

ПРИЛОЖЕНИЕ №1
КЪМ ДОГОВОР ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ
МЕЖДУ „СОФАРМА” АД и „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС” АД
ОТ 19 юни 2014г.

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

за преобразуване чрез вливане на „БЪЛГАРСКА РОЗА - СЕВТОПОЛИС” АД в „СОФАРМА” АД

**КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В
ОБОСНОВКАТА ДАННИ.**

ДАТА НА ИЗГОТВЯНЕ НА ОЦЕНКАТА: 12.06.2014г.

ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА РАЗМЕННА СТОЙНОСТ:**1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА****ОЦЕНКА НА „СОФАРМА“ АД**

„Софарма“ АД (Дружеството) предлага оценката за справедливата стойност на цената на една акция на Дружеството за целите на планираното преобразуване и изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи:

Таблица 1: Изчислена справедлива цена на акциите на "Софарма" АД:

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	4.410	40%	1.764
Метод на пазарните аналози	4.330	15%	0.650
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	4.292	25%	1.073
Метод на нетната балансова стойност на активите	3.258	20%	0.652
Крайна оценка			4.14

Настоящата оценка приема закръгляне надолу до втория знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „Софарма“ АД.

Съгласно чл. 5 на Наредба 41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагане на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба 41) справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопретеглена стойност от цената на затваряне и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 2. на същия член. Съгласно § 1 от същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01 на сто от общия брой акции на дружеството за предходните 3 месеца. Акциите на „Софарма“ АД се търгуват на сегмент акции "Premium" на „Българска Фондова Борса – София“ АД, както и на Варшавската фондова борса (ВФБ). Съгласно чл. 5 от Наредба 41 „справедливата цена на акциите, търгувани активно, ..., от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции ...". За периода 11.03.2014 г. до 11.06.2014 г. на ВФБ са изтъргувани само 1 418 броя акции. За същият период на БФБ-София са изтъргувани 1 291 275 броя акции на Дружеството при среднодневен обем от 21 168.44 (при 61 сесии на търговия). В тази връзка, мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем е БФБ-София. Предвид размера на акционерния капитал на Дружеството от 132 000 000 броя акции, този минимален изтъргуван обем се равнява на среднодневен обем на търговия от 13 200 броя акции. Това означава, че дневният оборот с акциите на „Софарма“ АД е значително над изискването на Наредба №41, затова и 40% от изчислената цена е съставена от цената на затваряне.

Таблица 2: Изчислена справедлива цена на акциите на „Българска Роза - Севтополис“ АД

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	1.702	30%	0.511
Метод на пазарните аналози	1.910	15%	0.287
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	2.032	30%	0.609
Метод на нетната балансова стойност на активите	2.046	25%	0.512
Крайна оценка			1.92

Таблица 3: Изчислено съотношение на замяна:

Съотношение на замяна	Цена за една акция в лв.
Справедлива цена на акция на "Българска Роза - Севтополис" АД	1.92
Справедлива цена на акция на "Софарма" АД	4.14
Съотношение на замяна на една акция на "Българска Роза - Севтополис" АД срещу акции на "Софарма" АД	0.463768

ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ

Обосновката е извършена към 12 юни 2014 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

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

ПРОГНОЗНА ОЦЕНКА НА ПРИЕМАЩОТО ДРУЖЕСТВО

Обосновката на справедливата цена на „Софарма“ АД в ролята му на приемащо дружество е към дата 12.06.2014 г. и е със срок на валидност до приключване на процедурата по преобразуване чрез вписване на промяната в Търговския регистър.

Таблица 4: Прогнозна оценка на Софарма АД в качеството му на приемащото дружество

Показател	Софарма	Българска роза - Севтополис
Брой акции	132,000,000	12,065,424
Справедлива цена на акция (лв.)	4.14	1.92
Стойност на дружеството (лв.)	546,480,000	23,165,614
Справедлива цена на приемащото дружество след вливането		
Брой акции на приемащото дружество след вливането	134,798,527	
Справедлива стойност на Софарма АД след вливането (лв.)	558,065,902	
Справедлива цена на акция на Софарма АД след вливането (лв.)	4.14	

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

2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА**ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА „СОФАРМА“ АД**

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

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

„Софарма“ АД е публично акционерно дружество със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. "Илиянско шосе" № 16, тел.: +359 2 8134200, факс: +359 2 9360286, електронна поща (e-mail): mail@sopharma.bg, електронна страница в интернет (web-site): www.sopharma.bg.

ПРЕДМЕТ НА ДЕЙНОСТ: производство на медикаменти и химико-фармацевтични препарати, търговия в страната и чужбина, научно-изследователска дейност в областта на фитохимията, химията и фармацевтията.

Софарма АД има едностепенна форма на управление със Съвет на директорите от петима членове, както следва:

- Д.и.н Огнян Донев - Изпълнителен Директор и Председател на Съвета на Директорите
- Весела Стоева - Член на Съвета на Директорите
- Огнян Палавеев - Член на Съвета на Директорите
- Александър Чаушев - Член на Съвета на Директорите
- Андрей Брешков - Член на Съвета на Директорите

Към 31.03.2014 г. група Софарма (Групата) включва дружество-майка и неговите двадесет и осем дъщерни дружества. Допълнително, Групата има инвестиция в три съвместни дружества и няма инвестиции в асоциирани дружества. Основна дейност на предприятията в Група Софарма е производство и търговия с лекарствени продукти, както и всякакви дейности подкрепящи основния бизнес.

ДЪЩЕРНИ ДРУЖЕСТВА

Към 31.03.2014 г. дъщерните дружества в Групата са:

- „Софарма Трейдинг“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Варненски окръжен съд № 3594/16.10.1998 г. и със седалище и адрес на управление – гр. София, район Изгрев, ул. ”Лъчезар Станчев” 5, Софарма Бизнес Тауърс, сграда „А”, етаж 12;
- „Българска роза - Севтополис“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Старозагорски окръжен съд № 3912/1991 г. и със седалище и адрес на управление гр. Казанлък, бул. “23 Пехотен шипченски полк” № 110, предмет на дейност: производство на лекарствени форми;
- „Фармалогистика“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд от 12.08.2002 г. и със седалище и адрес на управление гр.София, ул. ”Рожен” №16, предмет на дейност: вторична опаковка на фармацевтични продукти и отдаване под наем на недвижими имоти;
- „Електронкомерс“ ЕООД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд по ф.д.№ 24456 от 1991 г. и със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. “Самоковско шосе” № 1, предмет на дейност: търговия, транспортиране и разфасовка на радиоактивни материали и ядрена техника за медицината, битова електроника и електротехника;
- „Биофарм Инженеринг“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Сливенски окръжен съд № 524/1997 г. и със седалище и адрес на управление гр. Сливен, бул. “Тракия” № 75, предмет на дейност: производство и търговия с инфузионни разтвори;
- „Момина крепост“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Великотърновски окръжен съд № 3426/1991 г. и със седалище и адрес на управление гр. Велико Търново, ул. ”Магистрална” № 23, предмет на дейност: разработване, внедряване и производство на медицински изделия за хуманната и ветеринарната медицина;
- „Софарма Билдингс“ АДСИЦ – търговско дружество, регистрирано в България с решение № 1 от 14.08.2007 г. на СГС и със седалище и адрес на управление: гр. София, ул.”Илиянско шосе” № 16, предмет на дейност: инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа в недвижими имоти (секторизация на недвижими имоти) посредством покупка на право на собственост и други вещни права върху недвижими имоти, отдаване под наем, лизинг, аренда и/или продажбата им;
- „Унифарм“ АД – търговско дружество, регистрирано в България с решение на Софийски градски съд по ф.д. № 3685 от 1994 г. и със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. ”Трайко Станоев” № 3, предмет на дейност: производство и търговия с фармацевтични продукти;
- “Фито Палаузово” АД - търговско дружество, регистрирано в България с решение на Агенцията по вписванията № 20120924105551 от 24.09.2012 г. и със седалище и адрес на управление - гр. Казанлък, бул. “23 Пехотен шипченски полк” № 110; предмет на дейност: производство, събиране, изкупуване, добив и реализация на билки и лечебни растения
- „Софарма Поланд“ ООД, в ликвидация - търговско дружество, регистрирано в Полша с решение № KRS 0000178554 от 04.11.2003 г. на XX Икономическо отделение на Районния съдебен регистър на Варшава и

със седалище и адрес на управление – Полша, гр. Варшава, ул. “Шъшкова” № 58, предмет на дейност: изследване на пазара и общественото мнение;

- „Софарма Варшава“ СП. З.О.О – търговско дружество, регистрирано в Полша с решение № ДСР 0000372245 от 17.12.2010 г. на XII стопанско отделение на Държавния съдебен регистър на Варшава и със седалище и адрес на управление – Полша, гр. Варшава, ул. “Халубинскиего” № 8, предмет на дейност: изследване на пазара и общественото мнение;
- ООО „Софарма Украина“ – търговско дружество, регистрирано в Украйна с решение № 10691020000029051 от 07.08.2012 г. на Единния държавен регистър на юридическите лица и физическите лица - предприемачи и със седалище и адрес на управление – Украйна, гр. Киев, Оболонски район, проспект “Московский” № 9, корпус 4, ет.2, офис 4-203;
- Софарма САЩ - търговско дружество, регистрирано в САЩ с решение № 97227599 от 25.04.1997 г. в службата на държавния секретар на щата Калифорния и със седалище и адрес на управление САЩ, щат Калифорния, град Лос Анджелис, бул.Холливуд № 4622, предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти и хранителни добавки;
- „Екстаб корпорейшън“, САЩ – търговско дружество, регистрирано в САЩ с решение № 090292393 от 06.11.2008 г. в офиса на секретаря на щата Делауер и със седалище и адрес на управление САЩ, щат Делауер, гр. Уилмингтън, окръг Ню Касъл, 1209 ул. „Ориндж“ № 1209, предмет на дейност: изследване на пазара и общественото мнение;
- „Екстаб фарма лимитид“, Великобритания – търговско дружество, регистрирано в Англия с решение № 06751116 от 17.11.2008 г. и със седалище и адрес на управление Оксфордшър, RG9 1AY, Хенли на Темза, „Стейшън роуд“ № 10, предмет на дейност: изследване на пазара и общественото мнение;
- ПАО „Витамины“ – търговско дружество, регистрирано в Украйна с решение № 133 от 15.04.1994 г. на Уманския градски съд и със седалище и адрес на управление – Украйна, Черкаска област, гр. Уман, ул.“Ленински искри” № 31, предмет на дейност: производство и търговия с фармацевтични продукти;
- „Иванчич и синове“ д.о.о – търговско дружество, регистрирано в Сърбия с Fi-11350/91 на 14.10.1991 г. от Търговския съд на гр. Белград и със седалище и адрес на управление – Република Сърбия, гр. Белград, ул. “Палмотичева” № 13, предмет на дейност: производство и търговия с фармацевтични продукти;
- „Бриз“ Лтд, Латвия – търговско дружество, регистрирано в Латвия с решение № 000302737 на 18.09.1991 г. от Търговския регистър на Латвийската република и със седалище и адрес на управление – Латвия, гр. Рига, ул. „Расас” № 5, LV – 1057, предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти;
- СООО „Брититрейд“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 1983 на 24.09.2004 г. от Минския градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр.Минск, ул.“М. Богданомича” № 118, офис 303 – Б, предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти;
- ООО „Табина“, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 1432/29.12.1999 г. от Минския градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр.Минск, Куйбышева, д. 57, к. 1, предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти;
- ЗАО „Интерфарм“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под № 300000556 и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Витебск, площад Строителей, бл.3 ап.2, предмет на дейност: търговия с фармацевтични продукти;
- СООО „Бризфарм“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Минския градски изпълнителен комитет в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под № 800007989 от 07.07.2009 г. и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул.“Есенина”, д.16, помеш.1 Н;
- ОДО „Алеан“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 100160720 от 29.05.2001 г. в Минския градски изпълнителен комитет в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи и със седалище и адрес на управление - Беларус, гр. Минск, ул.“Ташкентская”, д.16, корпус1;

- ООО „Фармацевт плюс“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Минския изпълнителен комитет на 24.11.2000 г. / №1348 в единния държавен регистър на юридическите лица и индивидуалните предприемачи под №190174236 и адрес на управление – Беларус, гр. Минск, 1-ый Твердый переулок, д. 7;
- УАБ „ТБС Фарма“, Литва - търговско дружество, регистрирано в Литовския регистър на юридическите лица на 01.03.2013 г. / 303011389, със седалище и адрес на управление – Литва, гр. Вилнюс, ул. „Витауто“ № 8 / ул. „Лиубарто“ № 7, ПК: 08118;
- ОДО „Вестфарм“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 590002202 на Гродненски градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. „Домбровского“, д.47, к.3;
- ООО „НПК Биотест“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 48 от 24.07.1990 г. от Ленински районен съвет на народните депутати, със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. „Гожская“ № 2;
- ОДО „БелАгроМед“, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 009126 от 29.06.2001 г. от Гродненски градски изпълнителен комитет, със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, ул. „17 Септември“

През 2012 г. Групата се е освободила изцяло от участията си в следните дъщерни дружества:

- „Суперлатс“ ООО, Латвия - търговско дружество, регистрирано в Латвия с решение № 40003960404 на 05.10.2007 г. от Търговския регистър на Латвийската република и със седалище и адрес на управление – Латвия, гр. Рига, ул. „Дзелзавас“ № 117, LV – 1021 – продадено на 15.02.2012 г., предмет на дейност: търговия с мебели, осветителни тела и други предмети за домашна употреба
- ЗАО „Ростбалканфарм“ – търговско дружество, регистрирано в Русия с решение № 1026101791594 от 9 октомври 2002 г. и със седалище и адрес на управление – Русия, гр. Азов, ул. „Осипенко“ № 10, предмет на дейност: производство и търговия с фармацевтични продукти. Групата е продала инвестицията си през април 2012 г.;

СЪВМЕСТНИ ДРУЖЕСТВА

Към 31.03.2014 г. съвместните дружества в Групата са:

- ООО „Виватон плюс“, Беларус – търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 590004353 на Гродненски градски изпълнителен комитет и със седалище и адрес на управление – Беларус, гр. Гродно, пр. „Клецкова“ д.13 Б, офис 2.
- ООО Мед-дент, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 0018240 от 11.03.2013 г. от Управление на икономиката на Бобруйски градски изпълнителен съвет, със седалище и адрес на управление – Беларус, Могилевска област, гр. Бобруйск, ул. „К. Маркса“ № 120, офис 4.
- БООО СпецАфармация, Беларус - търговско дружество, регистрирано в Беларус с решение № 22-8 от 30.10.2000 г. от Могилевски областен изпълнителен комитет, със седалище и адрес на управление – Беларус, Могилевска област, гр. Бобруйск, ул. „К. Маркса“ № 120, офис 2.

Съвместното дружество Софарма Здравит С.А., Полша е заличено от Националния съдебен регистър на Полша на 25.02.2013 г.

АСОЦИИРАНИ ДРУЖЕСТВА

Към 31.03.2014 г. Групата няма инвестиции в асоциирани дружества.

Придобитите от Групата през 2013 г. асоциирани дружества ООО Мед-дент, Беларус и БООО СпецАфармация, Беларус, първоначално са имали статут на „асоциирано дружество“ (ООО Мед-дент от 03.09.2013 г. до 17.12.2013 г., БООО СпецАфармация 03.09.2013 г. до 20.01.2014 г.), а впоследствие Групата е увеличила дела си и техният статут е променен на „съвместно дружество“.

ГРУПАТА СОФАРМА ИЗВЪРШВА ДЕЙНОСТИ В СЛЕДНИТЕ СФЕРИ:**ПРОИЗВОДСТВЕНА ДЕЙНОСТ**

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

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

Дружеството има повече от 210 продукта в своето портфолио; основно генерици и 15 оригинални продукта, като 12 от продуктите са на растителна основа. Оригиначните продукти на Дружеството (и по-специално Карсил и Темпалгин) имат основен принос за неговите приходи от експортните пазари, докато за продажбите на местния пазар от най-голямо значение са генеричните продукти на Дружеството, сред които на първо място е лекарството Аналгин. Производството се извършва основно от „Софарма“ АД и в по-малка степен от производствените му дъщерни дружества, включително „Българска Роза – Севтополис“ АД и „Унифарм“ АД в България, ОАО „Витамини“ в Украйна и „Иванчич и Синове“ д.о.о. в Сърбия.

ДИСТРИБУЦИЯ

Дистрибуцията на Групата се извършва от „Софарма Трейдинг“ АД, който е водещ дистрибутор на фармацевтични продукти, медицински консумативи, санитарни материали, витамини, хранителни добавки и козметика, както и от „Бриз“ СИА в Латвия. В България, компанията има пазарен дял от 22% (според IMSHealth). „Софарма Трейдинг“ АД е единствения дистрибутор на българския пазар на определени фармацевтични продукти на няколко водещи международни фармацевтични и други компании в областта на здравеопазването като Amgen, Astra Zeneca, GE Healthcare, Johnson and Johnson, Abbot Diagnostics, Hartmann, Novartis, Novo Nordisk и др. Компанията предлага повече от 7,000 продукта (по-специално лекарства, медицинско оборудване и устройства, консумативи, козметика, витамини и хранителни добавки) в портфолиото си, включително и марките на Софарма, и притежава изключителните права за България над марки на стратегически партньори като Aboca, Colief, Jamieson, Planter's, Premax, Skincode, SVR Laboratories, US Pharmacia and Wyeth, специализирани услуги (като софтуерни решения за аптеки и консултатски услуги) и национални логистични услуги. „Софарма Трейдинг“ АД си сътрудничи с повече от 400 партньора и 3,870 клиента.

НАУЧНОИЗСЛЕДОВАТЕЛСКА И РАЗВОЙНА ДЕЙНОСТ

Групата фокусира своята научноизследователска и развойна дейност основно върху генерични продукти, като проектите са насочени върху разработването на нови форми и състав или физически качества (като лекарствена форма или формата на таблетките) на продукт с цел адаптирането му към настоящите пазарни нужди. Стратегическа цел на „Софарма“ АД е в бъдеще да постигне стабилен резултат на разработване на от осем до десет генерика на година. Благодарение на своята научноизследователска и развойна дейност, „Софарма“ АД е известна от години и с традиционното производство на няколко собствени продукти на база растителни екстракти, получавани по собствено създадени технологии. Тези продукти са защитени освен с търговска марка и с патент или фирмено ноу-хау. През годините на своето съществуване, „Софарма“ АД генерира и защитава своя индустриална собственост, като в резултат на това е натрупала голям брой обекти на индустриалната собственост, по-голямата част, от които – регистрирани права (марки, патенти, дизайни) и по-малка част нерегистрирани обекти – предимно технологии.

СПОМАГАТЕЛНИ И ОБСЛУЖВАЩИ ДЕЙНОСТИ

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

СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ

Конкурентна позиция на „Софарма“ АД в сектора – SWOT анализ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
<ul style="list-style-type: none"> • Дългогодишен опит във всички сфери на фармацията – от разработването на собствени и генерични лекарствени субстанции, до тяхното производство и дистрибуция; • Стабилни пазарни позиции в Източна Европа и ОНД; • Модерна производствена база, която отговаря на най-високите Европейски стандарти; • Синергии, породени от междуфирмените операции в Групата; • Достатъчно финансови ресурси за реализиране на регионалната експанзия на Дружеството; • Служители с богат дългогодишен професионален опит 	<ul style="list-style-type: none"> • Разработване и внедряване на нови продукти; • Разширяване на гамата от допълнителни услуги към наличния портфейл от продукти; • Разширяване на клиентската база на вътрешния и установените чуждестранни пазари; • Експанзия към нови чужди пазари; • Разширяване на Групата чрез поглъщания и сливания в следствие на икономическата криза;
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
<ul style="list-style-type: none"> • Слаба популярност на продуктите извън основните пазари; • Част от консолидираните приходи се генерират от продажби на държавни болници, което определя известна степен на бизнес риск и прави Групата зависима от политически решения; • Производство на предимно генерични лекарства, които се характеризират с ниска добавена стойност за разлика от оригиналните форми; • Зависимост на Групата от дистрибуторския бизнес на Софарма Трейдинг АД, който е предимно концентриран в България и е силно конкурентен; 	<ul style="list-style-type: none"> • Неблагоприятна промяна в законодателството, регулиращо бизнеса на Групата; • Засилване на конкуренцията в лицето на други компании; • Влошаване на макроикономическата обстановка в България, в следствие на неблагоприятно развитие на дълговата криза в Европа; • Продължаване на тенденцията публичните разходи за здравеопазване в България да са ниски в сравнение с европейските стандарти, което иначе би осигурило по-предвидими и стабилни продажби на Дружеството.

ФИНАНСОВИ И ОПЕРАТИВНИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години, както и актуална информация на базата на последния финансов отчет към 31.03.2014 г., изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти (на консолидирана база):

ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Предвид основния предмет на дейност на „Софарма“ АД, основният дял от дълготрайните активи се представлява от имоти, машини, съоръжения и оборудване. Нарастването им е в унисон с увеличението на дейността, съответно на продажбите, като към края на 2013 г. достигат 384 502 хил.лв.

Нарастването на текущите активи през 2012 и 2013 г. е отново в резултат от нарастване обема на дейност на „Софарма“ АД, като за последните две години материалните запаси и търговските вземания запазват относително стабилен дял от 39-42% от размера на общите активи.

Таблица 5: Активи на „Софарма“ АД

Актив в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Нетекущи активи, в т.ч.	294,130	354,751	384,502	384,073
Имоти, машини и оборудване	236,338	292,074	306,781	304,109
Нематериални активи	27,979	13,463	15,848	15,118
Репутация		12,917	12,890	11,807
Инвестиционни имоти	6,555	7,110	10,526	10,528
Инвестиции в асоциирани дружества		582	1,002	1,679
Инвестиции на разположение за продажба	19,972	23,425	8,187	8,754
Дългосрочни вземания от свързани предприятия	1,001	1,183	25,656	27,143
Други дългосрочни вземания	576	1,460	585	688
Активи по отсрочени данъци	1,709	2,537	3,027	4,247
Текущи активи, в т.ч.	382,458	390,667	398,286	415,085
Материални запаси	126,022	130,950	139,596	140,484
Търговски вземания	136,756	160,558	191,132	207,588
Вземания от свързани предприятия	63,113	60,871	28,763	28,464
Други вземания и предплатени разходи	24,332	22,521	11,639	11,943
Парични средства и парични еквиваленти	32,235	15,767	27,156	26,606
Сума на актива	676,588	745,418	782,788	799,158

Източник: Одитирани годишни и неоудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

От представената таблица за пасивите на „Софарма“ АД е видно нарастването най-вече на привлечените лихвоносни средства, което е резултат на необходимостта от оборотни средства за финансиране на извършения ръст в продажбите, както и необходимостта от средства за покриване на планираните инвестиции.

Подобно на краткосрочните активи в структурата на активите на Дружеството и краткосрочните задължения към финансиращи институции и търговските задължения заемат дял от около 35-38% от общите пасиви, като този дял намалява към края на разглеждания исторически период. Дългосрочните задължения от своя страна са незначителни като дял през целия разглеждан период и засагат малко повече от 9% от общата стойност на пасивите.

Таблица 6: Пасиви на „Софарма“ АД

Пасив в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Капитал, отнасящ се към притежателите на собствения капитал на дружеството-майка	319,999	345,879	358,598	370,468
Акционерен капитал	132,000	132,000	132,000	132,000
Премии от емисии	33,534	35,979	32,013	32,244
Напрудани печалби	154,465	177,900	194,585	206,224
Неконтролиращо участие	45,813	45,474	54,177	59,587
Общо собствен капитал	365,812	391,353	412,775	430,055
Дългосрочни задължения	35,102	70,088	72,245	71,507
Дългосрочни банкови заеми	23,280	56,844	55,992	53,949
Пасиви по отсрочени данъци	6,531	5,792	4,647	6,644
Задължения към персонала при пенсиониране	2,389	2,331	3,557	3,349
Задължения по финансов лизинг	1,534	2,509	2,382	2,006
Правителствени финансираня	1,368	2,567	5,612	5,474
Други нетекущи задължения		45	55	85
Краткосрочни задължения	275,674	283,977	297,768	297,596
Краткосрочни банкови заеми	169,880	203,994	208,643	210,244
Краткосрочна част на дългосрочни банкови заеми	24,535	9,559	7,083	6,340
Търговски задължения	65,536	55,242	61,712	61,832
Задължения към свързани предприятия	3,360	1,560	3,828	2,066

Задължения към персонала и за соц. осигуряване	5,487	6,624	6,757	7,472
Задължения за данъци	3,046	2,408	4,410	4,331
Други текущи задължения	3,830	4,590	5,335	5,311
Сума на пасива	676,588	745,418	782,788	799,158

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

РАЗМЕР НА ПРИХОДИТЕ И РАЗХОДИТЕ

Приходите от продажби на „Софарма“ АД за 2013 година достигат близо 767 милиона лева, увеличение от над 11% спрямо предходната 2012 г. Същият показател бележи ръст от 14% към първото тримесечие на 2014 г. спрямо същия период за 2013 г.

Таблица 7: Приходи на „Софарма“ АД

Консолидирани приходи	2011	2012	2013	31.3.2014
Приходи от продажби на стоки по видове				
Таблетни форми	209,367	204,399	230,743	50,741
Ампулни форми	100,634	115,617	135,152	41,315
Консумативи, превързочни материали и апарати	23,665	34,549	36,717	11,028
Капки	22,151	20,478	24,957	7,486
Сиропни форми	9,482	10,220	13,389	6,461
Козметични стоки			12,318	1,985
Унгвенти	9,418	10,077	12,076	4,732
Хранителни добавки и билки	4,703	8,916	10,032	3,077
Инфузионни разтвори				1,080
Супозитории				924
Изотопи				535
Хранителни продукти				373
Други	17,776	18,061	19,651	3,163
Общо продажба на стоки	397,196	422,317	495,035	132,900
Приходи от продажби на готова продукция по видове				
Таблетни форми	176,134	185,081	170,741	56,208
Ампулни форми	28,477	33,434	44,979	10,628
Сиропни форми	17,001	15,163	14,951	4,932
Унгвенти	4,941	8,138	7,725	1,730
Лиофилни продукти	5,943	5,164	9,198	3,302
Капки	3,709	5,007	4,552	624
Спринцовки	2,191	2,375	3,319	515
Инфузионни разтвори	1,986	1,763	1,922	367
Бласови изделия	1,015	1,033	1,136	154
Ветеринарни ваксини	806	876	1,596	
Супозитории				244
Други	5,332	8,228	7,535	2,688
Общо продажба на готова продукция	247,535	266,262	267,654	81,392
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	1,775	2,328	4,911	3,133
Общо приходи	646,506	690,907	767,600	217,425

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

Оперативните разходи за разглеждания период нарастват в резултат на увеличението на продажбите, които са довели до необходимостта от по-голям персонал и повече материали. Главно перо в тях все пак е балансовата стойност на продадените стоки.

Таблица 8: Разходи на „Софарма“ АД

Консолидирани разходи в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	10,414	2,678	(3,173)	(311)
Разходи за материали	(86,524)	(89,575)	(87,166)	(23,733)
Разходи за външни услуги	(59,336)	(55,492)	(59,305)	(18,181)
Разходи за персонала	(64,582)	(68,972)	(74,659)	(19,326)
Разходи за амортизации	(19,732)	(21,995)	(26,219)	(7,612)
Балансова стойност на продадени стоки	(370,991)	(400,535)	(450,112)	(126,283)
Други разходи за дейността	(9,730)	(11,548)	(14,131)	(957)
Финансови разходи	(11,713)	(9,341)	(22,514)	(7,060)
Общо разходи	(612,194)	(654,780)	(737,279)	(203,463)
Разход за данък върху печалбата	(4,620)	(4,934)	(5,179)	(2,121)
Нетна печалба за годината	40,336	37,960	32,638	12,931

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

ВЗЕМАНИЯ

Таблица 9: Вземания на „Софарма“ АД

Търговски и други вземания в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Краткосрочни вземания				
Вземания от клиенти	134,789	158,129	189,818	198,980
Обезценка на несъбираеми вземания	(3,296)	(3,345)	(2,758)	(2,758)
Вземания от клиенти, нетно	131,493	154,784	187,060	196,222
Предоставени аванси на доставчици	5,315	5,816	4,126	11,420
Обезценка на аванси	(42)	(42)	(54)	(54)
Предоставени аванси, нетно	5,273	5,774	4,072	11,366
Общо търговски вземания	136,766	160,558	191,132	207,588
Други вземания и предплатени разходи				
Съдебни и присъдени вземания	14,998	13,067	6,023	5,719
Обезценка на съдебни вземания	(496)	(2,736)	(5,226)	(5,006)
Съдебни и присъдени вземания, нетно	14,502	10,331	,797	,713
Данъци за възстановяване	5,657	7,824	5,636	6,176
Предплатени разходи	1,930	1,519	1,669	1,330
Предоставени засми на трети лица	-	482	1,242	1,283
Предоставени гаранции по съдебни дела	508	846	733	577
Вземания по предоставени депозити като гаранции	197	664	705	653
Предоставени средства на инвестиционни посредници	1239	652	327	376
Други	299	203	530	835
Общо други вземания	24,332	22,521	11,639	11,943

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

ЗАДЪЛЖЕНИЯ

От дългосрочните задължения на „Софарма“ АД с най-голям дял са задълженията по банкови заеми, които достигат близо 56 милиона лв. към края на март 2014 г. съгласно неодитирания междинен консолидиран отчет на Дружеството.

Таблица 10: Задължения на „Софарма“ АД

	2011	2012	2013	31.3.2014
Лихвени заеми и кредити в хил. лв.				
Дългосрочни задължения	24,814	59,353	58,374	55,955
Задължения по банкови заеми	23,280	56,844	55,992	53,949
Задължения по финансов лизинг	1,534	2,509	2,382	2,006
Краткосрочни задължения	194,415	213,553	215,726	216,584
Краткосрочни банкови заеми	169,880	203,994	208,643	210,244
Краткосрочна част на дългосрочни банкови заеми	24,535	9,559	7,083	6,340
Общо лихвени заеми и кредити	219,229	272,906	274,100	272,539
Търговски и други задължения в хил. лв.				
Търговски задължения	65,536	55,242	61,712	61,832
Задължения към свързани предприятия	3,360	1,560	3,828	2,066
Задължения към персонала и за соц. осигуряване	5,487	6,624	6,757	7,472
Задължения за данъци	3,046	2,408	4,410	4,331
Други текущи задължения	3,830	4,590	5,335	5,311
Общо търговски и други задължения	81,259	70,424	82,042	81,012

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица 11: Финансова информация за „Софарма“ АД на консолидирана база

Консолидирани показатели в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
1 Приходи от продажби	644,731	688,579	762,689	214,292
2 Себестойност на продажбите	491,948	539,584	585,226	NA
3 Брутна печалба/загуба	152,783	148,995	177,463	NA
4 Други оперативни разходи	(106,758)	(103,527)	(124,628)	NA
5 Печалба/загуба от оперативната дейност	46,025	45,468	52,835	21,022
6 Финансови приходи	7,013	6,043	6,553	1,125
7 Финансови разходи	(11,713)	(9,341)	(22,514)	(7,060)
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци	45,045	42,900	37,817	15,052
9 Разходи за данъци	(4,620)	(4,934)	(5,179)	(2,121)
10 Нетна печалба/загуба	40,425	37,966	32,638	12,931
11 Дивидент	9,240	9,240	0	0
12 Парични средства и парични еквиваленти	32,235	15,767	27,156	26,606
13 Материални запаси	126,022	130,950	139,596	140,484
14 Краткотрайни активи	382,458	390,667	398,286	415,085
15 Обща сума на активите	676,588	745,418	782,788	799,158
16 Краткосрочни задължения	275,674	283,977	297,768	297,596
17 Дълг	219,229	272,906	274,100	272,539
18 Пасиви (привлечени средства)	310,776	354,065	370,013	369,103
19 Собствен капитал	365,812	391,353	412,775	430,055
20 Оборотен капитал	106,784	106,690	100,518	117,489
21 Среднопретеглен брой акции (хил)	132,000	132,000	132,000	132,000
Коефициенти за рентабилност				
22 Норма на брутна печалба (3/1)	0.24	0.22	0.23	NA
23 Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	0.07	0.07	0.07	0.10
24 Норма на нетната печалба (10/1)	0.06	0.06	0.04	0.06
25 Възвращаемост на активите (10/15)	0.06	0.05	0.04	0.02
26 Възвращаемост на собствения капитал (10/19)	0.11	0.10	0.08	0.03
Коефициенти за активи и ликвидност				
27 Обращаемост на активите (1/15)	0.95	0.92	0.97	0.27
28 Обращаемост на оборотния капитал (1/20)	6.04	6.45	7.59	1.82
29 Текуща ликвидност (14/16)	1.39	1.38	1.34	1.39

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

30	Бърза ликвидност ((14-13)/16)	0.93	0.91	0.87	0.92
31	Абсолютна (незабавна) ликвидност (12/16)	0.12	0.06	0.09	0.09
Коефициенти за една акция					
32	Коефициент на Продажби за една акция (1/21)	4.88	5.22	5.78	1.62
33	Коефициент на Печалба за една акция (10/21)	0.31	0.29	0.25	0.10
34	Коефициент на Балансова стойност за една акция (19/21)	2.77	2.96	3.13	3.26
Коефициенти за дивидент					
35	Коефициент на изплащане на дивидент (11/10)	0.229	0.243	0.000	0.000
36	Коефициент на задържане на печалбата	0.771	0.757	1.000	1.000
37	Дивидент на една акция (11/21)	0.07	0.07	0	0
Коефициенти за развитие					
38	Темп на прираст на продажбите	7.40%	6.80%	10.76%	14.22%
39	Темп на прираст на brutната печалба	46.47%	-2.48%	19.11%	NA
40	Темп на прираст на активите	8.22%	10.17%	5.01%	2.09%
Коефициенти за ликвидност					
41	Коефициент Дълг / Общо активи (17/15)	0.32	0.37	0.35	0.34
42	Коефициент Дълг / Капитал (17/(17+19))	0.37	0.41	0.40	0.39
43	Коефициент Дълг / Собствен капитал (17/19)	0.60	0.70	0.66	0.63
44	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (15/19)	1.85	1.90	1.90	1.86
Пазарни коефициенти					
45	Коефициент Цена/Продажби (X/32)	0.65	0.42	0.68	NA
46	Коефициент Цена/Печалба (X/33)	10.38	7.65	15.83	NA
47	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/34)	1.15	0.74	1.25	NA
48	Пазарна цена на акциите	3.180	2.199	3.915	4.55

Източник: БФБ-София и одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

Таблица 12: Финансова информация за „Софарма“ АД на индивидуална база

Индивидуални показатели в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
1 Приходи от продажби	209,847	210,291	216,054	51,324
2 Себестойност на продажбите	103,452	102,131	98,888	NA
3 Брутна печалба/загуба	106,395	108,160	117,166	NA
4 Други оперативни разходи	62,425	67,344	71,599	NA
5 Печалба/загуба от оперативната дейност	43,970	40,816	45,567	8,799
6 Финансови приходи	11,443	11,757	9,987	3,484
7 Финансови разходи	(9,444)	(6,451)	(17,338)	(1,058)
8 Печалба/загуба преди разходи за данъци	45,094	45,147	38,023	11,225
9 Разходи за данъци	(4,409)	(4,262)	(4,362)	(1,121)
10 Нетна печалба/загуба	40,685	40,885	33,661	10,104
11 Дивидент	9,240	9,240	0	0
12 Парични средства и парични еквиваленти	18,038	2,595	8,198	4,275
13 Материални запаси	50,916	54,482	50,083	54,361
14 Краткотрайни активи	243,774	258,289	191,027	196,328
15 Обща сума на активите	522,973	583,023	549,136	557,674
16 Краткосрочни задължения	178,131	174,436	121,463	119,752
17 Дълг	171,784	211,127	151,472	147,311
18 Пасиви (привлечени средства)	202,305	232,083	179,450	175,883
19 Собствен капитал	320,668	350,940	369,686	381,791
20 Оборотен капитал	65,643	83,853	69,564	76,576
21 Среднопретеглен брой акции (хил)	132,000	132,000	132,000	132,000
Коефициенти за рентабилност				
22 Норма на brutната печалба (3/1)	0.51	0.51	0.54	N/A
23 Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	0.21	0.19	0.21	0.17
24 Норма на нетната печалба (10/1)	0.19	0.19	0.16	0.20
25 Възращаемост на активите (10/15)	0.08	0.07	0.06	0.02
26 Възращаемост на собствения капитал (10/19)	0.13	0.12	0.09	0.03
Коефициенти за активи и ликвидност				
27 Обращаемост на активите (1/15)	0.40	0.36	0.39	0.09

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

28	Обращаемост на оборотния капитал (1/20)	3.20	2.51	3.11	0.67
29	Текуща ликвидност (14/16)	1.37	1.48	1.57	1.64
30	Бърза ликвидност ((14-13)/16)	1.08	1.17	1.16	1.19
31	Абсолютна (незабавна) ликвидност (12/16)	0.10	0.01	0.07	0.04
Коефициенти за една акция					
32	Коефициент на Продажби за една акция (1/21)	1.59	1.59	1.64	0.39
33	Коефициент на Печалба за една акция (10/21)	0.31	0.31	0.26	0.08
34	Коефициент на Балансова стойност за една акция (19/21)	2.43	2.66	2.80	2.89
Коефициенти за дивидент					
35	Коефициент на изплащане на дивидент (11/10)	0.227	0.226	0.000	0.000
36	Коефициент на задържане на печалбата	0.773	0.774	1.000	1.000
37	Дивидент на една акция (11/21)	0.07	0.07	0	0
Коефициенти за развитие					
38	Темп на прираст на продажбите	-65.04%	0.21%	2.74%	6.13%
39	Темп на прираст на brutната печалба	2.00%	1.66%	8.33%	N/A
40	Темп на прираст на активите	-16.35%	11.48%	-5.81%	1.55%
Коефициенти за ликвидност					
41	Коефициент Дълг / Общо активи (17/15)	0.33	0.36	0.28	0.26
42	Коефициент Дълг / Капитал (17/(17+19))	0.35	0.38	0.29	0.28
43	Коефициент Дълг / Собствен капитал (17/19)	0.54	0.60	0.41	0.39
44	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (15/19)	1.63	1.66	1.49	1.46
Пазарни коефициенти					
45	Коефициент Цена/Продажби (X/32)	2.00	1.38	2.39	N/A
46	Коефициент Цена/Печалба (X/33)	10.32	7.10	15.35	N/A
47	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/34)	1.31	0.83	1.40	N/A
48	Пазарна цена на акциите	3.180	2.199	3.915	4.550

Източник: БФБ-София и одитирани годишни и неодитирани междинни индивидуални финансови отчети на „Софарма“ АД

На база последните отчети на „Софарма“ АД и „Българска Роза - Севтополис“ АД към 31.03.2014 г. е представена прогнозна финансова информация за „Софарма“ АД в ролята си на приемащо дружество и очакваните изменения на финансовите показатели:

Таблица 13: Финансова информация за „Софарма“ АД на индивидуална база

Индивидуални показатели в хил. лв.	31.3.2014	31.3.2014
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	51,124	51,124
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	1,207	1,263
3 Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	4,768	4,139
4 Разходи за суровини и материали	(16,154)	(19,748)
5 Разходи за външни услуги	(18,311)	(12,537)
6 Разходи за персонала	(8,435)	(9,161)
7 Разходи за амортизации	(4,834)	(5,109)
8 Други разходи за дейността	(566)	(581)
9 Печалба/загуба от оперативната дейност	8,799	9,390
10 Финансови приходи	3,484	3,485
11 Финансови разходи	(1,058)	(1,064)
12 Печалба/загуба преди разходи за данъци	11,225	11,811
13 Разходи за данъци	(1,121)	(1,121)
14 Нетна печалба/загуба	10,104	10,690
15 Дивидент	0	0
16 Парични средства и парични еквиваленти	4,275	5,245
17 Материални запаси	54,361	56,269
18 Краткотрайни активи	196,328	200,121
19 Обща сума на активите	557,674	571,393
20 Краткосрочни задължения	119,752	122,009
21 Дълг	147,311	147,710

22	Пасиви (привлечени средства)	175,883	173,615
23	Собствен капитал	381,791	397,778
24	Оборотен капитал	76,576	78,112
25	Среднопретеглен брой акции (хил)	132,000	134,586
Коефициенти за рентабилност			
26	Норма на печалбата от оперативна дейност (9/1)	0.17	0.18
27	Норма на нетната печалба (14/1)	0.20	0.21
28	Възвращаемост на активите (14/19)	0.02	0.02
29	Възвращаемост на собствения капитал (14/23)	0.03	0.03
Коефициенти за активи и ликвидност			
30	Обращаемост на активите (1/19)	0.09	0.09
31	Обращаемост на оборотния капитал (1/24)	0.67	0.65
32	Текуща ликвидност (18/20)	1.64	1.64
33	Бърза ликвидност ((18-17)/20)	1.19	1.18
34	Абсолютна (незабавна) ликвидност (16/20)	0.04	0.04
Коефициенти за една акция			
35	Коефициент на Продажби за една акция (1/25)	0.39	0.38
36	Коефициент на Печалба за една акция (14/25)	0.08	0.08
37	Коефициент на Балансова стойност за една акция (23/25)	2.89	2.96
Коефициенти за дивидент			
38	Коефициент на изплащане на дивидент (15/14)	0.000	0.000
39	Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
40	Дивидент на една акция (15/25)	0	0
Коефициенти за развитие			
41	Темп на прираст на продажбите	6.13%	6.13%
42	Темп на прираст на брунтната печалба	N/A	N/A
43	Темп на прираст на активите	1.55%	2.46%
Коефициенти за ливъридж			
44	Коефициент Дълг / Общо активи (21/19)	0.26	0.26
45	Коефициент Дълг / Капитал (21/(21+23))	0.28	0.27
46	Коефициент Дълг / Собствен капитал (21/23)	0.39	0.37
47	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (19/23)	1.46	1.44
Пазарни коефициенти			
48	Коефициент Цена/Продажби (X/35)	N/A	N/A
49	Коефициент Цена/Печалба (X/36)	N/A	N/A
50	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/37)	N/A	N/A
51	Пазарна цена на акциите	4.550	4.550

Таблица 14: Финансова информация за „Софарма“ АД на консолидирана база

Консолидирани показатели в хил. лв.	31.3.2014	31.3.2014
	преди преобразуването	след преобразуването
1 Приходи от продажби	214,292	214,292
2 Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	3,133	3,133
3 Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	(311)	(311)
4 Разходи за материали	(23,733)	(23,733)
5 Разходи за външни услуги	(18,181)	(18,181)
6 Разходи за персонала	(19,326)	(19,326)
7 Разходи за амортизации	(7,612)	(7,612)
8 Балансова стойност на продадени стоки	(126,283)	(126,283)
9 Други разходи за дейността	(957)	(957)
10 Печалба/загуба от оперативната дейност	21,022	21,022
11 Финансови приходи	1,123	1,123
12 Финансови разходи	(7,060)	(7,060)
13 Печалба/загуба преди разходи за данъци	15,052	15,052
14 Разходи за данъци	(2,121)	(2,121)
15 Нетна печалба/загуба	12,931	12,931
16 Дивидент	0	0
17 Парични средства и парични еквиваленти	26,606	26,606

18	Материални запаси	140,484	140,484
19	Краткотрайни активи	415,085	415,085
20	Обща сума на активите	799,158	799,158
21	Краткосрочни задължения	297,596	297,596
22	Дълг	272,539	272,539
23	Пасиви (привлечени средства)	369,103	369,103
24	Собствен капитал	430,055	430,055
25	Оборотен капитал	117,489	117,489
26	Среднопрегледен брой акции (хиляди)	132,000	134,586
Коефициенти за рентабилност			
27	Норма на печалбата от оперативна дейност (10/1)	0.10	0.10
28	Норма на нетната печалба (15/1)	0.06	0.06
29	Възвращаемост на активите (15/20)	0.02	0.02
30	Възвращаемост на собствения капитал (15/24)	0.03	0.03
Коефициенти за активи и ликвидност			
31	Обращаемост на активите (1/20)	0.27	0.27
32	Обращаемост на оборотния капитал (1/25)	1.82	1.82
33	Текуща ликвидност (19/21)	1.39	1.39
34	Бърза ликвидност ((19-18)/21)	0.92	0.92
35	Абсолютна (незабавна) ликвидност (17/21)	0.09	0.09
Коефициенти за една акция			
36	Коефициент на Продажби за една акция (1/26)	1.62	1.59
37	Коефициент на Печалба за една акция (15/26)	0.10	0.10
38	Коефициент на Балансова стойност за една акция (24/26)	3.26	3.20
Коефициенти за дивидент			
39	Коефициент на изплащане на дивидент (16/15)	0.000	0.000
40	Коефициент на задържане на печалбата	1.000	1.000
41	Дивидент на една акция (16/26)	0	0
Коефициенти за развитие			
42	Темп на прираст на продажбите	14.22%	14.22%
43	Темп на прираст на брунтата печалба	NA	NA
44	Темп на прираст на активите	2.09%	2.09%
Коефициенти за ликвидност			
45	Коефициент Дълг / Общо активи (22/20)	0.34	0.34
46	Коефициент Дълг / Капитал (22/(22+24))	0.39	0.39
47	Коефициент Дълг / Собствен капитал (22/24)	0.63	0.63
48	Коефициент Общо активи / Собствен капитал (20/24)	1.86	1.86
Пазарни коефициенти			
49	Коефициент Цена/Продажби (X/36)	NA	NA
50	Коефициент Цена/Печалба (X/37)	NA	NA
51	Коефициент Цена/Счетоводна стойност (X/38)	NA	NA
52	Пазарна цена на акциите	4.55	4.55

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.

ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН

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

1953 г. За периода 1953-2000 г. „Софарма“ АД е водещия фармацевтичен производител в България.

2000 г. През септември 2000 г., след успешна приватизация, „Софарма“ АД става частна компания. Следва период на непрекъснато разширение и модернизация. За двегодишния следприватизационен период „Софарма“ АД обединява шест предприятия в модерна, динамична корпоративна структура, включваща: „Софарма“ АД,

„Унифарм“ АД, „Врамед“ АД, „Фармахим Холдинг“ АД, „НИХФИ“ АД, „Ростбалканфарм“.

- 2003 г. През 2003 г. е официално открит от Фармацевтичен завод „Софарма-Врабево“. В своя нов завод за лекарствени средства „Софарма“ АД инвестира 20 милиона лева. Всяка стъпка от изграждането на завода е съобразена с Европейските стандарти за Добра производствена практика (GMP).
- 2004 г. През 2004 година „Софарма“ АД лицензира производствените си мощности съгласно европейските изисквания за Добра производствена практика, с което си осигурява стратегически пазарни позиции след 2007 г. През същата година „Софарма“ увеличава производствения си капацитет чрез присъединяване към Групата на „Българска Роза - Севтополис“ АД.
- 2005 г. През 2005 година е пуснат в експлоатация най-модерния за България логистичен център (терминал) за дистрибуция на лекарствени продукти, отговарящ на Европейските изисквания за Добра дистрибуторска практика.
- 2006 г. През 2006 година Софарма стартира проектиране на нов високотехнологичен таблетен завод за производство на твърди лекарствени форми, с удвоен капацитет и инвестиционен потенциал над 40 млн. евро. Всички дейности, свързани с проектирането, строителството и валидирането, са подчинени на Европейските стандарти за фармацевтично производство и са съгласувани с Изпълнителната агенция по лекарствата. За предстоящото изграждане на новия завод Софарма получи сертификат за Първи клас инвестиция.
- 2007 г. През 2007 година „Софарма“ АД направи поредна стъпка в модернизиранието и разширението на производствените мощности в таблетното производство в „Българска роза – Севтополис“ АД – Казанлък и изграждането на фито-химичен цех за производство на фармацевтични субстанции. Официалното откриване на новия завод за производство на фармацевтични субстанции се състоя през 2008 г.
- 2009 г. През ноември 2009 г. беше приключена сделката за придобиване на дял от страна на Софарма в латвийското дружество „Бриз“ ООО – „Софарма“ АД бе вписана като акционер, притежаваш 51% от капитала.
- 2010 г. През април 2010 г. в „Софарма“ АД бяха открити нови лаборатории, предназначени за физикохимични изпитвания, оборудвани с инструменти, позволяващи разработването на най-съвременни методи за оценяване на изходни суровини и материали и готови лекарствени форми. През годината Софарма представи на българския пазар нов медикамент за лечение на високо кръвно налягане и сърдечни заболявания – Небикард.
- През септември 2010 г. съвместно със сръбския партньор „Иванчевич и синове“ д.о.о. бе направена първата копка на завода за твърди лекарствени форми край Белград. През септември 2011 г., „Софарма“ АД заводът беше открит, а в изграждането бяха инвестирани около 16 млн. лв.
- 2011 г. През 2011 г. „Софарма“ АД подписа договор за реализация на проект по ОП Конкурентоспособност на стойност близо 8 млн.лв. Проектът касае оборудване предназначено за новия високотехнологичен завод за твърди лекарствени форми в София.
- През същата година дъщерното дружество „Бриз“ СИА сключи договор за придобиване на белоруската верига аптеки ЗАО „Интерфарм“, като първият етап на процедурата – придобиване на 44,07%, приключи в началото на 2011 г. Също през 2011 г. КЗК разреши концентрацията, поискана от „Софарма“ АД във връзка с придобиването на акции от Унифарм чрез БФБ-София.
- В края на 2011 г. акциите на „Софарма“ АД бяха допуснати за търговия на Варшавската Фондова Борса.
- 2012 г. През юни 2012 в Белград „Софарма“ АД получи престижната международна награда „Бизнес партньор на 2012 година“, във връзка с откриването на втори завод за лекарства до Белград през 2011 г.
- 2013 г. През юни 2013 бе открит новия таблетен завод на „Софарма“ АД. Инвестицията е за над 70 млн. лв. върху разгъната застроена площ от 20 000 кв. м. Предвижда се в завода да се произвеждат 4 млрд. таблетки годишно, като гамата ще включва над 100 лекарствени продукта. На 09.12.2013 година „Софарма“ АД получи официално потвърждение от Министерството на икономиката и енергетиката, че проектът „Внедряване на иновативни продукти в ампулното производство на „Софарма“ АД по Оперативна програма „Развитие на конкурентоспособността на българската икономика“ 200-2013 г. е класиран на 5-то място в класацията на големите предприятия. Проектът е включен в списъка на проектни предложения, одобрени за финансиране по горепосочената процедура, с максимален размер на безвъзмездната финансова помощ 3 млн. лв. Общата стойност на проекта е над 6 млн. лв. без ДДС.

ОТНОСИМИ ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА**ПРЕГЛЕД НА ПАЗАРА**

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.

По данни на IMS Health (www.imshealth.com) през първото тримесечие на 2014 г. ръстът в стойност на фармацевтичния пазар е 6.9% в сравнение със същия период на 2013 г. През януари и февруари продажбите на лекарства в аптеките бележат увеличение, но през март се отчита спад. Причината за този ръст е грипната епидемия, поради която са нараснали покупките на антивирусни медикаменти, антибиотици, витамини и медикаменти за лечение на усложненията. Общо за първото тримесечие на 2014 г. увеличението на продажбите е 5% в сравнение с миналата година. В същото време покупките на лекарства от болниците са нараснали с 18%. Основната причина за този ръст са онкологичните лекарства. Всяка година в България се откриват средно 34 хил. новозабоболели и се лекуват около 250 хил. пациенти. Медикаментите срещу рак се заплащат от здравната каса от три години и са причина за непрекъснатия ръст на болничните медикаменти. Въпреки това покупките на лекарства от болниците запазват сравнително ниските си нива, а именно 370 млн. лв., като половината от тях са в посока закупуване на онкопрепарати. В същото време продажбите през аптеките са за около 2.2 млрд. лв. През 2013 г. пазарът на лекарства също е отбелязал ръст от 6.3% до 2.343 млрд. лв. спрямо отчетените 2.206 млрд. лв. през 2012 г. Така може да се счита, че пазарът на лекарствени средства преодолява отчетеното забавяне по време на световната финансова и икономическа криза, довело до най-ниския ръст при нейното времетраене от 5.2%, който беше отбелязан през 2012 г.

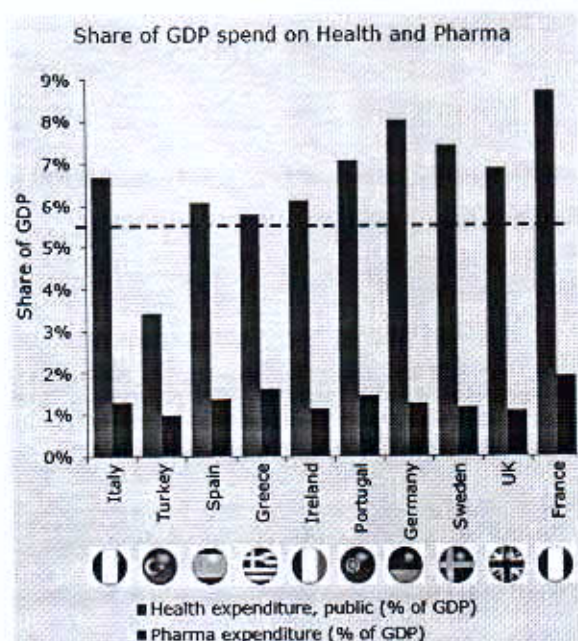
Конкуренцията във фармацевтичния пазар е много голяма и пазарът е силно фрагментиран. Първ по пазарен дял в стойност през 2013 г. е швейцарският концерн Novartis, чиито резултати се обединяват и с тези на генеричната му дивизия Sandoz. На второ място по пазарен дял е американският концерн Actavis. На трето място е швейцарският концерн Roche. Голямата част от чуждите за България производители, които реализират продукцията на местния пазар, имат по-скоро нисък пазарен дял по отношение на количество реализирани лекарства, а същевременно заемат осезаем пазарен дял в стойностно изражение, тъй като пласират оригинална продукция, която попада във високия ценови сегмент. В количествено изражение сред лидерите на българския пазар са Актавис и „Софарма“ АД, като и двете фирми произвеждат предимно генерични лекарства, които попадат в ниския ценови сегмент.

ЛОКАЛНИ И ГЛОБАЛНИ ТЕНДЕНЦИИ

Въпреки реформите в здравната система след промените от 90-те години, България все още е значително изостанала спрямо много европейски страни по отношение на здравните практики и стандарти. 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.

Здравеопазването по света има един от най-високите дялове, както в размера на публичните разходи, така и като част от БВП за страните от ЕС. Разходите в сектор „Здравеопазване“ през 2013 г. са предвидени да бъдат в размер на 3.353 млрд. лева, или 4.1% от БВП. За сравнение делът на публичните разходи за здравеопазване при страните в Централна и Западна Европа се движи в по-високи граници, а именно:

Фигура 1: Дял на разходите за здравеопазване като процент от brutния вътрешен продукт (БВП)



Видно от графиката, България би се подредила под минималната граница от 5.5%, която страните от централна и западна Европа прехвърлят. Това се дължи, както на по-ниската степен на развитие на здравноосигурителната ни система, така и на по-ниското благосъстояние на икономиката ни, което налага по-голямо съучастие на пациента в споделянето на разходите.

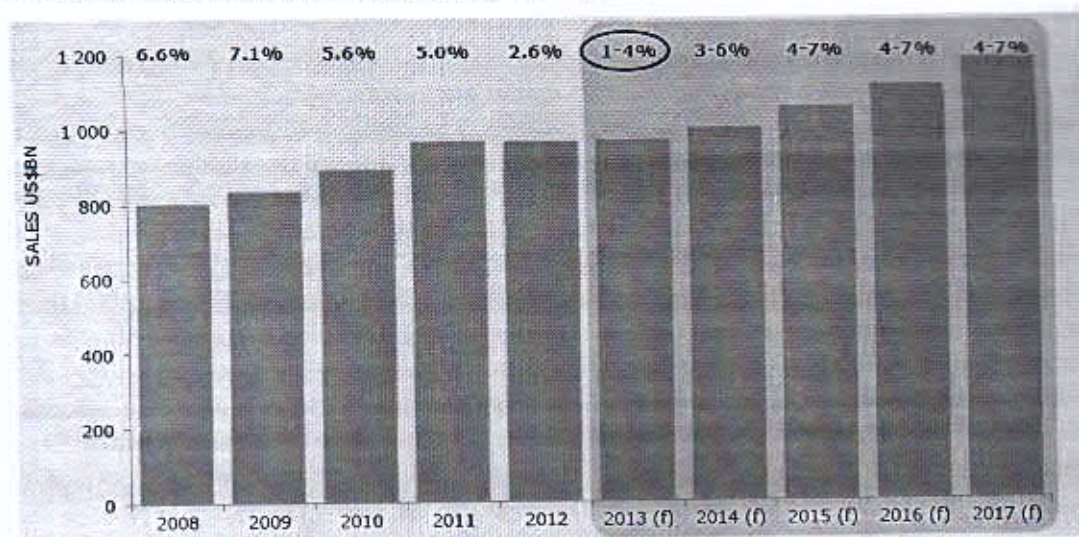
В международен план дялът на САЩ от световното потребление ще спадне от 41% през 2006г. до 31% през 2016г. За същия период дялът на Европа ще намалее до 13%. Същевременно няколко развиващи се назири, сред които Индия, Китай, Русия, Мексико и Бразилия ще увеличат дела си от общото потребление до 30% през 2016г. от само 12% през 2005г.

Източник: IMS Health

Прогнозите на IMS Health за глобалното покачване на разходите за здравеопазване до 2017 г. сочат нива от 4%-7%.

При подобряване на икономическите условия в нашата държава се очаква както номинално повишаване на разходите за здравеопазване запазвайки своето отношение към БВП, така и допълнителното увеличение на това съотношение в унисон с европейските стандарти. Следващата графика показва очаквания ръст в продажбите на лекарства на глобално ниво.

Фигура 2: Глобални продажби (в милиарди долари) и ръст до 2017 г.



Източник: IMS Health

Фигура 3: Прогнозни продажби и дял на ниво източна Европа

Regional Performance			
	Sales bn 2017 (\$)	Share 2017	CAGR 2013-2017
Russia	27.3	43%	6-11%
Poland	8.2	13%	1-4%
Ukraine	5.1	8%	7-10%
Romania	4.4	7%	3-6%
Hungary	3.1	5%	1-4%
Czech Rep	2.9	5%	(-2)-1%
Slovak Rep	1.8	3%	2-5%
Bulgaria	1.3	2%	2-5%
Baltics	1.4	2%	3-6%
Serbia	1.0	2%	3-6%
Croatia	0.8	1%	(-2)-1%
Slovenia	0.6	1%	(-2)-1%
Rest CIS	4.5	7%	7-10%
Rest Balkans	0.6	1%	4-7%
Rest Adriatic's	0.5	1%	4-7%
East Europe	63.5	100%	5-8%

Най-сериозен ръст от източно европейските държави се очаква в Русия и Украйна, като първата традиционно заема значителен дял от общите продажби. България се нарежда на седмо място по дял с очакван размер на пазара от 1.3 милиарда долара.

ГЕНЕРИЧНИ ЛЕКАРСТВА

През следващите години консумацията на генерични лекарства ще увеличи дела си за сметка на патентованите марки. Тази тенденция следва от увеличаващото се потребление на генерични медикаменти от развиващите се пазари, както и изтичането на множество патенти през следващите няколко години, предимно в развитите страни.

Отново съгласно информацията изготвена от IMS Health, тенденциите при генеричните лекарства са към бавно намаляване на брандираните генерици поради натиск от купувачите за намаляване на цените, подобрени стандарти при производството и наличие на няколко доминантни играчи и бизнес модели в унисон със световната консолидация.

Източник: IMS Health

ЗАКОНОДАТЕЛНА РАМКА

Фармацевтичният пазар е един от най-силно регулираните сектори на всяка здравна система, като се имат предвид пазарните дефекти, от една страна, и съчетаването на интересите на пациентите, индустрията и финансиращите институции, от друга. Въпреки че регулацията на пазара на лекарствата се осъществява в зависимост от типа на здравната система в дадена страна, може да се обобщи, че във всички държави се прилага широк набор от мерки за съдържане на разходите за фармацевтични продукти както от страна на търсенето, така и от страна на предлагането. Използват се различни форми на пряко, в повечето случаи косвено икономическо регулиране на пазара на лекарства, както и някои административни мерки.

Фармацевтичният пазар в България след промените през 1989г. 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 Закона 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 близо 1700 продукта, което в стойностно изражение представлява около 500 млн.лв. или една четвърт от пазара. 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. В края на 2012г. предстои оптимизиране на списъка с лекарства, които здравната каса заплаща, тъй като в момента има струпване на много медикаменти в една група със сходен терапевтичен ефект и следователно се получава неефективно използване на средствата.

ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ

Съгласно Наредба №41 на КФН за изискванията към съдържанието 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), справедливата цена на акция за действащо Дружество се базира на:

- Цената на затваряне за последния ден, през който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня
- Среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:
 - Метод на пазарните множители на дружества-аналози;
 - Метод на дисконтираните парични потоци;
 - Метод на нетната стойност на активите.

Данните, използвани при определянето на справедливата стойност на акциите на „Софарма“ АД се базират на последния междинен неаудитиран консолидиран отчет на Дружеството към 31.03.2014 г. и прогнозните финансови резултати от дейността за периода 2014-2019 г. Справедливата цена на една акция на „Софарма“ АД е получена, като съгласно чл.5, ал.3 от Наредба 41, посочените по-горе методи са претеглени с тегла, които да дадат най-реалистична оценка към датата на обосновката ѝ – с 40% тегло е взета оценката от цената на затваряне към 11.06.2014г. и с 60% оценката по оценъчните методи, посочени по-горе.

РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ**МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ****ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ**

Методът на пазарните множители на дружества-аналози е един от основните методи за оценка стойността на едно дружество и е широко използван както от инвеститори, така и от анализатори, за определяне на справедливата му стойност. Най-съществената стъпка при прилагането на този метод е изборът на дружества-аналози, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големината на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял. Друг важен фактор при избора на подходящо дружество-аналог е то да бъде търгувано на регулиран пазар и да осигурява прозрачност, и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

СОФАРМА АД (БОРСОВ КОД – SO5)

„Софарма“ АД е водещ български производител, износител и дистрибутор на фармацевтични продукти със силно присъствие в Източна и Югоизточна Европа. Група СОФАРМА (Групата) включва дружество-майка и неговите двадесет и осем (31.12.2013 г.: двадесет и осем) дъщерни дружества. Допълнително, Групата има инвестиция в три съвместни дружества (31.12.2013 г.: в две съвместни дружества). Към датата на изготвяне на консолидирания съкратен междинен финансов отчет Групата няма инвестиции в асоциирани дружества (31.12.2013 г.: в едно асоциирано дружество).

Групата извършва дейността си в следните направления: производство на фармацевтични продукти, вкл. медикаменти, основно генерични, субстанции на растителна основа и хранителни добавки; дистрибуция на

фармацевтични продукти, медицински консумативи, санитарни материали, витамини, хранителни добавки; производство и дистрибуция на медицински консумативи. Софарма има повече от 210 продукта в своето портфолио, насочени към третиране на кардиологични, гастроентерологични, неврологични, психиатрични, урологични и гинекологични заболявания, както и към заболявания на дихателните пътища, дерматологични, противоболкови. Част от продуктите могат да се предлагат без рецепта.

За целта на оценката като дружества-аналози на „Софарма“ АД са използвани Alkaloid (Алкалоид), KRKA (КРКА), Grindeks (Гриндекс) и Olainfarm (Олаинфарм). Избраните дружества са фармацевтични компании, базирани в страните от Източна Европа, които произвеждат както оригинални, така и генерични медикаменти. Всички селектирани дружества изнасят голяма част от продукцията си за чужди пазари. По-долу са представени основни характеристики и финансови показатели на оценяваната компания и избраните дружества-аналози.



Алкалоид е македонска фармацевтична компания, 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.



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



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



Олаинфарм е сред големите фармацевтични компании в балтийските страни, предлагайки 7 оригинални продукта, 26 генерични медикамента и над 25 фармацевтични съставки. Продуктите на компанията са насочени към третиране на неврологични, сърдечносъдови заболявания, Алцхаймер, противогрипни медикаменти, както и антибактериални агенти. Едва 5-10% от продукцията на Олаинфарм се реализира на латвийския пазар, останалата част е предназначена за износ, като основни експортни пазари са Русия, Украйна, Казахстан, Беларус.

Таблица 15: Основни финансови показатели на „Софарма“ АД и избраните дружества-аналози на база последни публикувани отчети за тези дружества към 31.12.2013 г.

№	Показатели - хил. лева	Sopharma	Alkaloid	KRKA	Grindeks	Olainfarm
1	Приходи от продажби	762,689	224,678	2,348,613	231,690	147,033
2	Печалба преди данъци	37,817	36,046	393,789	31,862	32,649
3	Общо активи	782,788	301,083	3,442,034	295,340	139,312
4	Общо капитал и резерви	412,775	239,671	2,606,363	234,567	100,379
5	Краткотрайни активи	398,286	153,661	1,537,145	144,861	83,547
6	Краткосрочни пасиви	297,768	58,815	583,696	39,973	32,709
7	Брой акции в обращение (в хил.)	132,000	1,420	35,400	9,590	14,090
8	Пазарна капитализация (към 12.06.2014)	580,800	202,316	4,766,944	132,410	200,473
9	Пазарна цена на една акция (към 12.06.2014 в лв.)	4.40	141.60	134.95	13.53	14.24
10	Нетна печалба	32,638	19,011	338,038	21,514	24,937
Коефициенти						
11	Марж на Печалба преди данъци (2/1)	0.05	0.16	0.17	0.14	0.22
12	Възвращаемост на Собствения капитал (2/4)	0.09	0.15	0.15	0.14	0.33
13	Възвращаемост на Общо активи (2/3)	0.05	0.12	0.11	0.11	0.23
14	Текуща ликвидност (5/6)	1.34	2.61	2.63	3.62	2.55
15	Обращаемост на Общо активи (1/3)	0.97	0.75	0.68	0.78	1.06
16	Приходи на една акция (1/7)	5.78	158.22	66.35	24.16	10.44
17	Печалба преди данъци на една акция (2/7)	0.29	25.38	11.12	3.32	2.32
18	Общо активи на една акция (3/7)	5.93	212.03	97.23	30.80	9.89

Източник: Bloomberg

За превалутиране на финансовите данни е използван фиксирания валутен курс EUR/BGN, а именно 1.95583.

Според разпоредбите на параграф 1, т.15 от допълнителните разпоредби на Наредба №41, пазарните коефициенти, използвани при метода на пазарните множители на дружества-аналози включват най-малко следните коефициенти: пазарна цена/нетна печалба (P/E), пазарна цена/счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B) и пазарна цена/продажби (P/S). Показателите на дружествата-аналози изложени в таблица №16 по-долу са с източник системата на Bloomberg и са взети на 12.06.2014 г. Показателят P/E е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на неговата нетна печалба към 31.12.2013 г. (8/10 от таблица №15). Показателят P/B е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на собствения му капитал към 31.12.2013 г. (8/4 от таблица №15). Показателят P/S е изчислен като пазарната капитализация на съответното дружество е разделена на стойността на продажбите му към 31.12.2013 г. (8/1 от таблица №15). Поради закръглявания в изчисленията и в използваните валутни курсове, системата на Bloomberg дава известни отклонения в крайните стойности на показателите. За целта на оценката са използвани данните публикувани в системата на Bloomberg на 12.06.2014г. и не е използвано директно изчисление по данните от таблица №15 по-горе.

За намиране справедливата стойност на една акция на „Софарма“ АД на база показателите P/E, P/B, P/S, са изчислени следните коефициенти:

- Нетна печалба на една акция на „Софарма“ АД в размер на 0.204 лв. – изчислена като съотношение между печалбата за 1 година и броя акции в обращение. За база за изчисление на печалбата за 1 година може да се приложат няколко подхода: да се ползва печалбата на дружеството според последния годишен счетоводен отчет; да се изчисли печалбата за последните 12 месеца, като се отчете последно публикувания отчет на дружеството; да се ползват информационни източници и анализи относно прогнозната печалба на дружеството за следващите 12 месеца. С цел получаване на по-актуална и реалистична оценка на стойността на акциите на „Софарма“ АД, в която да са отразени данните от последно публикуваните отчети на дружеството, за изчисление на печалбата за 1 година са взети последните 12 месеца от дейността, като постигнатите резултати след 31.03.2013 г. са добавени към тези от последния междинен консолидиран отчет към 31.03.2014 г.;

- Счетоводна стойност на една акция на „Софарма“ АД в размер на 2.807 лв. – изчислена като съотношение между стойността на собствения капитал на дружеството според последния междинен финансов отчет към 31.03.2014 г., и броя акции в обращение;
- Продажби на една акция на „Софарма“ АД в размер на 5.980 лв. – изчислени като съотношение между продажбите за 1 година и броя акции в обращение. За изчисление на продажбите за 1 година, също може да се приложат няколко подхода: да се ползват годишните продажби на дружеството според последния годишен счетоводен отчет; да се изчислят продажбите за последните 12 месеца, като се отчете последно публикувания отчет на дружеството; да се ползват информационни източници и анализи относно прогнозните продажби на дружеството за следващите 12 месеца. За изчисление на годишните продажби, в настоящата оценка са взети последните 12 месеца от дейността, като постигнатите резултати след 31.03.2013 г. са добавени към тези от последния междинен отчет към 31.03.2014 г.

ТАБЛИЦА 16: ОЦЕНКА НА БАЗА ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АПАЛОЗИ

Компания	Страна	P/E	P/B	P/S
Alkaloid	Македония	10.54	0.84	0.90
KRKA	Словения	13.75	1.78	1.90
Grindeks	Латвия	5.06	0.61	0.60
Olainfarm	Латвия	7.90	1.74	1.30
Средно		9.31	1.24	1.18
"Софарма" АД		EPS	BVPS	SPS
Стойност за 1 акция		0.20	3.26	5.98
Цена за 1 акция		1.90	4.05	7.03
Цена за 1 акция (средно от приложените методи)			4.33	

Източник: Bloomberg

Оценката на една акция, на база пазарните множители на дружествата-анализи е в размер на 4.33 лв.

МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Методът на дисконтираните парични потоци 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. Дисконтовата норма от своя страна, отразява риска и изискваната норма на възвращаемост от инвестицията за прогнозния период.

Стойността на капитала на „Софарма“ АД чрез дисконтирането на прогнозните парични потоци е получена чрез прилагането на следната формула:

$$V_0 = \frac{FCFF_{2014}}{(1+WACC)^{n/365}} + \frac{FCFF_{2015}}{(1+WACC)^{1 \cdot n/365}} + \dots + \frac{FCFF_{2019} + P_{2019}}{(1+WACC)^{5 \cdot n/365}}$$

където:

- V_0 - е стойността на капитала
- $FCFF_{2014-2019}$ - са прогнозните парични потоци, генерирани от Дружеството за съответната година
- WACC - е среднопретеглената цена на капитала на Дружеството
- P - е терминалната стойност, изчислена по следния начин:

$$P_{2019} = \frac{FCFF_{2019} \cdot (1+g)}{(WACC-g)}$$

- g - е постоянния темп на растеж на паричните потоци за периода след 2019 г.
- n – реален брой дни от съответния период. За реален брой дни във всяка година, са приети 365 дни

ПРИХОДИ

ТАБЛИЦА 17: ПРИХОДИ НА „СОФАРМА“ АД

Приходи в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Общо приходи от продажби	644,731	688,579	762,689	214,292
Други оперативни приходи	1,775	2,328	4,911	3,133
Финансови приходи	7,013	6,043	6,553	1,123
Общо приходи	653,519	696,950	774,153	218,548

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

Прогнозите за приходите на Дружеството за периода 2014-2019 г. са представени в три сценария – реалистичен, оптимистичен и песимистичен. Различният темп на ръст за всеки от сценариите отразява очакванията за растеж на пазара като цяло, пазарния дял на Дружеството, както и възможностите за въвеждане в продажба на продукти с по-висока цена и марж на печалбата. Очакванията на Дружеството са базирани на следните допускания за развитие на дейността:

- В исторически план ръстът в приходите на консолидирано ниво на Дружеството се дължи предимно на дейността на дистрибуторите в Групата. В тази връзка, дейността на „Софарма Трейдинг“ АД, чиито резултати присъстват в консолидираните такива на „Софарма“ АД и бидейки водещия дистрибутор в страната, съществено влияе на бъдещите очаквания на Дружеството за ръст на продажбите. От друга страна дистрибутора „Бриз“, Латвия продължава да разширява своите позиции в региона, придобива вериги аптеки и по този начин реализира голям ръст в продажбите. С очаквания ръст на пазара описан в „Преглед на пазара“ по-горе, дори и при запазване на пазарните дялове на дистрибуторите в Групата, консолидираните ѝ продажби ще търпят ръст през разглеждания прогнозен период;
- Въвеждане в продажба на продукти с по-висока цена и марж на печалбата. „Софарма Трейдинг“ АД развива своята дейност не само като дистрибутор, но и като доставчик на услуги в сферата на здравеопазването. В следствие на тази стратегия през последните години „Софарма Трейдинг“ АД навлезе в различни пазари като този за преддистрибуция, медицинско оборудване, медицинска козметика, различни изделия свързани с подобряване качеството на живот и здравето на населението. Това резултира в значителен ръст в приходите спрямо предишни периоди. В същото време, тези нови дейности за Групата притежават характеристиката на дейност с по-висок марж на печалбата спрямо дистрибуцията на лекарства;
- Разработване на нови продукти и регистриране на съществуващи продукти за продажби на нови пазари. Освен обичайната дейност по разработване на генерични продукти, Групата работи и по проекти свързани с популяризацията на нейните оригинални продукти на пазари като САЩ, Китай, Япония и т.н. Тези проекти са средносрочни и дългосрочни и са високорискови;
- Придобиване на производители и дистрибутори от региона. Поради съображения за конфиденциалност Дружеството не може да назове конкретни имена на потенциални придобивания, но текущо следи възможностите за осъществяване на подобни сделки.

Комбинацията от положително развитие или липса на такова от горните допускания дава различни очаквания на Дружеството за ръст в продажбите за разглеждания прогнозен период. Същите дават отражение на темпа на ръст на продажбите в трите изготвени сценария.

Данните, използвани в настоящия документ са на база междинния финансов резултат на Дружеството към 31.03.2014 г. Това позволява на мениджмънта да прогнозира до известна степен крайния финансов резултат за 2014 г.

ТАБЛИЦА 18: ПРОГНОЗА ЗА ПРИХОДИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

Песимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	803,778	839,948	865,146	882,449	900,098	909,099
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	4,862	5,081	5,233	5,338	5,445	5,499
Общо приходи от дейността	808,640	845,029	870,380	887,787	905,543	914,598
Годишен ръст	5.99%	4.50%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%

Реалистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	820,016	877,417	908,127	935,370	954,078	973,159
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	5,058	5,412	5,602	5,770	5,885	6,003
Общо приходи от дейността	825,074	882,830	913,729	941,140	959,963	979,162
Годишен ръст	8.11%	7.00%	3.50%	3.00%	2.00%	2.00%

Оптимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	852,492	937,741	989,317	1,018,996	1,039,376	1,070,558
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	5,304	5,834	6,155	6,340	6,467	6,661
Общо приходи от дейността	857,796	943,575	995,472	1,025,336	1,045,843	1,077,218
Годишен ръст	12.34%	10.00%	5.50%	3.00%	2.00%	3.00%

В исторически план, за последните десет години годишния ръст на приходите от дейността на Дружеството на консолидирана основа, не са падали под 6.8%, като за последната пълна финансова година същият ръст е над 11%. Това дава основание на Дружеството да предположи, че в реалистичния сценарий този темп ще превишава най-малкия такъв регистриран за последното десетилетие. Песимистичния сценарий приема, че темпът на ръст на продажбите може да спадне малко под историческо най-ниското ниво, а оптимистичният сценарий предполага леко надхвърляне на реализираното през 2013 г.

РАЗХОДИ

ТАБЛИЦА 19: РАЗХОДИ НА „СОФАРМА“ АД

Консолидирани разходи в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
Изменения в наличностите от продукцията и незавършено производство	10,414	2,678	(3,173)	(311)
Разходи за материали	(86,524)	(89,575)	(87,166)	(23,733)
Разходи за външни услуги	(59,336)	(55,492)	(59,305)	(18,181)
Разходи за персонала	(64,582)	(68,972)	(74,659)	(19,326)
Разходи за амортизации	(19,732)	(21,995)	(26,219)	(7,612)
Балансова стойност на продани стоки	(370,991)	(400,535)	(450,112)	(126,283)
Други разходи за дейността	(9,730)	(11,548)	(14,131)	(957)
Общо разходи от оперативна дейност	(600,481)	(645,439)	(714,765)	(196,403)

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

Към края на март 2014 г., разходите за дейността на „Софарма“ АД нарастват спрямо същия период на 2013 г, в резултат от влиянието на повишените продажби, направените допълнителни инвестиции резултиращи в допълнителни разходи за амортизации, наетите допълни служители, и др. Същото може да бъде забелязано и за целия исторически период поради наличния ръст в продажбите на Дружеството.

За периода 2014-2019 г. разходите на Дружеството са прогнозирани на база исторически отчетените норми на печалба от дейността и по-конкретно маржа на оперативната печалба, т.е. маржа на печалбата преди дивиденди и данъци.

Разходите са прогнозирани на база очакванията, че тези норми на печалба ще варират в близки граници в зависимост от прогнозните сценарии. Историческите данни за оперативната печалба са показани в следващата таблица:

ТАБЛИЦА 20: НОРМА НА ОПЕРАТИВНА ПЕЧАЛБА НА „СОФАРМА“ АД

Консолидирани показатели в хил. лв.	2011	2012	2013	31.3.2014
1 Приходи от продажби	644,731	688,579	762,689	214,292
2 Себестойност на продажбите	491,948	539,584	585,226	NA
3 Брутна печалба/загуба (1-2)	152,783	148,995	177,463	NA
4 Други оперативни разходи	(106,758)	(103,527)	(124,628)	NA
5 Печалба/загуба от оперативната дейност (3-4)*	46,025	45,468	52,835	21,022
6 Норма на печалбата от оперативна дейност (5/1)	7.14%	6.60%	6.93%	9.81%

Източник: Одитирани годишни и неаудитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

* - Дружеството показва разбивка на разходите на себестойност и други оперативни разходи само на годишна база.

Видно от годишните резултати за норма на печалбата от оперативна дейност, същата варира около 7%. Дружеството прогнозира запазване на историческите показатели и в тази връзка залага разходи в песимистичния вариант, водещи до норма под 7% за 2014г. и 2015г. с плавно повишение до края на прогнозния период. С оглед на реализираната норма за първото тримесечие на 2014г. от близо 10%, Дружеството прогнозира над 7% в реалистичния сценарий и плавно достигаща и превъзхождаща 8% норма в оптимистичния сценарий.

В допълнение, прогнозните разходи са калкулирани и на база следните допускания:

- Песимистичния сценарий допуска неблагоприятно развитие на допълнителните и нови дейности на Групата, които се характеризират с по-висока норма на печалба и в тази връзка повишаване на дела на чистата дистрибуция на лекарства. Същата носи в себе си сравнително по-нисък марж на печалбата от 3-4% на годишна база. Към датата на изготвената оценка, „Софарма“ АД е съдължник по банкови засми и гарант пред банки, включително и посредством издаване на запис на заповед, на трети лица, както следва:

ТАБЛИЦА 21: УСЛОВНИ ЗАДЪЛЖЕНИЯ НА „СОФАРМА“ АД

Задължено лице	Дата за погасяване	Вид валута	Договорен размер в оригинална валута в хил. лв.	Договорен размер в хил. лв.
Софарма Трейдинг АД	30.9.2014	евро	66	129
Софарма Трейдинг АД	30.9.2014	евро	8,434	16,495
Софарма Трейдинг АД	30.9.2014	лева	3,732	3,732
Софарма Трейдинг АД	30.9.2014	евро	10,000	19,558
Софарма Трейдинг АД	30.9.2014	лева	10,000	10,000
Софарма Трейдинг АД	30.10.2014	евро	2,050	4,009
Софарма Трейдинг АД	30.10.2014	евро	1,278	2,500
Софарма Трейдинг АД	28.9.2014	евро	2,000	3,912
Енергоинвестмънт АД	28.8.2014	лева	2,018	2,018
Момина Крепост АД	20.9.2014	лева	500	500
Вета Фарма АД	19.11.2014	лева	1,000	1,000
Общо за 2014				63,853
Българска роза - Севтополис АД	31.1.2015	евро	1,617	3,163
Софарма Трейдинг АД	31.8.2015	евро	15,500	30,315
Софарма Трейдинг АД	25.4.2015	евро	3,000	5,867
Софарма Трейдинг АД	30.11.2015	евро	113	221

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

Минералкомерс АД	20.12.2015	евро	50	98
Минералкомерс АД	27.3.2015	лева	100	100
Витамини ОАО	25.3.2015	евро	7,000	13,691
Общо за 2015				53,455
Софарма Трейдинг АД	25.5.2016	евро	89	174
Софарма Трейдинг АД	25.7.2016	евро	63	124
Софарма Трейдинг АД	25.6.2016	евро	22	43
Софарма Трейдинг АД	25.6.2016	евро	23	45
Софарма Трейдинг АД	25.5.2016	евро	41	80
Софарма Трейдинг АД	25.9.2016	евро	22	42
Софарма Трейдинг АД	25.10.2016	евро	432	846
Софарма Трейдинг АД	25.9.2016	евро	15	29
Общо за 2016				1,383
Софарма Трейдинг АД	25.6.2017	евро	7,500	14,669
Минералкомерс АД	20.7.2017	лева	85	85
Софарма Трейдинг АД	31.12.2017	евро	1,448	2,832
Софарма Трейдинг АД	31.12.2017	евро	450	881
Софарма Трейдинг АД	25.11.2017	евро	87	29
Минералкомерс АД	20.9.2017	евро	100	196
Общо за 2017				18,692
Софарма Трейдинг АД	30.7.2018	евро	2,000	3,912
Софарма Трейдинг АД	15.11.2018	евро	521	1,005
Общо за 2018				4,917
Софарма Трейдинг АД	31.12.2019	евро	3,000	5,867
Софарма Имоти АДСИЦ	29.12.2020	евро	30,000	58,675
Биофарм Инженеринг АД	16.4.2023	евро	4,500	8,312
Общо за 2019 и следващи				72,854
ОБЩО ЗА ПЕРИОДА				215,154

Източник: „Софарма“ АД

Към настоящия момент, както и за историята на Дружеството, не съществува дори един случай, в който „Софарма“ АД е трябвало да влиза в ролята си на съдължник или гарант поради невъзможност на задълженото лице да погаси дължимото от него. Въпреки това, поради характера на песимистичния вариант, в него е допуснато такова събитие. За целта на изчисление на евентуалния негативен ефект от подобно събитие е използвана последната налична към датата на настоящата оценка статистика на БНБ за лошите кредити (с просрочие над 90 дни) на некредитни институции и корпоративни клиенти в икономиката към 31.03.2014 г. Съгласно тази статистика процентът на лошите кредити е 18.6% от стойността на общите кредити за тези клиенти. Този процент е намерил отражение като 18.6% от общата сума на условното задължение за съответната година е заложена като други разходи. В последната година, а именно 2019, попадат и кредитите с матуритет настъпващ след тази година. Както и в историята си до момента така и занаяпред „Софарма“ АД не очаква материализирането на подобен род разходи, поради което те не са намерили отражение в реалистичния и оптимистичния вариант.

- Реалистичен сценарий: Поддържане на текущото развитие на продажбата на нови продукти и дейности и незначително подобряване на маржа на печалбата спрямо историческите и стойности поради сравнително niskия дял на тези артикули в продажбите на Групата;

- Оптимистичен сценарий: По-сериозно увеличение на дела на новите продукти и дейности в общите продажби и успешно представяне на нови лекарства на чуждестранни пазари, включително осъществяване на подходящи придобивания на партньори производители и дистрибутори.

ТАБЛИЦА 22: ПРОГНОЗНИ РАЗХОДИ НА „СОФАРМА“ АД

Песимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	-116,508	-121,401	-124,922	-127,295	-129,332	-130,496
Оперативни и др. разходи	-156,318	-162,883	-167,607	-170,791	-174,207	-175,949
Себестойност на продадените стоки	-459,787	-479,098	-492,992	-502,852	-512,909	-518,038
Амортизация	-22,053	-22,935	-23,508	-23,861	-24,338	-24,582
Други разходи (свързани с условни задължения)	-11,877	-9,943	-257	-3,477	-915	-13,551
Оперативна печалба	42,098	48,769	61,093	59,511	63,842	51,983
<i>Оперативен марж</i>	<i>5.24%</i>	<i>5.81%</i>	<i>7.06%</i>	<i>6.74%</i>	<i>7.09%</i>	<i>5.72%</i>

Реалистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	-118,440	-126,375	-130,419	-133,810	-135,951	-138,534
Оперативни и др. разходи	-158,910	-169,557	-174,983	-179,533	-183,123	-186,786
Себестойност на продадените стоки	-467,413	-498,730	-514,689	-530,130	-540,732	-551,547
Амортизация	-22,053	-23,597	-24,423	-25,155	-25,658	-26,172
Оперативна печалба	58,258	64,570	69,214	72,512	74,498	76,124
<i>Оперативен марж</i>	<i>7.10%</i>	<i>7.36%</i>	<i>7.62%</i>	<i>7.75%</i>	<i>7.81%</i>	<i>7.82%</i>

Оптимистичен сценарий хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Разходи за материали	-122,759	-134,667	-141,670	-145,353	-147,679	-151,961
Оперативни и др. разходи	-164,705	-180,682	-190,077	-195,019	-198,920	-204,887
Себестойност на продадените стоки	-484,459	-531,451	-559,087	-575,859	-587,377	-604,998
Амортизация	-22,053	-24,258	-25,593	-26,360	-26,887	-27,694
Оперативна печалба	63,819	72,517	79,046	82,744	84,980	87,677
<i>Оперативен марж</i>	<i>7.49%</i>	<i>7.73%</i>	<i>7.99%</i>	<i>8.12%</i>	<i>8.18%</i>	<i>8.19%</i>

НЕТЕЦ ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

Нетният оборотен капитал (НОК) е финансов показател, свързан с ликвидността на Дружеството. Задно с дълготрайните активи, каквито са машините и оборудването, оборотния капитал се счита за част от оперативния капитал и се изчислява като от краткотрайните активи се приспадат краткотрайните пасиви.

Изчислението на НОК на „Софарма“ АД е на база прогнозния баланс, който е в съответствие с бъдещите разчети на приходите и разходите и отново е представен в три сценария – оптимистичен, реалистичен и песимистичен. За целите на настоящата оценка, НОК е изчислен като разлика между непаричните краткотрайни активи и нелихвените задължения. Основни показатели при изчислението на нетния оборотен капитал са: вземанията, задълженията и обръщаемостта на материалните запаси в дни. Съществената разлика между трите сценария е в различните допускания за обръщаемост на вземанията в дни. Обръщаемостта е прогнозирана на база историческите показатели на Дружеството, които са коригирани в зависимост от характера на прогнозирания сценарий. Историческите показатели за обръщаемост на вземанията са показани в следващата таблица:

ТАБЛИЦА 23: ОБРАЩАЕМОСТ НА ВЗЕМАНИЯТА В ДНИ ЗА ИСТОРИЧЕСКИЯ ПЕРИОД

Обращаемост на вземанията (в дни)	2011	2012	2013
1 Общо приходи от продажби	646,506	690,907	767,600
2 Сума на разходите (без разходи за персонал и амортизация)	526,581	557,150	610,714
3 Обща сума на вземанията	224,201	243,950	231,534
4 Материални запаси	126,022	130,950	139,596
5 Нелихвоносни задължения	81,259	70,424	82,042
6 Обращаемост на вземанията в дни (365/(1/3))	127	129	110
7 Материални запаси (365/(1/4))	71	69	66
8 Задължения към доставчици (365/(2/5))	56	46	49

Обращаемостта на вземанията за съответната година е изчислена като приходите от продажби за съответната година се раздели сумата на вземанията. Полученият коефициент е коефициента на обращаемост. 365 (броя на дни в една година) се разделя на коефициента на обращаемост за да се получи обращаемостта на вземанията в дни. Аналогични пресмятания се извършват за получаване на останалите данни за обращаемост на материалните запаси. Обращаемостта на задълженията към доставчици се изчислява чрез аналогични изчисления използвайки сумата на разходите (без амортизации и разходи за персонал доколкото същите не са задължения към доставчици) и сумата на нелихвоносните задължения.

Прогноза за показателите на обращаемост на оборотния капитал в дни, за периода 2014-2019г., съобразена с историческите показатели и с характера на сценариите, е представена в следващата таблица:

ТАБЛИЦА 24: ПРОГНОЗНА ОБРАЩАЕМОСТ НА ВЗЕМАНИЯТА В ДНИ

Обращаемост на вземанията (в дни)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Песимистичен сценарий</i>							
Обращаемост на вземанията в дни	110	110	112	115	118	120	122
Материални запаси	66	67	67	68	69	69	70
Задължения към доставчици	49	47	46	45	44	43	45
<i>Реалистичен сценарий</i>							
Обращаемост на вземанията в дни	110	108	105	105	104	103	102
Материални запаси	66	66	65	65	64	64	64
Задължения към доставчици	49	48	47	47	46	46	45
<i>Оптимистичен сценарий</i>							
Обращаемост на вземанията в дни	110	106	104	102	101	100	99
Материални запаси	66	65	64	63	62	62	61
Задължения към доставчици	49	48	47	46	45	44	43

ТАБЛИЦА 25: ПРОМЕНИ В НЕПАРИЧНИЯ НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ НА „СОФАРМА“ АД

Показател	2011	2012	2013
Текущи активи (без парични средства)	350,223	374,900	371,130
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	81,259	70,424	82,042
Непаричен оборотен капитал	268,964	304,476	289,088
Промяна в непаричния оборотен капитал	24,507	35,512	(15,388)

Източник: *Одитирани годишни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД*

Изменението на непаричния оборотен капитал е базирано на изчисление на всеки от показателите му. Изчислението на текущите активи (без парични средства) за съответната година е направено като сумата на продажбите за тази година и за съответния сценарий е умножена по коефициента на обращаемост на вземанията за същия период и същия сценарий и произведението е разделено на 365 (броя на дни в една година). Към този резултат е прибавено и

аналогични сметки за обръщаемостта на материалните запаси, като показателя за съответния период и сценарий е умножен с приходите от продажби и производението е разделено на 365. Подобни изчисления са направени и за калкулиране на текущите пасиви (без лихвени задължения). Пример за всеки един от сценариите за 2014г. и 2015г. е даден в следващата таблица за онагледяване на изчисленията:

ТАБЛИЦА 26: ПРИМЕР ЗА НАЧИНА НА ИЗЧИСЛЕНИЕ НА ПРОМЯНАТА В НЕПАРИЧНИЯ ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

Показател в хил. лв.	2014	2015
<i>Песимистичен сценарий</i>		
1 Приходи от продажби	808,640	845,029
2 Разходи (без амортизация и персонал)	664,995	694,950
3 Обръщаемост на вземанията в дни	110	112
4 Материални запаси	67	67
5 Задължения към доставчици	47	46
6 Текущи активи (без парични средства) $((1*3+1*4)/365)$	392,135	414,411
7 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((2*5)/365)$	85,629	87,583
8 Непаричен оборотен капитал (6-7)	306,506	326,829
9 Промяна в непаричния Оборотен капитал	17,418	20,323
<i>Реалистичен сценарий</i>		
10 Приходи от продажби	825,074	882,830
11 Разходи (без амортизация и персонал)	663,682	707,906
12 Обръщаемост на вземанията в дни	108	105
13 Материални запаси	66	65
14 Задължения към доставчици	48	47
15 Текущи активи (без парични средства) $((10*12+10*13)/365)$	393,323	411,181
16 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((11*14)/365)$	87,279	91,155
17 Непаричен оборотен капитал (15-16)	306,044	320,026
18 Промяна в непаричния Оборотен капитал	16,956	13,982
<i>Оптимистичен сценарий</i>		
19 Приходи от продажби	857,796	943,575
20 Разходи (без амортизация и персонал)	687,669	764,300
21 Обръщаемост на вземанията в дни	106	104
22 Материални запаси	65	64
23 Задължения към доставчици	48	47
24 Текущи активи (без парични средства) $((19*21+19*22)/365)$	401,871	434,303
25 Текущи пасиви (без лихвени задължения) $((20*23)/365)$	90,433	98,417
26 Непаричен оборотен капитал (24-25)	311,438	335,886
27 Промяна в непаричния Оборотен капитал	22,350	24,448

Източник: Таблицы 19, 22 и 24

Прогнозираното изменение в непаричния оборотен капитал на „Софарма“ АД при всеки от трите сценария е представено в следващите таблици:

ТАБЛИЦА 27: ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕПАРИЧНИЯ ОБОРОТЕН КАПИТАЛ НА „СОФАРМА“ АД

Показател в хил. лв.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Песимистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	371,130	392,135	414,411	436,382	454,839	468,898	481,104
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	82,042	85,629	87,583	87,353	87,749	87,280	93,980
Непаричен оборотен капитал	289,088	306,506	326,829	349,029	367,090	381,618	387,124
Промяна в непаричния Оборотен капитал	(15,388)	17,418	20,323	22,201	18,061	14,528	5,506
<i>Реалистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	371,130	393,323	411,181	425,572	433,182	439,216	445,318

Текущи пасиви (без лихвени задължения)	82,042	87,279	91,155	94,038	94,645	96,470	96,244
Непаричен оборотен капитал	289,088	306,044	320,026	331,534	338,538	342,746	349,074
Промяна в непаричния Оборотен капитал	(15,388)	16,956	13,982	11,508	7,004	4,208	6,328
<i>Оптимистичен сценарий</i>							
Текущи активи (без парични средства)	371,130	401,871	434,303	450,008	457,890	464,182	472,205
Текущи пасиви (без лихвени задължения)	82,042	90,433	98,417	102,298	103,436	103,367	104,213
Непаричен оборотен капитал	289,088	311,438	335,886	347,710	354,454	360,815	367,992
Промяна в непаричния Оборотен капитал	(15,388)	22,350	24,448	11,824	6,743	6,362	7,177

НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Нормата на дисконтиране представлява процентът, с който се дисконтират бъдещите парични потоци към тяхната настояща стойност и е основна променлива на този процес. По своята същност, тя отразява възвращаемостта, която конкретния инвеститор изисква, за да предприеме дадена инвестиция при определено ниво на риск.

Друг подход при определяне на нормата на дисконтиране е нормата на възвращаемост когато капиталът, който конкретната инвестиция изисква, бъде вложен в друго начинание при сходно ниво на риск (т.е. алтернативната цена на капитала). Ако например необходимият капитал за даден проект, инвестиран другаде може да носи възвращаемост от 10%, може да бъде използван този процент като норма на дисконтиране при изчислението на Нетната настояща стойност, което ще позволи пряко сравнение между двата проекта.

Норма на дисконтиране, равняваща се на Среднопотеглената цена на капитала (СПЦК), се използва, когато за изчисление на стойността на капитала се прилага модела на дисконтираните парични потоци на дружеството. При равни други условия, СПЦК на едно дружество се повишава, когато неговата бета и изискваната норма на възвращаемост на собствения капитал нарастват, като това повишение води до по-ниска оценка на дружеството и по-висока норма на риск.

ТАБЛИЦА 28: КАПИТАЛОВА СТРУКТУРА НА „СОФАРМА“ АД В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН (ХИЛ.ЛВ.)

Консолидирани показатели	2011	2012	2013
Собствен капитал	365,812	391,353	412,775
Дълг	219,229	272,906	274,100
Общо	585,041	664,259	686,875
% Собствен капитал	62.53%	58.92%	60.09%
% Дълг	37.47%	41.08%	39.91%

Източник: Одитирани годишни и неодитирани междинни консолидирани финансови отчети на „Софарма“ АД

Мениджмънтът на „Софарма“ АД не предвижда значително повишаване на текущите нива на дълг на дружеството, а по-скоро да се обслужват текущите задължения съгласно техните погасителни планове. Разчетите за периода 2014-2019 са за запазване на нива на дълг в съотношение около 60/40 в полза на собствения капитал края на прогнозния период в унисон с отчетените историческите резултати на „Софарма“ АД от около 60/40.

Методологията за определяне цената на капитала се базира на методите на проф. Дамодаран, автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването на компании. На своя уеб сайт: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, проф. Дамодаран публикува актуални данни за рисковата премия за т.нар. „развити“ и също така за „развиващи се“ пазари. Тези оценки са използвани от широк кръг от инвеститори и анализатори по света, сред които Световната банка и Международния валутен фонд.

Среднопретеглената цена на капитала е изчислена на база следната формула:

$$WACC = WE * R + WD * CD * (1 - T)$$

Където:

WACC – среднопретеглена цена на капитала

WE – относително тегло на финансиране със собствен капитал

R – цена на собствения капитал

WD – относително тегло на финансиране с привлечен капитал

CD – цена на привлечения капитал

T – данъчна ставка за компанията

Среднопретеглената цена на капитала се определя като цената на финансиране със собствени средства и цената на финансиране с привлечен капитал се умножи по техните относителни тегла, които са изчислени за всяка отделна година при всеки от трите сценария.

От своя страна, цената на собствения капитал е изчислена на база следната формула:

$$R = R_f + \beta * R_m + R_b$$

Където:

R_f – безрисковата норма на възвращаемост

β – „бета“ на „Софарма“ АД

R_m – рискова премия за „развит“ пазар на акции

R_b – премия за странови риск

За целите на настоящите изчисления са използвани данни към 12 юни 2014 г. За безрисковата норма на възвращаемост (R_f) е използвана доходността на 10-годишните германски ценни книжа (DE0001102358 с падеж – 15.05.2024г.) – 1.374405%.

„Софарма“ АД е регистрирано като публично дружество през 2001 г., т.е. в исторически план акциите на дружеството се търгуват почти 13 години. Акциите на „Софарма“ АД са регистрирани за търговия в сегмент „Premium“ на „Българска Фондова Борса – София“ АД и принадлежат към нейния основен индекс SOFIX. Акциите се считат за едни от най-ликвидните инструменти на пода на местната борса. Също така, дружеството може да бъде определено и като „активно търгувано“, съгласно параграф 1, т.1 от Наредба №41 на КФН, поради което считаме, че използването на пазарната „бета“ е подходящо при изчислението на справедливата стойност на акциите. Тези обстоятелства са достатъчни за реално определяне на пазарна „бета“, която да дефинира пазарния риск на дружеството.

Информация за „бета“ на „Софарма“ АД може да бъде получена от системата на Bloomberg. Посочената там „бета“ на Дружеството възлиза на 0.75.

За изчислението на общата рискова премия за акциите на „Софарма“ АД, следва да започнем с рисковата премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея да прибавим рискова премия за странови риск. Исторически, рисковата премия за развити пазари възлиза на 5%, съгласно публикуваните данни на уеб сайта на проф. Дамодаран. Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа3 (каквото е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Според проф. Дамодаран, правителствените облигации с рейтинг Ваа3 се търгуват с премия от 285 б.т. над книжа с рейтинг ААА. За да се

получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се коригира с коефициента на волатилност на съответния пазар на акции. Съгласно проф. Дамодаран, този коефициент е със средни исторически стойности от 1.5. След корекцията, получаваме премия за странови риск в размер на 427.5 б.т. (4.275%).

За да финализираме изчислението на изискваната норма на възвращаемост от страна на акционерите, следва да обобщим наличната до момента информация:

ТАБЛИЦА 29: ДАННИ ЗА ИЗИСКВАНАТА НОРМА НА ВЪЗВРАЩАЕМОСТ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ

Показател	Резултат
Текуща доходност на 10-год германски ДЦК	1.37%
Бета	0.75
Рискова премия за развит пазар на акции	5.000%
Премии за странови риск	4.275%
Изисквана норма на възвращаемост	9.399%

За целта на определянето на цената на финансиране с привлечен капитал на „Софарма“ АД се използва публикация на БНБ, според която средният лихвен процент по кредити в лева за сектора нефинансови предприятия към месец март 2014 г. е 7.85% (включени са всички заеми с различни матуритети с изключение на овърдрафт кредитите). Тази статистика отразява най-добре пазарната реалност в България и затова 7.85% може да се приеме като реалистична пазарна цена на финансиране с привлечен капитал.

ТАБЛИЦА 30: СЪОТНОШЕНИЕ СОБСТВЕН КАПИТАЛ КЪМ ДЪЛГ

Показател в хил. лв.	31.3.2014	Дял от общия капитал
Собствен капитал	430,055	61.21%
Общо привлечен капитал	272,539	38.79%
Общо капитал	702,594	100.00%

Източник: Консолидиран междинен финансов отчет на „Софарма“ АД

Компанията има дългосрочни задължения по получени заеми към банки в размер на 55 955 лв. и текуща част от получени дългосрочни заеми към банки в размер на 216 584 хил. лв. Така общия размер на привлечения капитал на Дружеството е 272 539 хил. лв. Собствения капитал на Дружеството е в размер на 430 055 хил.лв. Претегляйки дела на всеки вид капитал към общия капитал на Дружеството, съответно се получава, че относителното тегло на финансиране със собствен капитал е 61.21% и относителното тегло на финансиране с привлечен капитал – 38.79%.

По формулата за изчисление на среднопетеглената цена на капитала:

$$WACC = WE * R + WD * CD * (1 - T)$$

замествайки пресметнатите по-горе стойности на отделните компоненти:

$$WACC = 61.21\% \times 9.399\% + 38.79\% \times 7.850\% \times (1 - 10\%) = 8.494\%$$

се стига до 8.494% като среднопетеглена цена на капитала на „Софарма“ АД.

Растежът на Дружеството след терминалния период (през следпрогнозния период) е ключов показател, към който цената по на дисконтираните парични потоци е особено чувствителна. Той е определящ за следпрогнозния период, когато се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на търговската дейност и затова се прогнозира, че нетните парични потоци ще останат постоянни или ще нарастват с устойчив темп – g.

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 се оперира. По тази причина посочената стойност на g трябва да е близка до стойностите, с които може да се очаква да расте българския БВП в дългосрочен план.

Предвид трите сценария сме заложили различни темпове на растеж, а именно:

Реалистичен: 2% – България като част от Европейския съюз е зависима от икономическото му развитие и състояние. Затова в дългосрочен план се приема, че икономиката на България, ще конвергира към средните нива на растеж на държавите членки. За нормални нива на растеж на икономиките от ЕС в дългосрочен план се приемат стойности около 2%, според различни изследвания и организации. Затова в периода след терминалната година се очаква приходите на „Софарма“ АД да растат със средно 2% на година.

Оптимистичен: 3% – За оптимистичния сценарий е предвиден ръст от 3%, или 1% повече от реалистичния сценарий. Този процент трябва да отрази не само по-доброто от очакваното развитие на българската икономика, но и по-специално развитието на фармацевтичната индустрия в дългосрочен план с по-високи високи темпове над средното ниво на икономиката.

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

КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез метода на дисконтираните парични потоци на дружеството получаваме справедливата стойност на дейността на Дружеството към 12.06.2014 г. Периодът на дисконтиране също е определен в зависимост от тази дата и отчита дните между 12.06.2014 г. и 31.12.2019 г., като първият период е с крайна дата 31.12.2014 г. и броят на дните между датата на оценка и края на 2014 г. е разделен на 365. Справедливата стойност на компанията е получена чрез приспадането на нетните задължения (общо дълг минус парични средства и еквиваленти), отчетени на база последния междинен консолидиран отчет на „Софарма“ АД към 31.03.2014 г.

Следващите таблици представят детайлните прогнози и изчисления за всеки от трите сценария:

ТАБЛИЦА 31: ПЕСИМИСТИЧЕН СЦЕНАРИЙ

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	803,778	839,948	865,146	882,449	900,098	909,099
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	4,862	5,081	5,233	5,338	5,445	5,499
Общо приходи от дейността	808,640	845,029	870,380	887,787	905,543	914,598
Годишен ръст	5.99%	4.50%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%
Разходи за материали	-116,508	-121,401	-124,922	-127,295	-129,332	-130,496
Оперативни и др. разходи	-156,318	-162,883	-167,607	-170,791	-174,207	-175,949
Себестойност на продадените стоки	-459,787	-479,098	-492,992	-502,852	-512,909	-518,038
Амортизация	-22,053	-22,935	-23,508	-23,861	-24,338	-24,582
Други разходи (свързани с условни задължения)	-11,877	-9,943	-2,257	-3,477	-915	-13,551
Оперативна печалба	42,098	48,769	61,093	59,511	63,842	51,983
Оперативен марж	5.24%	5.81%	7.06%	6.74%	7.09%	5.72%
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	37,888	43,892	54,984	53,560	57,458	46,784
Амортизация	22,053	22,935	23,508	23,861	24,338	24,582

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

Инвестиции	25,790	25,842	25,894	25,945	25,997	26,049
Промяна в оборотния капитал	17,418	20,323	22,201	18,061	14,528	5,506
Нетен свободен паричен поток	16,733	20,662	30,398	33,415	41,271	39,811
Норма на дискотиране	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%
Дискотиращ фактор	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69	0.64
Настояща стойност на свободни парични потоци	15,995	18,204	24,680	25,005	28,467	25,310
Терминална стойност						536,561
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	137,661					
Настояща стойност на терминална стойност	341,116					
Справедлива стойност на Дружеството	478,777					
Нетен дълг към 31.03.2014	246 944					
Справедлива стойност на СК на Дружеството	231,833					
Брой акции	132,000,000					
Стойност на една акция в лв.	1.756					

ТАБЛИЦА 32: РЕАЛИСТИЧЕН СЦЕНАРИЙ

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	820,016	877,417	908,127	935,370	954,078	973,159
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	5,058	5,412	5,602	5,770	5,885	6,003
Общо приходи от дейността	825,074	882,830	913,729	941,140	959,963	979,162
<i>Годишен ръст</i>	<i>8.11%</i>	<i>7.00%</i>	<i>3.50%</i>	<i>3.00%</i>	<i>2.00%</i>	<i>2.00%</i>
Разходи за материали	-118,440	-126,375	-130,419	-133,810	-135,951	-138,534
Оперативни и др. разходи	-158,910	-169,557	-174,983	-179,533	-183,123	-186,786
Сбестойност на продадените стоки	-467,413	-498,730	-514,689	-530,130	-540,732	-551,547
Амортизация	-22,053	-23,597	-24,423	-25,155	-25,658	-26,172
Оперативна печалба	58,258	64,570	69,214	72,512	74,498	76,124
<i>Оперативен марж</i>	<i>7.10%</i>	<i>7.36%</i>	<i>7.62%</i>	<i>7.75%</i>	<i>7.81%</i>	<i>7.82%</i>
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	52,432	58,113	62,293	65,261	67,048	68,511
Амортизация	22,053	23,597	24,423	25,155	25,658	26,172
Инвестиции	25,868	26,250	26,637	27,030	27,571	28,122
Промяна в оборотния капитал	16,956	13,982	11,508	7,004	4,208	6,328
Нетен свободен паричен поток	31,661	41,479	48,571	56,383	60,928	60,233
Норма на дискотиране	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%
Дискотиращ фактор	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69	0.64
Настояща стойност на свободни парични потоци	30,264	36,545	39,434	42,193	42,025	38,293
Терминална стойност						946,082
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	228,753					
Настояща стойност на терминална стойност	601,467					
Справедлива стойност на Дружеството	830,220					
Нетен дълг към 31.03.2014	246 944					
Справедлива стойност на СК на Дружеството	583,276					
Брой акции	132,000,000					
Стойност на една акция в лв.	4.419					

ТАБЛИЦА 33: ОПТИМИСТИЧЕН СЦЕНАРИЙ

Хил. лв.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажби	852,492	937,741	,989,317	1,018,996	1,039,376	1,070,558
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	5,304	5,834	6,155	6,340	6,467	6,661
Общо приходи от дейността	857,796	943,575	,995,472	1,025,336	1,045,843	1,077,218
<i>Годишен ръст</i>	<i>12.34%</i>	<i>10.00%</i>	<i>5.50%</i>	<i>3.00%</i>	<i>2.00%</i>	<i>3.00%</i>
Разходи за материали	-122,759	-134,667	-141,670	-145,353	-147,679	-151,961

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД

Оперативни и др. разходи	-164,705	-180,682	-190,077	-195,019	-198,920	-204,887
Себестойност на продадените стоки	-484,459	-531,451	-559,087	-575,859	-587,377	-604,998
Амортизация	-22,053	-24,258	-25,593	-26,360	-26,887	-27,694
Оперативна печалба	63,819	72,517	79,046	82,744	84,980	87,677
Оперативен марж	7.49%	7.73%	7.99%	8.12%	8.18%	8.19%
Данъчна ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Оперативна печалба след данъци	57,437	65,265	71,141	74,470	76,482	78,910
Амортизация	22,053	24,258	25,593	26,360	26,887	27,694
Инвестиции	25,868	26,385	26,913	27,451	28,000	28,560
Промяна в оборотния капитал	22,350	24,448	11,824	6,743	6,362	7,177
Петен свободен паричен поток	31,272	38,690	57,997	66,635	69,008	70,866
Норма на дисконтиране	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%
Дисконтиращ фактор	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69	0.64
Настояща стойност на свободни парични потоци	29,893	34,088	47,087	49,865	47,598	45,053
Терминална стойност						1,328,614
Сума от настоящите стойности на свободните парични потоци	253,583					
Настояща стойност на терминална стойност	844,659					
Справедлива стойност на Дружеството	1,098,242					
Нетен дълг към 31.03.2014	246,944					
Справедлива стойност на СК на Дружеството	851,298					
Брой акции	132,000,000					
Стойност на една акция в лв.	6.449					

Теглата, които отделните сценарии заемат в общата оценка по метода на дисконтираните парични потоци отразяват вижданията на ръководството на „Софарма“ АД за реалистичността на отделните сценарии.

ТАБЛИЦА 34: СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА БАЗА МЕТОДА НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Сценарий	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Песимистичен сценарий	1.756	20%	0.351
Реалистичен сценарий	4.419	60%	2.651
Оптимистичен сценарий	6.449	20%	1.290
Средна цена на база трите сценария			4.292

МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Стойността на акциите по метода на Нетната стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение.

Стойността на активите и задълженията на дружеството е определена на база информацията от последния консолидиран междинен счетоводен отчет на „Софарма“ АД към 31.03.2014 г. Дружеството няма смитирани ценни книжка, които да дават приоритет на инвеститори пред притежателите на обикновени акции.

Резултатът от изчисленията на база междинния консолидиран финансов отчет на „Софарма“ АД към 31.03.2014 г. е 3.258 лв. за една акция на дружеството:

ТАБЛИЦА 35: СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА БАЗА МЕТОДА НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Показатели - към 31.03.2014 г.	сумя (в хил.лв.)
Стойност на активите	799,158
Общо краткосрочни задължения	297,596
Общо дългосрочни задължения	71,507
Нетна стойност на активите (1-2-3)	430,055
Брой акции (хил. броя)	132,000
Нетна стойност на активите за 1 акция (лв.)	3.258

ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

Теглата, които са използвани при оценката на справедливата стойност на акциите на „Софарма“ АД са тези, които най-пълно съответстват на предмета на дейност на дружеството и неговия размер. Теглата на всеки от оценъчните методи представят много добре обоснована база за сравнение на инвестиционните и рисковите характеристики на „Софарма“ АД. Относителните тегла са както следва:

- На метода за цена на затваряне на „Софарма“ АД, съгласно чл.5, ал.1 от Наредба №41, е присвоено тегло от 40%. Теглото отразява факта, че цената на затваряне достатъчно пълно интегрира вижданията на инвеститорите за тяхната стойност и потенциал за растеж. Освен това теглото е подадено на база ликвидната търговия с акциите на Дружеството. То принадлежи към сегмент „Premium“ на БФБ-София и към основния индекс на родната борса – „SOFIX“. В тази връзка Дружеството се счита за един от стълбовете на местната търговия с ценни книжа и неговите акции се ползват с широк интерес и доверие от страна на професионални и непрофесионални инвеститори.;
- Методът на дисконтираните парични потоци е с тегло от 25% поради способността му добре да отчете прогнозите за бъдещото развитие на Дружеството, възможностите му за генериране на парични средства и привеждането на стойността им към настоящия момент чрез дисконтирането им с приетата норма на дисконтиране. В условията на локална финансова криза и глобално възстановяване от такава криза е трудно да бъде извършено достатъчно прецизно краткосрочно и средносрочно прогнозиране. Поради тази причина методът на дисконтираните парични потоци, който принципно би получил по-високо тегло в крайната оценка, в настоящата оценка получава сравнително ниско такова;
- Оценката по методът на нетната стойност на активите е включена с тегло от 20%. Този метод отразява текущите активи и пасиви на Дружеството и може да не оцени до пълна степен потенциала за развитие на Дружеството. В случай, че инвеститорите вярват, че Дружеството има значителни възможности за растеж в бъдеще, те ще бъдат готови да платят за неговите акции стойност, която надвишава определената по този метод. Въпреки това, методът на нетната стойност на активите в условията на трудно прогнозиране успява в по-пълна светлина да отрази стойността на Дружеството, от където и получава в настоящата оценка сравнително високо тегло от теоретично присъжданото му такова.
- 15% тегло е определено и на метода на пазарните множители на дружествата-аналози. Използването на този метод би било най-удачно за оценка в случай, че е налице съществено припокриване в показатели като: вид на дейността на дружествата, големина, пазари, на които оперират, продукти, притежавани търговски марки др., както и ако са търгуемни на регулиран пазар. Недостатък на този метод е, че неговото прилагане често е свързано с корекции от страна оценителя, тъй като в повечето случаи избраните дружествата-аналози са по-скоро сходни, отколкото идентични на оценяваната компания.

СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА „СОФАРМА“ АД НА БАЗА МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА

Както бе посочено, „Софарма“ АД отговаря на изискванията на параграф 1 от допълнителните разпоредби на

Наредба №41 и акциите на Дружеството могат да бъдат дефинирани като активно търгуеми. Общият обем на търгуваните акции за последните три месеца – от 11.03.2014 г. до 11.06.2014 г. е 1 291 275 бр. акции, а среднодневния обем е 21 168.44 (при 61 сесии на търговия). Акционерния капитал на „Софарма“ АД е разпределен в 132 000 000 броя акции, и при дневно ограничение в Наредба №41 от 0.1% това прави изискване за търговия на поне 13 200 броя акции дневно.

Настоящата оценка приема закръгляне надолу до втория знак след десетичната запетая в изчисляването на крайната оценка на акция на „Софарма“ АД.

Таблица 1: Справедлива цена на акциите на „Софарма“ АД по различните методи за оценка

Показател	Цена за една акция в лв.	Тегло	Цена за една акция в лв.
Цена на затваряне на 11.06.2014	4.410	40%	1.764
Метод на пазарните аналози	4.330	15%	0.650
Метод на дисконтираните нетни парични потоци	4.292	25%	1.073
Метод на нетната балансова стойност на активите	3.258	20%	0.652
Крайна оценка			4.14

НА БАЗА ПО-ГОРНАТА ОЦЕНКА, „СОФАРМА“ АД, ЗА ЦЕЛТЕ НА ПРЕОБРАЗУВАНЕТО, ПРЕДЛАГА СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА ЦЕНАТА ЗА ЕДНА АКЦИЯ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ 4.14 ЛВ. ЗА ЕДНА АКЦИЯ.

За „СОФАРМА“ АД:

Огнян Донев

ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР



За извършилия оценката ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК „ЕЛАНА ТРЕЙДИНГ“ АД:

Радослава Масларска
ПРЕДСЕДАТЕЛ НА СД

Момчил Тиков
ИЗПЪЛНИТЕЛЕН ДИРЕКТОР



На 10.10.2014 г., Аксения Монова, нотариус в район Софийски районен съд, рег. № 015 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:
Огнян Иванов Донеv, ЕГН 5712226766, лична карта № 641311145, издадена на 25.10.2010г. от МВР-София, представляващ "СОФАРМА" АД, ЕИК 831902088, със седалище и адрес на управление: гр. София, ул. Илиенско шосе 16
Рег. № 2236, Събрана такса: лв.

НОТАРИУС:

