



София 1612, ул. "Лъли Буне" No 72, ет.2, офис 12  
тел./факс 952-37-28; тел. 952-37-29, 917-01-80; 951-58-11;

e-mail: [brightco@mail.bg](mailto:brightco@mail.bg); [brightco.bg](http://brightco.bg)

---

**ПАЗАРНА ОЦЕНКА НА ВЗЕМАНИЯ  
НА  
“ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО  
ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ”  
към “ВУЗФ” АД**

**ДОКЛАД НА ОЦЕНИТЕЛЯ**

София, м. ноември 2018 г.

**ДОКЛАД**  
за извършена пазарна оценка на вземания, собственост на  
**“ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ”**

**I. ДЕФИНИРАНЕ НА ЗАДАНИЕТО**

**1. ПРЕДМЕТ И ЦЕЛ НА ОЦЕНКАТА**

*Предмет* на настоящата пазарна оценка са вземания, собственост на “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ” (ВУЗФ), ЕИК 131191259 към акционерно дружество “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ“ АД, („ВУЗФ“ ЕАД), ЕИК 130319581.

Вземанията са придобити по силата на 38 (тридесет и осем) договора за паричен заем, сключени в периода 2007 г. – 2016 г., между “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ” (ВУЗФ), ЕИК 131191259 в качеството на Заемодател и акционерно дружество “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ“ АД, („ВУЗФ“ ЕАД), ЕИК 130319581, в качеството на Заемател.

*Цел* на оценката е определяне на справедливата стойност на вземанията към датата на оценката 30.09.2018 г.

*Възложител* на оценката е собственикът на вземанията “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ” (ВУЗФ), ЕИК 131191259.

**2. ИЗПЪЛНИТЕЛ**

Експертната пазарна оценка е изготвена от Консултантска фирма “БРАЙТ КОНСУЛТ” ООД. Фирменият Сертификат No 901300059/17.12.2015 г., издаден от Камарата на независимите оценители в България (КНОБ) за оценка на недвижими имоти, машини и съоръжения, цели предприятия и вземания, е даден като *Приложение № 1*.

Съгласно изискванията на Закона за независимите оценители, настоящият доклад е подпечатан с личните печати на оценителите и е подписан собственоръчно от тях.

### 3. ДАТА НА ИЗГОТВЯНЕ НА ОЦЕНКАТА

Пазарната оценка е валидна към 30.09.2018 год. и към Законите и Наредбите, които са в сила към тази дата. Оценка е изготвена на базата на анализ на предоставената информация към същата дата.

Съставителите считат, че валидността на оценката може да бъде в сила до 31.03.2019 г. След тази дата, стойностите по оценката трябва да бъдат преразгледани и актуализирани, ако това е необходимо.

Оценката е изготвена при отчитане на икономическите условия в страната, особеностите на търговията с дългови инструменти и търсенето и предлагането на подобни активи.

### 4. БАЗА НА СТОЙНОСТТА

#### 4. База на стойността

Всички анализи, хипотези и заключения, които са използвани в настоящата пазарна оценка за определяне на пазарната стойност на оценяваното вземане и на активите, които биха послужили за обезпечение, са подчинени на изискванията тя да отговаря на стандарта "Пазарна стойност / Market Value/, като е приета за основа дефиницията, дадена в Европейските стандарти за оценяване:

Пазарната стойност е „Оценената сума, срещу която имотът би трябвало да бъде заменен на датата на оценката в пряка сделка между желаещ купувач и желаещ продавач след подходящ маркетинг, при което всяка от страните е действала информирано, благоразумно и без принуда.“

### 5. ДОПУСКАНИЯ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Настоящият Доклад е изготвен въз основа на предоставената документация и конкретните данни, установени на място. Оценителският екип счита официално предоставената информация за достоверна и е изградил своята оценка на нейна основа.

Документацията е предмет на търговска тайна и конфиденциалност и не може да бъде предоставяна на трети лица без разрешение на Възложителя.

Оценителите декларират, че нямат никакви настоящи или бъдещи интереси към оценяваните активи, както и към Възложителя, които биха повлияли върху обективността и коректността на оценката.

#### 6. Използвани документи и материали

При изготвяне на оценката на вземането на ВУЗФ от дружеството – длъжник „ВУЗФ“ АД, са ползвани следните документи и материали, предоставени ни от Възложителя:

- Удостоверение относно основните обстоятелства по правното състояние на собственика на вземанията ВУЗФ, издадено от Агенция по вписванията */Приложение № 2.1/*;
- Удостоверение относно основните обстоятелства по правното състояние на длъжника “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ“ АД, издадено от Агенция по вписванията */Приложение № 2.2/*;
- Договори за паричен заем (38 броя и 4 анекси към тях) от периода 2007 г. - 2017 г., сключени между ВУЗФ в качеството на Заемодател и акционерно дружество “ВУЗФ” АД („ВУЗФ“ ЕАД), в качеството на Заемател */Приложение № 3/*.
- Аналитична оборотна ведомост за сметка 460 *Вътрешни разчети* на ВУЗФ към 30.09.2018 г. */Приложение № 4.1/*;
- Аналитична оборотна ведомост за синтетична сметка 496 *Разчети по лихви* към 30.09.2018 г. */Приложение № 4.2/*;
- Задължения на „ВУЗФ“ АД и Справка по предоставени заеми в периода от 01.01.2007 до 30.09.2018 г. */Приложение № 4.3/*;
- Баланс Отчет за приходите и разходите на длъжника “ВУЗФ“ АД към 31.12.2017 г. */Приложение № 5/*;
- Баланс и Отчет за приходите и разходите на ВУЗФ към 31.12.2017 г. */Приложение № 6/*;
- Нотариален акт за покупко-продажба на недвижим имот № 182, том I, рег. № 1463, дело № 179 от 07.06.2005 г. */Приложение № 7/*;

Оценителите приемат получената от Възложителя документация за достоверна и на тази основа са изградили своите хипотези, използвани при изготвяне на настоящата оценка. Те няма да приемат бележки по естеството и равнището на своите заключения, произтичащи от непълна и/или недобросъвестно подготвена информация.

## II. ОПИСАНИЕ НА ВЗЕМАНИЯТА И ОСНОВАНИЕ ЗА ВЪЗНИКВАНЕ

### 1. ПРАВЕН СТАТУТ НА ЗАЕМОДАТЕЛЯ И ЗАЕМАТЕЛЯ

Длъжник по вземането на ВУЗФ е акционерно дружество “ВУЗФ“ АД, ЕИК 130319581.

Собственик на вземането е “ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ” (ВУЗФ), ЕИК 131191259, със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. “Гусла” № 1. Висшето училище по застраховане и финанси е създадено с Решение на 39-то Народно събрание от 25.07.2002 година. Към датата на настоящата оценка ВУЗФ се представлява от Апостол Лъчезаров Апостолов, декан. /Приложение № 2.1/.

В Приложение № 2.2. е дадено Удостоверение за основните обстоятелства по правното състояние на длъжника “ВУЗФ“ АД, издадено от Агенция по вписванията.

“ВУЗФ“ АД е регистрирано с ЕИК 130319581, със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. “Гусла” № 1. Основен предмет на дейност е „развитие на образователна, научна, изследователска и консултантска дейност чрез създаване на ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО ЗАСТРАХОВАНЕ И ФИНАНСИ като юридическо лице по Закона за висшето образование.

Към настоящия момент по отношение на длъжника “ВУЗФ“ АД няма открито производство по ликвидация или несъстоятелност. Вземанията не са обезпечени с ипотека на недвижими имоти или други активи.

## 2. ОСНОВАНИЕ ЗА ВЪЗНИКВАНЕ НА ЗАДЪЛЖЕНИЕТО

Вземанията на ВУЗФ към „ВУЗФ“ АД са възникнали на основание 38 броя Договори за паричен заем, сключени в периода от м. януари 2007 г. до м. януари 2017 г.

№	Договор за паричен заем дата на договора	Сума в лева	Договорена лихва	Срок на погасяване
1.	08.01.2007 г.	1 116 170	5 %	31.12.2010 г.
2.	07.01.2008 г.	1 671 404,85	5 %	31.12.2011 г.
3.	05.01.2009 г.	1 823 200,19	5 %	31.12.2012 г.
4.	04.01.2010 г.	2 500 000	5 %	31.12.2013 г.
5.	28.12.2010 г.	1 800 000	5 %	31.12.2014 г.
6.	03.01.2012 г.	1 800 000	5 %	31.12.2015 г.
7.	02.01.2013 г.	1 745 305,87	5 %	31.12.2016 г.
8.	09.01.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
9.	14.01.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
10.	17.01.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
11.	21.01.2014 г.	30 000	5 %	31.12.2018 г.
12.	05.02.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
13.	07.02.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
14.	13.02.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
15.	20.02.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
16.	04.03.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
17.	11.03.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
18.	18.03.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
19.	31.03.2014	10 000	5 %	31.12.2017 г.
20.	11.04.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
21.	22.04.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
22.	29.04.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
23.	14.05.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
24.	20.05.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.

25.	22.05.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
26.	04.06.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
27.	05.06.2014 г.	55 000	5 %	31.12.2018 г.
28.	19.06.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.

29.	30.06.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
30.	16.07.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
31.	30.07.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
32.	13.08.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
33.	30.10.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
34.	24.11.2014 г.	30 000	5 %	31.12.2018 г.
35.	12.12.2014 г.	10 000	5 %	31.12.2017 г.
36.	12.01.2015 г.	710 000	5 %	31.12.2018 г.
37.	04.01.2016	372 000	5 %	31.12.2018 г.
38.	02.01.2017	337 896,20	5 %	31.12.2019 г.

Има сключени 37 анекса от дата 16.12.2016г. към договори за паричен заем от следните дати: 08.01.2007г., 07.01.2008г., 05.01.2009г., 04.01.2010г., 28.12.2010г., 03.01.2012г., 02.01.2013г., 09.01.2014г., 14.01.2014г., 17.01.2014г., 21.01.2014г., 05.02.2014г., 07.02.2014г., 13.02.2014г., 20.02.2014г., 04.03.2014г., 11.03.2014г., 18.03.2014г., 31.03.2014г., 11.04.2014г., 22.04.2014г., 29.04.2014г., 14.05.2014г., 20.05.2014г., 22.05.2014г., 04.06.2014г., 05.06.2014г., 19.06.2014г., 30.06.2014г., 16.07.2014г., 30.07.2014г., 13.08.2014г., 30.10.2014г., 24.11.2014г., 12.12.2014г., 12.01.2015г., 04.01.2016г., с които Анекси срокът за връщане на заемната сума заедно с уговорената лихва се променя на 31.12.2019 г.;

Към договорите за паричен заем има сключени и **4 констативни протокола** със следното съдържание:

1. **Констативен протокол от 22.12.2010г.** към Договор за паричен заем от 04.01.2010 г., с който Заемателят се съгласява, че договорената сума в размер на 2 500 000 лева се редуцира на **2 420 162,38 лева**;

2. **Констативен протокол от 29.12.2011г.** към Договор за паричен заем от 28.12.2010 г., с който Заемателят се съгласява, че договорената сума в размер на 1 800 000 лева се редуцира на **1 789 898,37 лева**;

3. **Констативен протокол от 28.12.2012г.** към Договор за паричен заем от 03.01.2012 г., с който Заемателят се съгласява, че договорената сума в размер на 1 800 000 лева се редуцира на **1 736 717,96 лева**;

4. **Констативен протокол от 30.12.2016г.** към Договор за паричен заем от 04.01.2016г., с който Заемателят се съгласява, че договорената сума в размер на 372 000 лев се редуцира на **371 815,93 лева**;

## 2. Актуално състояние на вземането към датата на оценката

Актуалният размер на вземането на ВУЗФ към дружеството – длъжник “ВУЗФ“ АД по договорите за паричен заем е показан в таблицата по-долу.

Съгласно представената от Възложителя справка, */Приложение № 4/*, вземането към 30.09.2018 г. по балансова стойност е както следва:

в лева

№	Дружество длъжник	Балансова стойност
1.	“ВУЗФ“ АД	
	- главница:	13 273 211,62
	- лихви:	5 849 593,23
<b>ВСИЧКО:</b>		<b>19 122 804,85</b>



#### 4. Анализ на събираемостта на вземанията

Анализът на вземането на ВУЗФ към акционерното дружество – длъжник “ВУЗФ“ АД е направен на основата на следните факти и документи:

- *наличната информация относно правното състояние на търговското дружество,*

- *неговото финансово – икономическо състояние към датата на оценката 30.09.2018 година,*

- *информация относно настъпили изменения по салдото на вземането през 2018 година и съответните документи за това.*

На тази основа са направени следните изводи, имащи пряко отношение към оценката на вземанията:

1. Дружеството – длъжник “ВУЗФ“ АД не е в неплатежоспособност и за него няма открито производство за несъстоятелност.
2. Дружеството - длъжник не оспорва размера и основанието за възникване на вземането.
3. За изминалия период от време няма данни, че вземането може да стане несъбираемо.

Представените като *Приложения № 6* баланси и ОПР на дружеството – длъжник дават основание за обосновано предположение, че **вземането е трудно събираемо.**

Анализът на данните показва следните факти относно финансово – икономическо състояние на „ВУЗФ“ АД към 31.12.2017 година:

- при регистриран капитал в размер на 70 хил. лева, към датата на оценката на задълженията, собственият капитал на “ВУЗФ“ АД е отрицателна величина с голям размер по абсолютна стойност (-) 12 502 хил. лева, т.е. дружеството е напълно и дългосрочно декапитализирано;
- през последните две години нетните приходите от оперативната дейност на „ВУЗФ“ АД са съответно 225 хил. лева и 254 хил. лева,

при което дружеството формира счетоводна загуба в размер на 1 546 хил. лева и 1 058 хил. лева, т.е. дружеството няма възможност да покрива текущите си и дългосрочни задължения.

Невъзможността на „ВУЗФ“ АД да погасява регулярно задълженията си по Договорите за паричен заем от ВУЗФ в размер на общо 19 122 804,85 лева се потвърждава и от справка за предоставените заеми от ВУЗФ на „ВУЗФ“ АД и начислените лихви за периода от 01.01.2007 г. до 30.09.2018 г. */Приложение № 9/.*

От справка е видно, че през 2009 г., 2015 г., 2016 г. и 2018 г. длъжникът не е погасявал задълженията си по предоставените парични заеми, а през останалите години на периода е погасявал задължението си частично. В допълнение, налице са предоговаряния на сроковете за погасяване, което не води до изпълнение на задълженията, а само увеличава техния размер.

На фона на формирания размер на дълга, финансовото състояние на длъжника „ВУЗФ“ АД не дава достатъчно основание за оптимизъм по отношение на кризата със съществуващия дълг. Общите приходи от дейността през последните години са на равнището 200 – 250 хил. лева, което не е достатъчно за формиране на средства за изплащане на дълга. По наше експертно мнение, без конкретни мерки за подобряване на мениджмънта и диверсификация на предлаганите услуги, не може да се очаква „ВУЗФ“ АД да повиши ефективността на стопанката си дейност и да подобри финансовите резултати от нея.

### **III. ОЦЕНКА НА ВЗЕМАНЕТО**

#### **1. ИЗБОР НА МЕТОД ЗА ОЦЕНКА**

Вземанията, предмет на настоящата оценка, се характеризират със следните особености:

- 1. Вземанията по всички договори не са обезпечени с недвижими активи и/или залог на движими вещи;*
- 2. Анализът показва, че към датата на оценката, вземанията като цяло и всяко поотделно, са трудно събираеми, поради очевидна*

*невъзможност на длъжника да погасява задълженията си регулярно.*

Изброените особености на вземанията по договорите за паричен заем между ВУЗФ и „ВУЗФ“ АД налагат да се използва комбинация от методи за анализ и методи за оценка. Основната цел е да се анализира и оцени финансово-икономическото състояние на длъжника и величината на собствения му капитал, като измерител на степента на неговата икономическа отговорност.

След направен анализ на приложимостта на познатите бази за оценка, като подходящи в конкретния случай бяха избрани следните подходи:

- *Подход, основан на оценка на недвижимите имоти на длъжника „ВУЗФ“ АД, които след като заема стане изискуем може да бъдат запорирани цел обезпечение на вземанията;*
- *Подход, основан на възможността да се измери настоящата стойност на вземанията с отчитане продължителността на забавата на погасяванията по кредита и степента на риска, свързан с възможността на длъжника да изплати изцяло задълженията си.*

Оценката на недвижимите имоти, които притежава длъжникът и които биха могли да бъдат приети като достатъчно ликвидно обезпечение при обявяване на вземанията за изискуеми, може да се извърши по метода на пазарните сравнения.

При оценка, базирана на втория подход, може да се използва методът на дисконтиране на чистите парични потоци.

На основата на направения анализ, за оценка на вземанията на ВУЗФ към „ВУЗФ“ АД по договорите за паричен заем от периода 2007 г. – 2017 г. са използвани следните методи:

- **Метод на пазарните сравнения или оценка по аналог**, за оценка на недвижимите имоти на длъжника, и
- **Метод на дисконтираните чисти парични потоци**, за оценка на настоящата стойност на вземанията с отчитане на пропуснатите

неплатени вноски и риска от невъзможност за редовно погасяване на дълга.

## 2. ОЦЕНКА НА НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ НА ДЛЪЖНИКА

Анализът на баланса на „ВУЗФ“ АД */Приложение № 6/* показва, че единствената възможност за дружеството да покрие поне част от задължението си към ВУЗФ са дълготрайните материални активи, с които разполага, и то с най-ликвидната им част – недвижимите имоти.

Съгласно Нотариален акт */Приложение № 7/*, „ВУЗФ“ АД притежава следните недвижими имоти:

- **Дворно място с обща площ 1 960 кв.м.**, находящо се в гр. София, квартал „Овча купел“, местност „Цар Борис III“, съставляващо поземлен имот с проектно-планоснимачен номер 808, обособен след изменение на кадастралния план на поземлен имот 755 от УПИ IV, целият с площ 16 060 кв.м. и нанасяне на новообразувани ПИ от кв. 231 по плана на гр. София;
- **БЛОК А** – обособен самостоятелен обект от производствено-административна сграда, находяща се в гр. София, Столична община, район „Овча купел“, ул. „Гусла“ № 1, с разгъната застроена площ (РЗП) от 3 576,43 кв.м., на 5 етажа, с един сутеренен етаж, масивна конструкция, със застроена площ (ЗП) от 852,94 кв.м.

Пазарната оценка на описания недвижим имот е изготвена по метода на пазарните сравнения или оценка по аналог.

Методът на пазарните сравнения е използван при определяне на пазарната стойност на недвижимия имот на длъжника. В основата на метода стои съпоставянето на достигнатите продажни и предлагани офертни пазарни цени на терени и сгради на подобни обекти в същия регион.

Изготвянето на оценката по този метод се извършва на основата на следните фактори, информация, анализи и проучвания:

- информация от агенции за недвижими имоти, брокерски къщи, специализирани издания за извършени сделки с подобни имоти;
- проучване и съпоставяне на цените на недвижимите имоти при извършени сделки;
- отчитане на техническите и икономическите параметри, с оглед определяне на коригирани цени;
- отчитане на конюнктурата на пазара и др.

Използването на метода на сравнителните продажби се базира на информация за цените при покупко-продажба на подобни имоти.

Пазарната стойност на имота се определя според местоположението му, като се отчитат възможностите за стопанска дейност - строителна зона, транспортна достъпност, инфраструктура и др.

Коректността на метода е свързана с наличие на достоверна и достатъчно представителна информация за следното:

- *избраните еталонни обекти* – това са сходни имоти, подобни на оценявания, чиято пазарна цена е известна. Те трябва да са продадени в сравнително близък период от време;
- *подбора на пазарни множители (индикатори)* – съотношение между цената на имота и друг показател за него, чиято стойност е известна както за еталонния, така и за оценявания имот.

Тъй като е трудно да се получи реална информация за действително сключени сделки, определянето на пазарната стойност се извършва, на база предлагани /офертни/ цени на еталонни обекти, при което се извършват корекции, произтичащи от особеностите на оценявания имот.

При оценката по този метод е използвана офертна ценова информация за такива имоти в района на оценявания парцел от брокерски фирми, специализираните вестници, списания, интернет - [www.imot.bg](http://www.imot.bg), [www.imoti.net](http://www.imoti.net) и др., което осигурява най-пълна представителност на използваните данни.

Информацията за цените на обектите-аналози е свързана със съответните технически данни за всеки еталонен обект с цел изчисляване

на подходящи пазарни съотношения (множители), които да се приложат спрямо оценявания обект .

Сравнителният анализ на възприетите пазарни цени е в известна степен относителен, поради съществуващите различия между предлаганите цени и тези, на които се сключват реалните сделки. Това налага определени ограничения при интерпретирането на получените резултати от сравнителния анализ.

За целите на оценката е използван следния пазарен множител:

**Пазарна цена / Площ на парцела**

*В Приложение № 8* е представен разчета на пазарната стойност на недвижимия имот, изготвен по метода на пазарните сравнения или оценка по аналог. От приложението са ясни избраните аналози, направените пазарни корекции и

На основа на изложената методика, пазарната стойност на недвижимия имот, собственост на длъжника „ВУЗФ“ АД, който може да бъде използван за обезпечение на несъбираемите вземания на ВУЗФ, (след закръгление), е определена на

**5 275 200 лева**

*Словом: Пет милиона, двеста седемдесет и пет хиляди и двеста лева*

Полученият резултат показва в каква степен би бил задоволен собственика на вземанията в случай, че:

- *обяви вземанията си към „ВУЗФ“ АД за изискуеми;*
- *събере вземанията си по законния ред чрез ЧСИ /частен съдебен изпълнител/.*

### **3. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНЕ НА ЧИСТИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ**

Методът на дисконтиране на чистите парични потоци е използван за оценка на настоящата стойност на натрупания дълг с отчитане на периода на закъснение на неплатените вноски и риска от неплатежоспособност.

Използваният подход се базира на икономическия закон, че стойността (покупателната стойност) на парите във времето намалява.

За целта са използвани данните от *Приложение № 9*, което дава следната информация:

- размер на вземанията по договорите за паричен заем,
- размер на непогасените задължения на длъжника;
- период за непогасяване на задължението по отделните договори в месеци;

Към тези първоначални данни е направен опит експертно да се определи степента на риска от невъзможността на длъжника да погасява регулярно задълженията си.

Използването на метода на дисконтиране на паричните приходи е свързано с установяването на следните величини:

- *паричните приходи от дейността, в случая от погасителните вноски по дълга;*
- *дисконтовата норма или коефициент, с помощта на който приходите ще бъдат приведени към настоящата им стойност.*

Паричните приходи от погасителните вноски са взети съгласно информацията, дадена в *Приложение № 9*.

Дисконтовата норма, отразяваща общия и специфичен риск от дейността и опасността от непогасяване, е определена по метода на натрупване на риска. /Build Up Method/.

Съгласно теорията, нормата на дисконтиране  $R$ , определена по метода на натрупване на риска, е дадена със зависимостта:

$$R = R_f + R_e + R_s, \text{ където}$$

$R_f$  - възвръщаемост на безрискова инвестиция;

$R_e$  - премия за риск на капиталовия пазар;

$R_s$  - специфичен риск, характерен за инвестиране в конкретното предприятие;

Поради спецификата на оценявания актив, приемаме експертно следните хипотези:

- възвръщаемостта на безрисковата инвестиция приемаме за 5 %, т.е. колкото е договорената лихва по договорите за паричен заем;
- премията за риск на капиталовия пазар приемаме на равнището, определено за (Country Equity Premium) от изследванията на Проф. Асфан Дамодаран от „Ню Йорк Бизнес Скул“ за България: 7,03 %;
- допълнителния специфичен риск за предприятието на длъжника определяме на 6 %.

На основа на направените експертни приемания, нормата на дисконтиране, след закръгление, определяме на

$$R = 18 \%$$

*В Приложение № 9* е представен разчета на пазарната стойност на вземанията, изготвен по метода на дисконтираните парични потоци от погасителните вноски. От приложението са изходните данни, избраната дисконтова норма, отразяваща общия риск и оценката на всяко вземане в рамките на общото задължение.

На основа на изложената методика, пазарната стойност на вземанията по договорите за паричен заем, сключени между длъжника „ВУЗФ“ АД, и заемотателя ВУЗФ, е определена на

**5 125 300 лева**

*Словом: Пет милиона, сто двадесет и пет хиляди и триста лева*

#### **4.ЗАКЛЮЧЕНИЕ ПО КРАЙНАТА СТОЙНОСТ НА ВЗЕМАНИЯТА**

За илюстриране на крайните заключения относно оценката на вземанията на ВУЗФ към „ВУЗФ“ АД по договорите за паричен заем, данните са приведени в следната Таблица:



№	Оценъчен метод	Пазарна стойност	Тегловен коеф.
1.	Оценка на материалните активи	5 275 200	0,5
2.	По метода на дисконтиране	5 125 300	0.5

Направените разчети и резултатите от тях дават основание за следните експертни заключения:

1. На този етап срещу вземанията си, ВУЗФ може да бъде частично обезщетено с недвижимия имот на длъжника.

2. Експертните разчети показват, че настоящата стойност на непогасените вземания в резултат от продължаващата невъзможност на длъжника да погасява регулярно задълженията си възлиза на малко повече от 25 % от тяхната номинална стойност.

С оглед формиране на експертното заключение относно крайната оценка на вземанията, направено е претегляне на оценките, получени по приложените методи за пазарно оценяване. Тегловните коефициенти са определени в зависимост от вероятността за сбъждане на приетите хипотези при тяхното изготвяне.

Отчитайки всички обстоятелства по финансовото състояние на длъжника, периода на закъснение на погасителните вноски и ликвидността на притежаваните активи, **нашето предложение за пазарна стойност на оценяваните вземания, след закръгляне, е:**

**5 200 250 лева**

**Словом: Пет милиона, двеста хиляди, двеста и петдесет лева**

При използването и/или тълкуването на получения резултат за

пазарната стойност на оценяваните вземания трябва да се има предвид факта, че тя е определена на основата на балансираното влияние на приложените методи за оценка – метода на пазарните сравнения за недвижимите имоти на длъжника и метода на дисконтиране.

\*

\*

\*

Оценителите, съставили настоящия Доклад, декларират заедно и всеки поотделно, че нямат лични интереси и отношения към оценяваните активи и дружества, които биха повлияли върху обективността на направената оценка на задължението. Тя е извършена съвестно на основата на предоставената от Възложителя информация и на най-доброто ниво на професионалните им знания.

м. ноември, 2018 г.

гр. София

За "БРАЙТ КОНСУЛТ" ООД

УПРАВИТЕЛ:

/д-р инж. Валентин Първанов/

