завод за превързочни материали“. От тогава до днес фирмата е неразделна част от българската фармацевтична промишленост, в началото в състава на ТПО "Фармахим", а от 1991 г. като самостоятелно акционерно дружество.

Създадените производствени мощности и натрупания през годините професионален, организационен и технологичен опит позволяват на фирмата да завоюва значителни позиции на вътрешния и международни пазари.

Фирмата е сертифицирана по БДС EN ISO 9002:1994, Сертификат № 170217, издаден от Lloyd's Register Quality Assurance.

През 2001 г. са реконструирани и модернизирани съществуващите работни помещения за производство на медицински продукти. През същата година „Медика“ АД е лицензирана в съответствие с изискванията на ЗЛАХМ като производител на медицински продукти. Започва изграждането на нов цех за производство на медицински продукти съобразен с изискванията на Добрата производствена практика (GMP).

Фирмата получава право да маркира със СЕ знак следните нестерилни продукти:

- Хирургични тампони;
- Компреси марля хигроскопична с или без рентгеноконтрастна нишка;
- Лапаротомични кърпи с или без рентгеноконтрастна нишка.

През 2002 г. дружеството открива „Евромед“ - най-модерният цех за превързочни материали в Европа. Цехът отговаря на всички Европейски норми за производството на медицински изделия и покрива изискванията на GMP. Оборудвана е производствена единица за стерилизиране на медицински продукти. Фирмата получава право да маркира със СЕ знак и следните стерилни продукти:

- Компреси марля хигроскопична с или без рентгеноконтрастна нишка
- Лапаротомични кърпи с или без рентгеноконтрастна нишка
- Памук медицински хигроскопичен
- Марлен бинт
- Тъкан бинт

През 2003 г. завършва изграждането на новия цех за производство на лекарства „ФАРМАМЕДИКА“ съобразен с изискванията на GMP. Фирмата получава лиценз от ИАЛ за производство на твърди лекарствени форми - таблетки, обвити таблетки и капсули. През същата година „Медика“ АД получава право да изнася за Унгария стерилни и нестерилни медицински продукти., а през следващата - да изнася "Валериана" 30 mg в Латвия.

През септември 2007 г. е открита складова база към таблетен цех "ФАРМАМЕДИКА", отговаряща на изискванията на GMP за производство и съхранение на лекарства, а през 2013 г. е изграден нов производствен участък към таблетен цех „ФАРМАМЕДИКА“, наречен ФАРМА 2, в който ще се произвеждат течни лекарствени форми за външна употреба.

През 2015 г. беше извършена реконструкция и модернизация на цеха за производство на медицински изделия Евромед. Извършването на реконструкцията е с цел оптимизиране на технологичните процеси, скъсяване на времето за производство, разполагане на ново



оборудване, обогатяване на продуктовото портфолио от медицински изделия, както и постигане на съответствие с изискванията на сертифициращите органи.

През същата година бе изграден нов лабораторен блок на Медика, включващ химична и микробиологична лаборатория. Той отговаря на всички съвременни изисквания за провеждане на тестове за стерилност на готови продукти и необходими условия за работа на качествения контрол.

През 2015 г. Медика успешно премина одит на Изпълнителната агенция по лекарствата и в следствие сертификата за Добра производствена практика на дружеството беше подновен. Също през тази година дружеството успешно защити сертификата си за съответствие на качеството и изискванията на директивата за медицинските изделия за следващите 3 години.

#### **Корпоративна структура**

До 26.10.2015 г. „Медика“ АД е част от Групата Доверие Капитал, която е част от икономическата група Доверие Обединен Холдинг.

На 26.10.2015 г. Софарма АД придобил контролния пакет акции от капитала на дружеството, с което придобил 66,72% от капитала му. От тази дата Медика става част от Групата Софарма и годишният финансов отчет на компанията е включван в консолидирания финансов отчет на Софарма АД (като крайно дружество – майка). След отправено търгово предложение по чл. 149, ал. 6 от ЗИИЗК и след приключване на сделките с акционерите в срока по чл. 157б от ЗППЦС, дялът на Софарма АД в капитала на Медика достигна 97,94%.

През 2001 г. „Медика“ АД учредява свое дъщерно дружество - Медика – Здраве ЕООД, в която компанията-майка притежава 100% от капитала и чиято основна дейност е свързана с търговия на сдро с фармацевтични, медицински и ортопедични изделия. Дъщерното дружество е създадено с цел да представлява „Медика“ АД в търговете и сключването на договори с болнични заведения.

На 21.01.2010 г. „Медика“ АД учредява дъщерно дружество – „Медика Болканс“ (MEDICA BALKANS S.R.L.) в Румъния, като притежава 100% от дяловете му. От създаването си дъщерното дружество не е осъществявало дейност. На 06.11.2015 г. дружеството-майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на MEDICA BALKANS S.R.L., като на 24.03.2016 г. последното е заличено от търговския регистър.

На 03.05.2016 г. ръководството на дружеството-майка е взело решение за стартиране на процедура по ликвидация на Медика – Здраве ЕООД. На 08.08.2016 г. в Търговския регистър при Агенцията по вписванията е облясна покана по чл. 267 от Търговския закон до кредиторите на Медика – Здраве ЕООД – в ликвидация, че на основание чл. 267 от Търговския закон могат да предявят вземанията с към дружеството в шестмесечен срок считано от 08.08.2016 г.

## **2.5. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството**

МАКРОИКОНОМИЧЕСКА СРЕДА

Таблица № 16: 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.	36 295	37 714	36 936	39 338	34 089
Брутен външен дълг, % от БВП	87,90%	89,90%	87,90%	92,00%	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, НСИ

### 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, лесния 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, какъвто е българският.

Оттогава насам българската икономика се характеризира с положителен, макар и невисок 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 капиталобразуване 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.

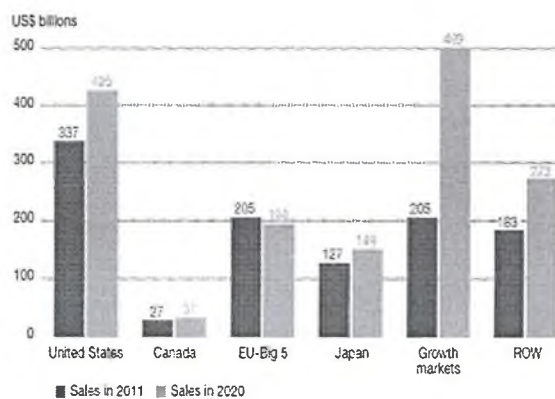
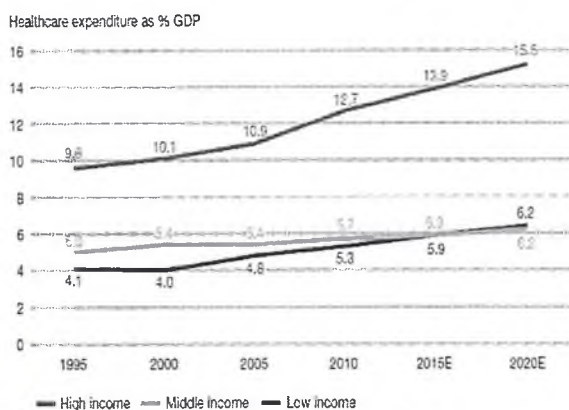
## ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА

### *Глобални тенденции*

Нарастващия 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 Г'wC, 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 намалееят, 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.





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 е 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 фактора. 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 аналитична 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 – 12%. При медикаментите с рецепта прогнозното увеличение е 5 на сто, а при тези без – 2%.

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.

Детайлна информация за пазара на медицински консумативи в България липсва, но въпреки това, може да се каже, че „Медика“ АД има стабилна позиция на българския пазар по отношение на производството на памук, марля, бинтове, компреси и други медицински консумативи. Основни конкуренти на дружеството на аптечен пазар са URGO, Hartmann и Hansaplast, а на болничен пазар - Hartmann и вносителите на китайски медицински изделия.

### **3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите**

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-анализи;
  - Метод на нетната стойност на активите.

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 на „Медика“ АД.

При това условие съгласно разпоредбите на чл.5, ал. 2 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на „Медика“ АД е изчислена като среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:

- Метод на дисконтираните парични потоци;
- Метод на пазарните множители на дружества-анализи;
- Метод на нетната стойност на активите.

### **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 „Медика“ АД за периода 2011 – 2015 г., както и междинните неодитирани консолидирани и индивидуални финансови отчети на дружеството за деветмесечието на 2015 и 2016 г.; годишните одитирани финансови отчети на дружествата-анализи за 2015 г., както и последните публикувани междинните неодитирани финансови отчети на дружествата-анализи; публично-достъпна информация от сайта на БФБ – София, Българска народна банка, Световната банка, IMSHealth 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 възвращаемост 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 № 17: Приходи на „Медика“ АД за периода от 2013 г. досега

мл. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от продажби на продукция	16 371	18 612	17 591	16 678	15 642	11 410	11 998



Приходи от продажби на стоки	1 139	1 578	1 438	1 730	1 715	1 196	1 508
Приходи от продажби на услуги	92	50	39	51	3	3	6
Други приходи от продажби	1 232	34	230	51	47	23	26
<b>Общо</b>	<b>18 834</b>	<b>20 274</b>	<b>19 298</b>	<b>18 510</b>	<b>17 407</b>	<b>12 632</b>	<b>13 538</b>
<i>Годишен ръст</i>	<i>39.03%</i>	<i>7.65%</i>	<i>-4.81%</i>	<i>-4.08%</i>	<i>-5.96%</i>	<i>-10.11%</i>	<i>7.17%</i>

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

Дружеството има водеща роля и стабилни позиции на пазара на медицински изделия (санитарни и превързочни материали) Прогнозата за приходите на „Медика“ АД през следващите пет години се основава на очакванията, че усилията на дружеството ще бъдат насочени към преодоляване на последиците от кризата в Украйна и че ключовите източноевропейски пазари ще се върнат към растеж. Наред с това, след като през есента на 2015 г. компанията стана част от групата на Софарма АД, може да се очаква, че достъпът ѝ до развитите дистрибуторски канали на групата ще подкрепят допълнително приходите ѝ от продажби.

Посочените в таблицата по-долу прогнозни приходи отчитат възстановяването на приходите от продажби през 2016 г., настъпило паралелно с възстановяването на ключови експортни пазари за дружеството през същия период, както вижданията на мениджмънта на „Медика“ АД за развитието на оперативната дейност на компанията през следващите години. Доколкото другите доходи от дейността са много малко приходно перо (около или под 1% от приходите от продажби), прогноза за техните нива през периода 2017 – 2021 г. не е изготвена. Тези доходи включват печалба от продажби на дълготрайни материални активи и материали, които са труднопрогнозируеми за бъдещи периоди.

В реалистичния сценарий на прогнозата се очаква приходите на дружеството от продажби на медицински изделия на вътрешния аптечен и болничен пазар да отбележат умерен ръст от 3-5% годишно, а продажбите на фармацевтични продукти, добавки и козметика да достигнат годишен ръст от около 10-15%, подкрепени от нововъведение през 2016 г. продукти и продуктови линии. Общия ръст на продажбите се очаква да бъде подкрепен и от умерено възстановяване на продажбите в чужбина в контекста на икономическата стабилизация на Украйна и Русия.

Песимистичният сценарий предвижда по-слаб ръст на продажбите, свързан предимно с високата конкуренция на българския аптечен пазар, която ще обуславя и по-слаб растеж в този сегмент (около 2%). Наред с това прогнозата отразява и по-слаб растеж от първоначално предвиждания в сегмента на фармацевтичните средства, добавки и козметика и по-слабо възстановяване на износа.

От друга страна прогнозите в оптимистичния сценарий залагат на обратните тенденции – засилване на продажбите на вътрешен пазар и по – специално на ОТС продукти и козметика и по-добро от очакваното възстановяване на продажбите в чужбина.

Таблица № 18: Прогнозни приходи на „Медика“ АД

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Реалистичен сценарий</i>						
Приходи от продажби		19 799	21 015	22 333	23 695	25 093
<i>Годишен ръст</i>		<i>6.3%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.3%</i>	<i>6.1%</i>	<i>5.9%</i>

*Песимистичен сценарий*

Приходи от продажби	19 653	20 620	21 654	22 672	23 692
Годишен ръст	6.1%	4.9%	5.0%	4.7%	4.5%

*Оптимистичен сценарий*

Приходи от продажби	19 958	21 397	22 975	24 606	26 254
Годишен ръст	7.2%	7.2%	7.4%	7.1%	6.7%

**РАЗХОДИ**

Таблица № 19: Оперативни разходи на „Медика“ АД за периода от 2013 г. досега

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	(26)	127	270	796	(412)	(381)	(341)
Разходи за суровини и материали	(7 844)	(9 283)	(8 167)	(7 318)	(6 484)	(4 524)	(4 970)
Разходи за външни услуги	(2 099)	(2 129)	(2 383)	(2 290)	(1 495)	(1 065)	(1 315)
Разходи за амортизация	(1 304)	(1 221)	(1 107)	(1 079)	(1 097)	(798)	(920)
Разходи за персонала	(3 687)	(4 064)	(4 413)	(4 395)	(3 834)	(2 734)	(2 818)
Отчетна стойност на продадени стоки	(811)	(1 081)	(1 270)	(1 331)	(1 214)	(887)	(1 046)
Други разходи за дейността	(665)	(619)	(770)	(553)	(439)	(333)	(288)
<b>ОБЩО</b>	<b>(16 436)</b>	<b>(18 270)</b>	<b>(17 840)</b>	<b>(16 170)</b>	<b>(14 975)</b>	<b>(10 722)</b>	<b>(11 698)</b>

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

Таблица № 20: Оперативна печалба на „Медика“ АД за периода от 2013 г. досега

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2015	Q3 2016
Приходи от продажби	17 602	20 240	19 068	18 459	17 360	12 632	13 538
Други доходи	1 232	34	230	51	47	0	7
Оперативни разходи	(16 436)	(18 270)	(17 840)	(16 170)	(14 975)	(10 722)	(11 698)
Разходи/приходи	93,4%	90,3%	93,6%	87,6%	86,3%	84,9%	86,4%
<b>Оперативна печалба</b>	<b>2 398</b>	<b>2 004</b>	<b>1 458</b>	<b>2 340</b>	<b>2 432</b>	<b>1 910</b>	<b>1 847</b>
Марж на оперативната печалба	13,6%	9,9%	7,6%	12,7%	14,0%	15,1%	13,6%

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на „Медика“ 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 „Медика“ АД са прогнозирани на база историческите норми на рентабилност на дружеството. При изготвяне на прогнозите за оперативните разходи са взети под внимание отчетените им съотношения спрямо реализираните приходи, както и наблюдаваните тенденции в развитието на разходите на компанията през предходните години. Прогнозните разходи за амортизации се основават на данни на дружеството.

Прогнозите са изготвени при допускането, че „Медика“ АД ще успее да поддържа марж на оперативната печалба, сравним с постигнатия през 2016 г. Допуснато леко покачване към края на прогнозния период тъй като има възможност за оптимизиране част от разходите благодарение на това, че дружеството е част от голяма и диверсифицирана фармацевтично-дистрибуторска група.

В песимистичния вариант на прогнозата оперативния марж на „Медика“ АД в края на прогнозния период ще се запази на средните нива от периода 2011 - 2016 г. (12%), без дружеството да може да постигне чувствително оптимизиране на разходната си структура. И обратното – оптимистичният сценарий предвижда по-добро управление на оперативните разходи от страна на мениджмънта на дружеството и постигане на по-висок марж на печалбата от дейността.

Таблица № 21 (а): Прогнозна оперативна печалба - Реалистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	19 799	21 015	22 333	23 695	25 093
Оперативни разходи	(15 641)	(16 602)	(17 643)	(18 719)	(19 823)
Разходи за амортизации	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	85.5%	85.4%	85.3%	85.2%	85.1%
Оперативна печалба	2 878	3 075	3 291	3 514	3 741
<i>Марж на оперативната печалба</i>	14.5%	14.6%	14.7%	14.9%	14.9%

Таблица № 21 (б): Прогнозна оперативна печалба - Песимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	19 653	20 620	21 654	22 672	23 692
Оперативни разходи	(16 017)	(16 806)	(17 648)	(18 478)	(19 309)
Разходи за амортизации	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	88.0%	88.0%	88.0%	87.9%	88.0%
Оперативна печалба	2 356	2 477	2 607	2 732	2 855
<i>Марж на оперативната печалба</i>	12.0%	12.0%	12.0%	12.1%	12.0%

Таблица № 21 (в): Прогнозна оперативна печалба - Оптимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи	19 958	21 397	22 975	24 706	26 612
Оперативни разходи	(15 767)	(16 797)	(18 035)	(19 394)	(20 890)
Разходи за амортизации	(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
<i>Разходи/приходи</i>	85,4%	84,8%	84,6%	84,4%	84,2%
Оперативна печалба	2 911	3 262	3 541	3 850	4 193
<i>Марж на оперативната печалба</i>	14,6%	15,2%	15,4%	15,6%	15,8%

### КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ

Исторически данни за инвестициите на дружеството в дълготрайни материални и нематериални активи са представени в таблицата по-долу



Таблица № 22: Капиталови разходи на „Медика“ АД в исторически план

	хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Общо капиталови разходи		366	1 982	1 170	831	4 128	404

Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на „Медика“ АД за 2011 – 2015 г. и междинни неодитирани консолидирани отчети към и 30.09.2016 г.

Прогнозите за бъдещите капиталови разходи са изготвени въз основа на информация за очакваните инвестиции през следващите пет години, предоставена от дружеството. Съгласно тези данни, до 2021 г. се очаква капиталовите разходи да възлизат на около 1 200 хил. лв. за всяка година, разпределени както следва:

- за сгради и производствен условия – 200 хил. лв. годишно;
- за техническо оборудване – 800 - 900 хил. лв. годишно;
- за нематериални активи, права за продажби и досиета – 100 – 200 хил. лв. годишно.

В реалистичния сценарий на прогнозите са използвани средните стойности на посочените диапазони. В песимистичния сценарий за развитие са използвани стойностите горната граница на диапазоните, допускайки, че дружеството ще се наложи да направи по-големи капиталови разходи отколкото предвидените в базовия (реалистичен сценарий). И обраното – в оптимистичния сценарий е допуснато, че капиталовите нужди на дружеството ще бъдат по-малки и затова в прогнозата са използвани стойностите от долната граница на съответните диапазони. През последната година от прогнозния период разходите за инвестиции са заложи така, че да са равни на прогнозните разходи за амортизации, за да не се допусне декапитализиране на дружеството в следпрогнозния период.

С оглед на това, прогнозните стойности на капиталовите разходи на „Медика“ АД за периода 2017 – 2021 г. са както следва:

Таблица № 23 (а): Прогнозни капиталови разходи - Реалистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:					
- сгради и произв. условия	200	200	200	200	-
- техническо оборудване	850	850	850	850	-
- нематериални активи	150	150	150	150	-
<b>ОБЩО</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 200</b>	<b>1 528</b>

Таблица № 23 (б): Прогнозни капиталови разходи - Песимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:					
- сгради и произв. условия	200	200	200	200	-
- техническо оборудване	900	900	900	900	-
- нематериални активи	200	200	200	200	-
<b>ОБЩО</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 300</b>	<b>1 528</b>

Таблица № 23 (в): Прогнозни капиталови разходи - Оптимистичен сценарий

хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции:					
- сгради и произв. условия	200	200	200	200	-
- техническо оборудване	800	800	800	800	-

- нематериални активи	100	100	100	100	-
<b>ОБЩО</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 528</b>

### 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 и задълженията към персонала при пенсиониране.

В конкретния случай, прогнозните стойности на нетния оборотен капитал за следващите пет години са изготвени на база обръщаемостта 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 № 24:** Нетен оборотен капитал на „Медика“ АД в исторически план

хил. лв.	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Материални запаси	5 294	4 809	5 406	6 591	6 244	5 825
Текущи вземания	3 912	5 911	4 863	5 322	6 181	6 029
Текущи задължения	3 115	2 405	1 805	2 147	1 914	1 437
<b>Нетен оборотен капитал</b>	<b>6 091</b>	<b>8 315</b>	<b>8 464</b>	<b>9 766</b>	<b>10 511</b>	<b>10 417</b>

*Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на „Медика“ АД за 2011 – 2015 г. и междинни неодитирани консолидирани отчети към и 30.09.2016 г.*

**Таблица № 25:** Обръщаемост на компонентите на нетния оборотен капитал на „Медика“ АД в исторически план

	2011	2012	2013	2014	2015
Приходи (хил. лв.)	17 602	20 240	19 068	18 459	17 360
Оперативни разходи (хил. лв.)	15 132	17 049	16 733	15 091	13 878
<b>Обръщаемост на материалните запаси (в дни)</b>	<b>110</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>130</b>	<b>131</b>
<b>Обръщаемост на вземанията (в дни)</b>	<b>81</b>	<b>107</b>	<b>93</b>	<b>105</b>	<b>130</b>
<b>Обръщаемост на задълженията (в дни)</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>62</b>	<b>50</b>

\* Оперативните разходи не включват разходите за амортизации

*Източник: Годишни одитирани консолидирани финансови отчети на „Медика“ АД за 2011 – 2015 г.*

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

Аналогичен е подходът при изчисляване на обръщаемостта на вземанията.

Коефициентът на обръщаемост на задълженията е изчислен като съотношение на оперативните разходи (без амортизацията) и текущите задължения на дружеството. Обръщаемостта на

задълженията в дни е изчислена като броят на дните в годната (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 подобряване 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 подобрене е по-ясно изразено. Песимистичният сценарий не предвижда съществена промяна в този показател.

Таблица № 26 (а): Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Реалистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	121	120	120	115	112
Обращение на вземанията	125	122	115	110	110
Обращение на задълженията	50	50	52	53	54
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	6 563	6 909	7 342	7 466	7 700
Вземания	6 780	7 024	7 036	7 141	7 562
Задължения	2 143	2 274	2 513	2 718	2 933
Нетен оборотен капитал	11 201	11 659	11 865	11 888	12 329
Изменение в НОК	141	458	206	23	441

Таблица № 26 (б): Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Песимистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	125	123	121	120	117
Обращение на вземанията	128	128	125	120	117
Обращение на задълженията	48	46	46	45	44
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	6 730	6 949	7 179	7 454	7 595
Вземания	6 892	7 231	7 416	7 454	7 595
Задължения	2 106	2 118	2 224	2 278	2 328
Нетен оборотен капитал	11 516	12 062	12 370	12 630	12 861
Изменение в НОК	512	546	308	259	232

Таблица № 26 (в): Прогнозно изменение в нетния оборотен капитал (НОК) - Оптимистичен сценарий

дни	2017	2018	2019	2020	2021
Обращение на материалните запаси	121	115	115	112	109
Обращение на вземанията	123	120	113	107	105
Обращение на задълженията	50	52	53	54	54
<i>хил. лв.</i>					
Материални запаси	6 616	6 742	7 239	7 550	7 840
Вземания	6 726	7 035	7 113	7 213	7 553
Задължения	2 160	2 405	2 625	2 858	3 049
Нетен оборотен капитал	11 182	11 371	11 726	11 906	12 344
Изменение в НОК	203	189	355	180	438



### **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 може да се очаква да расте българския БВП в дългосрочен план.

**Реалистичен: 2,0%** – България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се приема, че икономиката на България, ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За нормални нива на растеж на икономиките от ЕС в дългосрочен план се приемат стойности около 2%. Затова в периода след 2021 г. се очаква паричните потоци на „Медика“ 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 и медицинска индустрия в дългосрочен план с по-високи високи темпове над средното ниво на икономиката.

**Песимистичен: 1,5%** – 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 индустрията, в която дружеството оперира, ще изостане от темпото на развитие 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). Среднопретеглената 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.

Среднопретеглената цена на капитала се изчислява по следната формула:

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

където:

*WACC* – среднопретеглена 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

$\beta$  – 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, какъвто е България, формулата ще бъде модифицирана, като към нея се добави CRP – премия за странови риск:

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

Безрисковата норма на възвращаемост 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 „Медика“ АД спрямо волатилността на пазара като цяло. Тъй като акциите на дружеството не са активно търгувани на борсовия пазар, считаме че използването на пазарна (регресионна) бета не е уместно, тъй като няма да даде адекватна представа за неговия систематичен риск. По тази причина сме използвали средния бета-коефициент за дружествата на развиващите се пазари, опериращи в сектора на медицинските продукти (0.99), публикуван от проф. Дамодаран през м. януари 2017 г. Използван е коефициентът „бета без дълг“ (т.нар. unlevered beta), като в последствие той е коригиран с нивото на финансов ливъридж на оценяваното дружество и полученият коефициент „бета с дълг“ е използван в изчислението на среднопретеглената цена на капитала.

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - T) \times (D/E))$$

където:

$\beta_L$  – коефициент „бета с дълг“

$\beta_U$  – коефициент „бета без дълг“

$T$  – данъчната ставка

D/E – коефициент Дълг/Собствен капитал

Доколкото дружеството традиционно поддържа изключително ниско ниво на финансов ливъридж и не се предвижда промяна на тази политика, при изчислението на коефициента „бета с дълг“ е използвано съотношението Дълг/Собствен капитал, получено съгласно стойностите от последния публикуван консолидиран финансов отчет (565 хил. лв./ 29 654 хил. лв., или 0,019).

$$\beta_L = 0,99 \times (1 + (1 - 10\%) \times 0,019) = 1,007$$

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 възвращаемост показват, че глобалната пазарна рискова премия варира средно между 4% и 6%. В своите публикации и статистически данни проф. Дамодаран<sup>1</sup> също посочва 5,69% като актуално ниво на рисковата премия на зрял пазар на акции към началото на 2017 г.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Baa2 (какъвто е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Отново по данни на същия източник правителствените облигации с рейтинг Baa2 се търгуват с премия от 220 базисни точки над ижижа с рейтинг AAA. Проф. Дамодаран препоръчва коригиране на тази надбавка с коефициент, измерващ относително по-високата волатилност на пазарите на акции спрямо тези на облигации. Съгласно публикуваните в неговия сайт 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	1,007
Рискова премия за развит пазар на акции	5,69%
Премия за странови риск	2,71%
<b>Цена на финансиране със собствен капитал</b>	<b>8,81%</b>

Цената на финансиране с дългов капитал е определена въз основа на 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%.

Въз основа на горепосочените данни, среднопретеглената цена на капитала на „Медика“ АД е както следва:

Таблица № 27: Среднопретеглена цена на капитала на „Медика“ АД

<b>WACC</b>	
Цена на финансиране със собствен капитал	8,81%
Цена на финансиране с привлечен капитал	4,62%
Дял на дълга в капиталовата структура	1,87%

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



Дял на собствения капитал в капиталовата структура	98,13%
Данъчна ставка	10%

<b>Среднопретеглена цена на капитала</b>	<b>8,72%</b>
--	--------------

Чрез метода на дисконтираните парични потоци е получена справедливата стойност на Медика 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 „Медика“ АД е получена като от справедливата стойност на компанията са приспаднати нетният дълг и задълженията към персонала при пенсиониране, посочени в междинния неаудитиран консолидиран отчет на дружеството към 30.09.2016 г.

**Таблица № 28 (а): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Реалистичен сценарий**

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи		19 799	21 015	22 333	23 695	25 093
Разходи за дейността		(15 641)	(16 602)	(17 643)	(18 719)	(19 823)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци		4 158	4 413	4 690	4 976	5 270
Разходи за амортизации		(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността		2 878	3 075	3 291	3 514	3 741
Данъчна ставка		10%	10%	10%	10%	10%
Обративна печалба след данъци		2 590	2 768	2 962	3 162	3 367
(+) Разходи за амортизации		1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи		(1 200)	(1 200)	(1 200)	(1 200)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		( 141)	( 458)	( 206)	( 23)	( 441)
<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>		<b>2 529</b>	<b>2 448</b>	<b>2 955</b>	<b>3 401</b>	<b>2 927</b>
Дисконтов фактор		0.9251	0.8508	0.7826	0.7198	0.6620
Настояща стойност на паричните потоци		2 340	2 083	2 312	2 448	1 938
Терминална стойност		44 403				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст		29 397				
Справедлива стойност на дружеството		40 517				
(-) Лихвоносен дълг		565				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране		239				
(+) Пари и парични еквиваленти		2 799				
Справедлива стойност на собствения капитал		42 512				
Брой акции (хил.)		10 069				
<b>Справедлива стойност на една акция (лв.)</b>		<b>4.22</b>				

Таблица № 28 (б): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Песимистичен сценарий

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи		19 653	20 620	21 654	22 672	23 692
Разходи за дейността		(16 017)	(16 806)	(17 648)	(18 478)	(19 309)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци		3 636	3 815	4 006	4 194	4 383
Разходи за амортизации		(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността		2 356	2 477	2 607	2 732	2 855
Данъчна ставка		10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци		2 120	2 229	2 347	2 459	2 569
(+) Разходи за амортизации		1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи		(1 300)	(1 300)	(1 300)	(1 300)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		( 512)	( 546)	( 308)	( 259)	( 232)
<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>		<b>1 588</b>	<b>1 721</b>	<b>2 137</b>	<b>2 362</b>	<b>2 338</b>
Дисконтов фактор		0.9251	0.8508	0.7826	0.7198	0.6620
Настояща стойност на паричните потоци		1 469	1 464	1 672	1 700	1 548
Терминална стойност		32 854				
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст		21 751				
Справедлива стойност на дружеството		29 605				
(-) Лихвоносен дълг		565				
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране		239				
(+) Пари и парични еквиваленти		2 799				
Справедлива стойност на собствения капитал		31 600				
Брой акции (хил.)		10 069				
<b>Справедлива ст-ст на една акция (лв.)</b>		<b>3.14</b>				

Таблица № 28 (в): Прогнозни парични потоци и справедлива цена на акциите на „Медика“ АД - Оптимистичен сценарий

	хил. лв.	2017	2018	2019	2020	2021
Приходи		19 958	21 397	22 975	24 606	26 254
Разходи за дейността		(15 767)	(16 883)	(18 081)	(19 316)	(20 610)
Печалба преди амортизации, лихви и данъци		4 191	4 515	4 894	5 290	5 645
Разходи за амортизации		(1 280)	(1 338)	(1 399)	(1 462)	(1 528)
Печалба от дейността		2 911	3 177	3 495	3 828	4 116
Данъчна ставка		10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци		2 620	2 859	3 145	3 445	3 705
(+) Разходи за амортизации		1 280	1 338	1 399	1 462	1 528
(-) Капиталови разходи		(1 100)	(1 100)	(1 100)	(1 100)	(1 528)
(-) Увеличение в нетния оборотен капитал		( 203)	( 189)	( 355)	( 180)	( 438)
<b>Свободен паричен поток (FCFF)</b>		<b>2 597</b>	<b>2 908</b>	<b>3 090</b>	<b>3 627</b>	<b>3 267</b>
Дисконтов фактор		0.9251	0.8508	0.7826	0.7198	0.6620
Настояща стойност на паричните потоци		2 403	2 474	2 418	2 611	2 163

Терминална стойност	53 814
Настояща ст-ст на терминалната ст-ст	35 627
Справедлива стойност на дружеството	47 696
(-) Лихвоносен дълг	565
(-) Провизии за задължения към персонала при пенсиониране	239
(+) Пари и парични еквиваленти	2 799
	0
Справедлива стойност на собствения капитал	49 691
Брой акции (хил.)	10 069
<b>Справедлива ст-ст на една акция (лв.)</b>	<b>4.94</b>

### **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 № 29:** Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на дисконираните парични потоци

	Цена на акция (лв.)	Тегло
Реалистичен сценарий	4,22	33,33%
Песимистичен сценарий	3,14	33,33%
Оптимистичен сценарий	4,94	33,33%
<b>Среднопрегледена цена по метода (лв.)</b>		<b>4,10</b>

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

### **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.

Основната дейност на „Медика“ АД включва производството и дистрибуцията на:

- Медицински консумативи – бинтове, продукти от памук, пластири, стерилни превръзки, формиращи 56,5% от общите приходи на дружеството за 2015 г.
- Фармацевтични продукти – 15 вида лекарства, отпускани с и без рецепта, формиращи 43,5% от приходите за 2015 г.



При избора на дружества-аналози за целите на оценката съзнателно не сме използвали показателите на „Софарма“ АД, въпреки че дружеството е една от най-големите и разпознаваеми фармацевтични компании в България, както и е едно от най-търгуваните дружества на БФБ – София. Причината за това е, че „Софарма“ АД като собственик на 97,96% от капитала на „Медика“ АД отразява в консолидираните си отчети резултатите на оценяваното дружество.

С оглед на това за дружества – аналози са избрани други публично търгувани компании от българския фармацевтичен сектор – „Унифарм“ АД и „Момина крепост“ АД, както и такива, които се търгуват на капиталовите пазари на Централна и Източна Европа - Mercator Medical SA (Полша), Alkaloid AD (Македония) и Olainfarm JSC (Латвия). При изчисление на пазарната капитализация на всяко от дружествата е използвана цена на затваряне на акциите към датата, предхождаща датата на обособка на настоящата оценка или последно обявена борсова цена, в случай, че в деня, предхождащ датата на обособката не е имало търговия със съответната емисия.

Характеристики на оценяваното дружество:

**„Медика“ АД** (Борсов код: 5MA BU)

„Медика“ АД е компания с над 40-годишна история на българския фармацевтичен пазар. Основана през 1971 г. като производител на превързочни материали, днес дружеството притежава продуктово портфолио от над 65 базови продукта. „Медика“ АД произвежда широка гама медицински изделия (бинтове, продукти от памук, хирургични конци), хранителни добавки, козметични продукти и лекарства, отпускани с и без рецепта. Компанията е сертифицирана по БДС EN ISO 9002:1994, а производствените ѝ мощности отговарят на всички европейски норми за производство и покриват изискванията на добрата производствена практика (GMP).

„Медика“ АД е генерирала приходи от продажби в размер на 17 360 лв., от които 4 513 хил. лв. са приходи от износ. Пазарната капитализация на дружеството към 24.01.2017 г. е 34,23 млн. лв. при цена на затваряне от 3,40 лв. за една акция

Избрани дружества – аналози:

**Момина Крепост АД** (Борсов код: 5MR BU)

Момина Крепост АД е създадена през 1966 година. От 1972 година в дейността на фирмата е разкрит нов профил – производство на пластмасови медицински изделия за еднократна употреба в хуманната и ветеринарна медицина. На настоящия етап основният предмет на дейност на фирмата е производство и търговия на медицински изделия за еднократна употреба.

Дружеството произвежда широка гама еднократни медицински изделия, предназначени за различни области на медицината – хирургия, урология, интензивна терапия, гинекология, гастроентерология, диагностика, анестезиология, педиатрия и др.

Фирмата предлага на клиентите няколко разновидности кръвопреливни и инфузионни системи; спринцовки двусъставни и трисъставни с вместимост от 1 до 50 ml и инжекционни игли; сонди, катетри и дренажи; уринаторни торби и урологични катетри; назални кислородни катетри и маски, шпатули и клампи; полиетиленови ръкавици, престилки и калцуни; еднократно медицинско облекло и бельо от нетъкан текстил и др.

За 2015 г. приходите на Момина крепост възлизат на 3 855 хил. лв., а пазарната капитализация на дружеството към 24.01.2017 г. е 6,38 млн. лв.

**Mercator Medical S.A.** (Борсов код: MRC PW)

Mercator Medical е производител и дистрибутор на медицински изделия - ръкавици, медицински облекла, хирургични тъкани и други медицински продукти за еднократна употреба.

Основана през 1993 г. в Краков, Полша, компанията постепенно започва да развива дейност и в съседните държави, като през 2004 г. започва да изнася продукцията си в Украйна и Унгария, а през 2006 г. – в Румъния. Mercator също така притежава завод в Тайланд, който произвежда висококачествени латексови ръкавици.

Понастоящем дружеството оперира в Полша и другите страни от Централна и Източна Европа, както и в Русия.

Mercator Medical доставя своите продукти на заведения за болнична и извънболнична помощ, стоматологични центрове, ветеринарни клиники и др.

През 2015 г. дружеството е реализирало приходи в размер на 54 147 хил. евро, а пазарната му капитализация към 24.01.2017 г. е 50,53 млн. евро (98,82 млн. лв.).

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

През 2015 г. Alkaloid е реализирало 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: OLF1R 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 121,13 млн. евро (240,22 млн. лв.).

Таблица № 30: Основни финансови показатели за „Медика“ АД и дружествата-анализи

	„Медика“ АД	Момина крепост АД	Mercator Medical	ALKALOID	Olainpharm
	SMA BU	5MR BU	MRC PW	ALK MS	OLFIR LR
	BGN	BGN	PLN	MKD	EUR
	конс.	неконс.	конс.	конс.	конс.
<b>Показатели (хил.)</b>					
Приходи от продажби (ttm)	18 266	3 859	259 368	8 007 560	104 206
Оперативна печалба (ttm)	2 355	41	18 173	798 288	12 805
Нетна печалба (ttm)	2 172	53	14 397	691 630	10 957
Нетна печалба (ttm), за акционерите на предприятието-майка	2 172	n/a	13 742	691 949	10 946
Дълготрайни активи	17 657	2 916	74 748	5 363 670	74 409
Краткотрайни активи	14 969	2 596	131 411	5 016 900	63 224
Общо активи	32 626	5 512	206 159	10 380 570	137 633
Дълготрайни пасиви	1 236	306	31 095	259 586	23 431
Краткотрайни пасиви	1 736	305	58 291	2 092 931	20 630
Нетен дълг	(2 234)	(288)	38 917	291 761	18 386
Собствен капитал, принадлежащ на акционерите на предприятието-майка	29 654		115 847	8 027 268	93 533
Собствен капитал	29 654	4 901	116 775	8 028 053	93 572
Брой акции	10 068 690	1 691 184	10 443 400	1 431 353	14 085 078
Цена на акция	3.40	3.77	21.15	5 400.00	8.72
Пазарна капитализация (местна валута)	34 233 546	6 375 764	220 877 910	7 729 306 200	122 821 880
Пазарна капитализация (евро)	17 503 334	3 259 876	50 526 801	125 457 159	122 821 880
<b>Коефициенти</b>					
Годишен ръст на приходите	7.17%	0.14%	20.0%	3.87%	9.48%
Норма на оперативната печалба	12.9%	1.1%	7.0%	10.0%	12.3%
Норма на нетна печалба	11.9%	1.4%	5.6%	8.6%	10.5%
Възвръщаемост на активите	6.7%	1.0%	7.0%	6.7%	8.0%
Възвръщаемост на собств. капитал	7.3%	1.1%	12.3%	8.6%	11.7%
Обща ликвидност	8.62	8.51	2.25	2.4	3.06
Нетен дълг/Собств. капитал	n/a	n/a	0.33	0.04	0.20
Нетен дълг/Активи	n/a	n/a	0.19	0.03	0.13
Продажби на една акция	1.81	2.28	24.84	5692.70	7.40
Печалба/(Загуба) на една акция	0.22	0.03	1.32	498.42	0.78
Счетоводна ст-ст на една акция	2.95	2.90	11.09	5608.72	6.64
<b>Пазарни коефициенти</b>					
Цена/Продажби	1.87	1.65	0.85	0.95	1.18
Цена/Печалба	15.76	120.30	16.07	10.83	11.21
Цена/Счетоводна ст-ст на акция	1.15	1.30	1.91	0.96	1.31

\*Пазарната капитализация на Mercator Medical в евро е изчислена при курс EUR/PLN = 4.3715, а тази на Alkaloid – при 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 „Медика“ АД по модела на пазарните множители на дружества-аналози**

Съгласно разпоредбите на Наредба № 41 на КФН при оценката на „Медика“ АД по метода на пазарните множители на дружества-аналози 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 № 31: Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на пазарните множители на дружества-аналози

Компания	P/S	P/E	P/B
Момина крепост АД	1,65	120,30	1,30
Mercator Medical	0,85	16,07	1,91
ALKALOID AD	0,95	10,83	0,96
Olainpharm	1,18	11,21	1,31
<b>Медианна стойност</b>	<b>1,06</b>	<b>13,64</b>	<b>1,31</b>

	Приходи от продажби на акция	Печалба на акция	Счетоводна ст-ст на една акция
Показатели на „Медика“ АД	1,81 лв.	0,22 лв.	2,95 лв.

Цена на една акция на Медика, получена въз основа на:

P/S	1,93 лв.
P/E	2,94 лв.
P/B	3,85 лв.
<b>Средно (лв.)</b>	<b>2,91 лв.</b>

При изчислението на справедливата цена на акциите на Медика са използвани следните показатели на дружеството:

- Приходи от продажби на акция – 1,81 лв., изчислени като съотношение между продажбите на дружеството за периода 30.09.2015 – 30.09.2016 г. (18 266 хил. лв.) и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 бр.).

- Печалба на акция – 0,22 лв., изчислена като съотношение между нетната печалба на дружеството за периода 30.09.2015 – 30.09.2016 г. (2 172 хил. лв.) и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 бр.).
- Счетоводна стойност на една акция – 2,95 лв., изчислена като съотношение между счетоводната стойност на собствения капитал на дружеството (29 654 хил. лв.), оповестена в последно публикувания финансов отчет на дружеството и броя на акциите в обръщение на дружеството (10 068 690 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 „Медика“ АД, на база пазарните множители на дружествата-анализи, в размер на **2,91** лв.

### МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Съгласно разпоредбите на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41 стойността на акциите на „Медика“ 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 обръщение. Всички данни и изчисления се базират на последния публикуван консолидиран финансов отчет на „Медика“ АД преди датата на обосновката на справедливата цена на акциите на Дружеството.

Резултатът от изчисленията на база на междинния консолидиран финансов отчет на „Медика“ АД към 30.09.2016 г. е **2,95** лв. за една акция на дружеството.

**Таблица № 32:** Справедлива цена на една акция от капитала на „Медика“ АД по метода на нетната стойност на активите

Финансов показател	хил. лв.
1 Активи	32 626
2 Дългосрочни задължения	1 236
3 Краткосрочни задължения	1 736
(1-2-3) <b>Нетна стойност на активите</b>	<b>29 654</b>
Общ брой акции в обръщение	10 068 690
<b>Нетна стойност на активите на една акция (лв.)</b>	<b>2,95</b>

### 3.3. Обосновка на теглата на оценъчните методи

Съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите, които не са обект на активна търговия, се определят като среднопретеглена стойност от стойностите, получени при прилагането на следните оценъчни методи - метод на дисконтираните парични потоци, метод на нетната стойност на активите и метод на пазарните множители на дружества-анализи.

С оглед на това, теглата, дадени на резултатите от трите оценъчни метода, са определени 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:

- *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 считаме, 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, затова считаме, че това е подходящото тегло за резултатите, получени по този метод.
- *Метод на пазарните множители на дружества-анализи: 25%.* Методът позволява върху оценяваното Дружество да бъдат приложени пазарни коефициенти, при които се търговат 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 е трудно да се намерят дружества – анализи, чийто предмет на дейност да се припокрива напълно с този на „Медика“ АД. Разлики в предмета на дейност, размера, капиталовата структура, пазарите и инвестиционните характеристики между оценяваното дружество и дружествата – анализи 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 № 33:** Оценка на справедливата стойност на акциите на „Медика“ АД съгласно оценъчни методи по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41

	Получена цена (лв.)	Тегло
Метод на дисконтираните парични потоци	4,10	50%
Метод на нетната стойност на активите	2,95	25%
Метод на дружествата -анализи	2,91	25%
<b>Среднопретеглена цена по трите метода (лв.)</b>		<b>3,51</b>

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

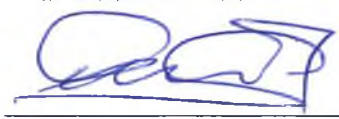


#### 4. Справедлива стойност на акциите на Медика АД

На база разпоредбите на чл. чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41 справедливата цена на акциите на „Медика“ АД е среднопретеглената цена, посочена в Таблица № 33 по-горе – 3,51 лв.

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, ЗА ЦЕЛИТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, „МЕДИКА“ АД ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 3,51 ЛВ.

За „МЕДИКА“ АД:



СТОЙЧО ПАНГЕВ

Изпълнителен директор



Стойчо Стоянов  
Панчев

За „СОФИЯ ИНТЕРНЕТЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“ АД:



ИВАЙЛО ТОМОВ,

Изпълнителен директор



КАЛИНКА ТЕНКОВА - ЙОРДАПОВА,

Председател на Съвета на директорите

На 31.01.2017 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от: Стойчо Стоянов Панчев, ЕГН 7105140207, лична карта №645919270, издадена на 07.07.2015г. от МВР-София, представляващ "МЕДИКА" АД, ЕИК 000000993, със седалище и адрес на управление: гр. София, район Оборище, бул. Княз Александър Дондуков № 82

Рег. № 174, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

