

20/07/2023	1,748	3.072539925	6.009365761	10504.37
19/07/2023	1,748	3.072539925	6.009365761	10504.37
18/07/2023	1,748	3.072539925	6.009365761	10504.37
17/07/2023	1,748	3.072539925	6.009365761	10504.37
14/07/2023	126	2.911484023	5.694367797	717.4903
13/07/2023	105	2.762929017	5.403819459	567.401
Общо акции	30,580			
Средна цена, лева	6.604892138			
Общ оборот, лева	201977.6016			

Източник: Bloomberg

Като отчетохме факта, че изтъргуваният обем за периода на БФБ е значително надхвърля този на Варшавската борса, то определяме като основен пазар БФБ.

Анализ на изпълнението на условието за активно търгувани акции	6-месечен период преди датата на оценката
Начална дата на шестмесечния период	13.07.2023 г.
Крайна дата на шестмесечния период	12.01.2023 г.
Определяне на изпълнение на хипотеза от буква а, подбуква аа: <i>„минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0,01 % от общия брой акции на дружеството от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период“</i>	
Изтъргуван обем, акции	2,114,723
Общо акции в обращение (средно за периода)*	141,653,667.46196
Изтъргуван обем като % от акциите в обращение	1.4928826326%
Брой търговски сесии в периода	126
Среднодневен (на сесия) изтъргуван обем, брой акции	16783.51587
Изтъргуван среднодневен обем като % от капитала	0.0118482749%
Изпълнено ли е условието по буква а, подбуква аа?	Да
Брой сесии, на които има търговия с акции на дружеството	125
Определяне на изпълнение на хипотеза от буква а, подбуква бб: <i>„формират не по-малко от 1 % от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода“</i>	
Общ оборот с акции на дружеството на мястото за търговия с най-голям изтъргуван обем, лева	13,249,686.88
Общ оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем, лева	293,045,607.56
Относителен дял на на акциите на дружеството в общия изтъргуван обем акции на мястото за търговия	4.5213736491%
Изпълнено ли е условието по буква а, подбуква бб?	Да
Налице ли е изпълнение на поне едно от двете условия по буква а?	Да
Определяне на изпълнение на хипотеза от буква б, подбуква аа: <i>„сделки с акции на дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии“</i>	
Брой търговски сесии в периода	126
Брой търговски сесии в периода, в които е имало сделки с емисията	125



ПРАЗНА СТРАНИЦА



Относителен дял на броя сесии с търговия на акциите на дружеството	99.2063492063%
Изпълнено ли е условието по буква б, подбуква аа?	Да
Определяне на изпълнение на хипотеза от буква б, подбуква бб: „броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, е не по-малко от пет“	
Брой търговски сесии в периода, в които е имало 5 или повече сделки с акции от емисията	114
Изпълнено ли е условието по буква б, подбуква бб?	Да
Налице ли е изпълнение на поне едно от двете условия по буква а?	Да
Налице ли е хипотеза за активно търгувани акции при изпълнение на поне едно от двете условия по буква а и поне едно от двете условия по буква б?	Да
Общ оборот с акции на дружеството на мястото за търговия с най-голям изтъргуван обем, лева	13,249,686.88
Изтъргуван обем, акции	2,114,723
Средна цена за периода**	6.265447948

Въз основа на гореизложеното, броят изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции (БФБ) за последните шест месеца преди датата на обосновката (периода 13.07.2023 г. до 12.01.2024 г.) е 2,114,723 акции на дружеството, изтъргувани на БФБ и съставляващи 1.4928826326% от общия брой акции в обращение на дружеството (141,653,667.46196 акции).

Средната цена за периода е 6.265447948 лева, следователно определяме справедлива стойност активно търгувани акции от **6.27 лева**.

Следва да бъдат отчетени два допълнителни факта. През 2023 г. са извършени 2 разпределяния на дивидент – с решение на ОСА от 02.06.2023 г. е разпределен дивидент на 27.07.2023 г. в размер на 0.60 лв на акция, а на 24.11.2023 г. е взето решение за разпределяне на брутен дивидент в размер на 0.90 лв на акция, платим на 22.01.2024 г. Тъй като право на дивидент имат лицата, които са били акционери 14 календарни дни след датата на ОСА, на което е взето решение за изплащане на дивидент, може да бъде считано, че на началната дата от шестмесечния период, вече е бил изтекъл срокът за правоимане (16.06.2023 г.) по отношение на първия дивидент, но лицата, които са били акционери в периода 25.11.2023 г. (датата следващо решението на ОСА) до 06.12.2023 г. са отчитали в цената възможността за получаване на дивидент в размер на 0.90 лв. на акция от лицата, които са акционери към 06.12.2023 г. В този смисъл, по отношение на сделките с акции на дружеството, извършени в периода 25.11.2023 – 06.12.2023 г., в цената на акция при борсови сделки е включена и информация, отразяваща гласуван дивидент, което налага за този период цената по борсови сделки да бъде нетирана от дивидент в размер на 0.90 лева на акция. За целта са направени следните изчисления по отношение на сделките със сетълмент в периода 25.11.2023 – 06.12.2023 г.:



ПРИЗНА СТРАНИЦА



Дата и час на сделката на БФБ	Бр. акции	Ед. Цена, лв.	Дивидент, лв.	Цена нетирана от дивидент, лв.*	Брутен оборот, лв.	Нетен оборот (след приспаднал ефект на дивидент), лв.*
4.12.2023 16:37	200	7.14	0.90	6.24	1 428.00	1 248.00
4.12.2023 16:37	800	7.14	0.90	6.24	5 712.00	4 992.00
4.12.2023 16:37	1,250	7.14	0.90	6.24	8 925.00	7 800.00
4.12.2023 16:37	1,300	7.14	0.90	6.24	9 282.00	8 112.00
4.12.2023 16:37	450	7.14	0.90	6.24	3 213.00	2 808.00
4.12.2023 16:04	1,550	7.14	0.90	6.24	11 067.00	9 672.00
4.12.2023 16:04	1,250	7.14	0.90	6.24	8 925.00	7 800.00
4.12.2023 16:04	600	7.12	0.90	6.22	4 272.00	3 732.00
4.12.2023 16:04	300	7.12	0.90	6.22	2 136.00	1 866.00
4.12.2023 16:04	600	7.12	0.90	6.22	4 272.00	3 732.00
4.12.2023 16:04	300	7.12	0.90	6.22	2 136.00	1 866.00
4.12.2023 15:07	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 15:06	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 15:03	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 15:02	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 14:59	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 14:57	300	7.10	0.90	6.20	2 130.00	1 860.00
4.12.2023 14:57	54	7.10	0.90	6.20	383.40	334.80
4.12.2023 14:56	125	7.02	0.90	6.12	877.50	765.00
4.12.2023 14:56	120	7.04	0.90	6.14	844.80	736.80
4.12.2023 14:56	100	7.04	0.90	6.14	704.00	614.00
4.12.2023 14:56	800	7.04	0.90	6.14	5 632.00	4 912.00
4.12.2023 14:56	4,000	7.06	0.90	6.16	28 240.00	24 640.00
4.12.2023 14:56	500	7.08	0.90	6.18	3 540.00	3 090.00
4.12.2023 14:56	105	7.08	0.90	6.18	743.40	648.90
4.12.2023 14:56	20	7.08	0.90	6.18	141.60	123.60
4.12.2023 14:56	3,000	7.08	0.90	6.18	21 240.00	18 540.00
4.12.2023 14:56	230	7.08	0.90	6.18	1 628.40	1 421.40
4.12.2023 14:29	946	7.10	0.90	6.20	6 716.60	5 865.20
4.12.2023 14:29	54	7.10	0.90	6.20	383.40	334.80
4.12.2023 14:19	446	7.10	0.90	6.20	3 166.60	2 765.20
4.12.2023 14:19	54	7.10	0.90	6.20	383.40	334.80
4.12.2023 14:08	70	7.10	0.90	6.20	497.00	434.00
4.12.2023 13:50	700	7.10	0.90	6.20	4 970.00	4 340.00
4.12.2023 13:42	176	7.10	0.90	6.20	1 249.60	1 091.20
4.12.2023 13:42	99	7.10	0.90	6.20	702.90	613.80
4.12.2023 13:34	100	7.10	0.90	6.20	710.00	620.00
4.12.2023 13:11	800	7.10	0.90	6.20	5 680.00	4 960.00
4.12.2023 12:22	1	7.10	0.90	6.20	7.10	6.20

4.12.2023 12:22	23	7.10	0.90	6.20	163.30	142.60
4.12.2023 12:01	411	7.10	0.90	6.20	2 918.10	2 548.20
4.12.2023 12:01	589	7.10	0.90	6.20	4 181.90	3 651.80
4.12.2023 12:00	121	7.10	0.90	6.20	859.10	750.20
4.12.2023 11:56	100	7.10	0.90	6.20	710.00	620.00
4.12.2023 11:55	190	7.10	0.90	6.20	1 349.00	1 178.00
4.12.2023 11:55	1,810	7.10	0.90	6.20	12 851.00	11 222.00
4.12.2023 11:54	290	7.10	0.90	6.20	2 059.00	1 798.00
4.12.2023 11:35	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 11:35	281	7.10	0.90	6.20	1 995.10	1 742.20
4.12.2023 11:35	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
4.12.2023 11:16	819	7.10	0.90	6.20	5 814.90	5 077.80
4.12.2023 11:16	81	7.10	0.90	6.20	575.10	502.20
4.12.2023 11:07	519	7.10	0.90	6.20	3 684.90	3 217.80
4.12.2023 11:07	140	7.10	0.90	6.20	994.00	868.00
4.12.2023 11:07	90	7.10	0.90	6.20	639.00	558.00
4.12.2023 10:30	490	7.04	0.90	6.14	3 449.60	3 008.60
4.12.2023 10:23	930	7.04	0.90	6.14	6 547.20	5 710.20
4.12.2023 10:18	1,000	7.04	0.90	6.14	7 040.00	6 140.00
4.12.2023 10:10	20	7.10	0.90	6.20	142.00	124.00
1.12.2023 17:00	300	7.10	0.90	6.20	2 130.00	1 860.00
1.12.2023 17:00	700	7.10	0.90	6.20	4 970.00	4 340.00
1.12.2023 16:50	3,188	7.04	0.90	6.14	22 443.52	19 574.32
1.12.2023 16:50	20	7.04	0.90	6.14	140.80	122.80
1.12.2023 16:50	1,777	7.04	0.90	6.14	12 510.08	10 910.78
1.12.2023 16:41	223	7.04	0.90	6.14	1 569.92	1 369.22
1.12.2023 16:16	1,183	7.08	0.90	6.18	8 375.64	7 310.94
1.12.2023 16:07	2,000	7.08	0.90	6.18	14 160.00	12 360.00
1.12.2023 16:07	2,600	7.08	0.90	6.18	18 408.00	16 068.00
1.12.2023 15:47	91	7.10	0.90	6.20	646.10	564.20
1.12.2023 15:43	25	7.10	0.90	6.20	177.50	155.00
1.12.2023 15:23	110	7.10	0.90	6.20	781.00	682.00
1.12.2023 15:14	90	7.10	0.90	6.20	639.00	558.00
1.12.2023 14:57	1	7.10	0.90	6.20	7.10	6.20
1.12.2023 14:55	8	7.10	0.90	6.20	56.80	49.60
1.12.2023 14:53	385	7.10	0.90	6.20	2 733.50	2 387.00
1.12.2023 14:53	25	7.10	0.90	6.20	177.50	155.00
1.12.2023 14:44	1,050	7.10	0.90	6.20	7 455.00	6 510.00
1.12.2023 14:22	150	7.10	0.90	6.20	1 065.00	930.00
1.12.2023 13:50	350	7.10	0.90	6.20	2 485.00	2 170.00
1.12.2023 13:46	339	7.10	0.90	6.20	2 406.90	2 101.80
1.12.2023 13:39	500	7.10	0.90	6.20	3 550.00	3 100.00
1.12.2023 13:36	40	7.10	0.90	6.20	284.00	248.00
1.12.2023 13:30	160	7.10	0.90	6.20	1 136.00	992.00
1.12.2023 12:08	170	7.10	0.90	6.20	1 207.00	1 054.00

1.12.2023 12:02	2,830	7.10	0.90	6.20	20 093.00	17 546.00
1.12.2023 12:02	170	7.10	0.90	6.20	1 207.00	1 054.00
1.12.2023 12:02	200	7.10	0.90	6.20	1 420.00	1 240.00
1.12.2023 12:01	600	7.10	0.90	6.20	4 260.00	3 720.00
1.12.2023 11:59	4,000	7.10	0.90	6.20	28 400.00	24 800.00
1.12.2023 11:52	30	7.10	0.90	6.20	213.00	186.00
1.12.2023 11:52	592	7.10	0.90	6.20	4 203.20	3 670.40
1.12.2023 11:44	508	7.10	0.90	6.20	3 606.80	3 149.60
1.12.2023 11:12	5,000	7.10	0.90	6.20	35 500.00	31 000.00
1.12.2023 11:12	400	7.08	0.90	6.18	2 832.00	2 472.00
1.12.2023 11:12	100	7.08	0.90	6.18	708.00	618.00
1.12.2023 11:09	1,000	7.10	0.90	6.20	7 100.00	6 200.00
1.12.2023 11:09	100	7.10	0.90	6.20	710.00	620.00
1.12.2023 11:06	5,000	7.12	0.90	6.22	35 600.00	31 100.00
1.12.2023 10:57	3,728	7.12	0.90	6.22	26 543.36	23 188.16
1.12.2023 10:57	1,000	7.12	0.90	6.22	7 120.00	6 220.00
1.12.2023 10:57	272	7.12	0.90	6.22	1 936.64	1 691.84
1.12.2023 10:56	6	7.12	0.90	6.22	42.72	37.32
1.12.2023 10:54	690	7.12	0.90	6.22	4 912.80	4 291.80
1.12.2023 10:33	19,032	7.12	0.90	6.22	135 507.84	118 379.04
1.12.2023 10:33	1,000	7.12	0.90	6.22	7 120.00	6 220.00
1.12.2023 10:33	1,968	7.12	0.90	6.22	14 012.16	12 240.96
1.12.2023 10:30	116	7.12	0.90	6.22	825.92	721.52
1.12.2023 10:26	7,916	7.12	0.90	6.22	56 361.92	49 237.52
1.12.2023 10:26	1,560	7.12	0.90	6.22	11 107.20	9 703.20
1.12.2023 10:26	524	7.12	0.90	6.22	3 730.88	3 259.28
1.12.2023 10:18	476	7.12	0.90	6.22	3 389.12	2 960.72
1.12.2023 10:18	4,524	7.12	0.90	6.22	32 210.88	28 139.28
1.12.2023 10:18	1,500	7.12	0.90	6.22	10 680.00	9 330.00
1.12.2023 10:17	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
1.12.2023 10:15	90	7.12	0.90	6.22	640.80	559.80
1.12.2023 10:14	3,786	7.12	0.90	6.22	26 956.32	23 548.92
1.12.2023 10:14	1,214	7.12	0.90	6.22	8 643.68	7 551.08
1.12.2023 10:10	40	7.12	0.90	6.22	284.80	248.80
1.12.2023 10:10	200	7.12	0.90	6.22	1 424.00	1 244.00
30.11.2023 17:00	200	7.12	0.90	6.22	1 424.00	1 244.00
30.11.2023 16:38	1,200	7.12	0.90	6.22	8 544.00	7 464.00
30.11.2023 16:37	300	7.12	0.90	6.22	2 136.00	1 866.00
30.11.2023 16:35	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
30.11.2023 16:25	186	7.12	0.90	6.22	1 324.32	1 156.92
30.11.2023 16:25	14	7.12	0.90	6.22	99.68	87.08
30.11.2023 16:16	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
30.11.2023 16:15	2,886	7.12	0.90	6.22	20 548.32	17 950.92
30.11.2023 16:15	74	7.12	0.90	6.22	526.88	460.28
30.11.2023 16:09	700	7.12	0.90	6.22	4 984.00	4 354.00

30.11.2023 16:04	5,226	7.12	0.90	6.22	37 209.12	32 505.72
30.11.2023 16:03	4,091	7.12	0.90	6.22	29 127.92	25 446.02
30.11.2023 16:03	1,900	7.12	0.90	6.22	13 528.00	11 818.00
30.11.2023 16:03	1,500	7.12	0.90	6.22	10 680.00	9 330.00
30.11.2023 16:03	1,610	7.12	0.90	6.22	11 463.20	10 014.20
30.11.2023 16:03	150	7.12	0.90	6.22	1 068.00	933.00
30.11.2023 16:03	523	7.12	0.90	6.22	3 723.76	3 253.06
30.11.2023 16:02	286	7.12	0.90	6.22	2 036.32	1 778.92
30.11.2023 16:00	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
30.11.2023 15:51	120	7.10	0.90	6.20	852.00	744.00
30.11.2023 15:51	1,494	7.10	0.90	6.20	10 607.40	9 262.80
30.11.2023 15:41	8	7.10	0.90	6.20	56.80	49.60
30.11.2023 14:35	98	7.10	0.90	6.20	695.80	607.60
30.11.2023 13:32	1,000	7.08	0.90	6.18	7 080.00	6 180.00
30.11.2023 12:29	5	7.08	0.90	6.18	35.40	30.90
30.11.2023 12:29	183	7.08	0.90	6.18	1 295.64	1 130.94
30.11.2023 12:26	239	7.08	0.90	6.18	1 692.12	1 477.02
30.11.2023 12:26	90	7.08	0.90	6.18	637.20	556.20
30.11.2023 12:26	500	7.08	0.90	6.18	3 540.00	3 090.00
30.11.2023 12:26	21	7.08	0.90	6.18	148.68	129.78
30.11.2023 12:26	150	7.08	0.90	6.18	1 062.00	927.00
30.11.2023 11:10	198	7.10	0.90	6.20	1 405.80	1 227.60
30.11.2023 11:10	2,356	7.10	0.90	6.20	16 727.60	14 607.20
30.11.2023 10:58	185	7.10	0.90	6.20	1 313.50	1 147.00
30.11.2023 10:58	19	7.12	0.90	6.22	135.28	118.18
29.11.2023 17:00	459	7.10	0.90	6.20	3 258.90	2 845.80
29.11.2023 17:00	1	7.10	0.90	6.20	7.10	6.20
29.11.2023 17:00	499	7.10	0.90	6.20	3 542.90	3 093.80
29.11.2023 16:54	69	7.16	0.90	6.26	494.04	431.94
29.11.2023 16:54	1,300	7.14	0.90	6.24	9 282.00	8 112.00
29.11.2023 16:54	1666	7.14	0.90	6.24	11 895.24	10 395.84
29.11.2023 16:54	965	7.12	0.90	6.22	6 870.80	6 002.30
29.11.2023 16:22	100	7.10	0.90	6.20	710.00	620.00
29.11.2023 16:17	342	7.12	0.90	6.22	2 435.04	2 127.24
29.11.2023 16:17	158	7.12	0.90	6.22	1 124.96	982.76
29.11.2023 15:59	142	7.12	0.90	6.22	1 011.04	883.24
29.11.2023 15:47	200	7.12	0.90	6.22	1 424.00	1 244.00
29.11.2023 15:27	200	7.12	0.90	6.22	1 424.00	1 244.00
29.11.2023 15:19	300	7.12	0.90	6.22	2 136.00	1 866.00
29.11.2023 15:16	300	7.10	0.90	6.20	2 130.00	1 860.00
29.11.2023 15:16	100	7.10	0.90	6.20	710.00	620.00
29.11.2023 15:16	1,500	7.10	0.90	6.20	10 650.00	9 300.00
29.11.2023 15:16	150	7.10	0.90	6.20	1 065.00	930.00
29.11.2023 15:16	30	7.10	0.90	6.20	213.00	186.00
29.11.2023 15:16	298	7.14	0.90	6.24	2 127.72	1 859.52



29.11.2023 15:16	2	7.14	0.90	6.24	14.28	12.48
29.11.2023 15:15	243	7.14	0.90	6.24	1 735.02	1 516.32
29.11.2023 15:15	757	7.12	0.90	6.22	5 389.84	4 708.54
29.11.2023 15:09	53	7.12	0.90	6.22	377.36	329.66
29.11.2023 14:35	150	7.12	0.90	6.22	1 068.00	933.00
29.11.2023 14:34	1,000	7.14	0.90	6.24	7 140.00	6 240.00
29.11.2023 13:25	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
29.11.2023 13:22	20	7.14	0.90	6.24	142.80	124.80
29.11.2023 13:21	165	7.12	0.90	6.22	1 174.80	1 026.30
29.11.2023 13:21	15	7.12	0.90	6.22	106.80	93.30
29.11.2023 13:21	123	7.12	0.90	6.22	875.76	765.06
29.11.2023 13:01	200	7.14	0.90	6.24	1 428.00	1 248.00
29.11.2023 12:59	100	7.14	0.90	6.24	714.00	624.00
29.11.2023 11:37	65	7.12	0.90	6.22	462.80	404.30
29.11.2023 11:31	150	7.12	0.90	6.22	1 068.00	933.00
29.11.2023 11:30	100	7.12	0.90	6.22	712.00	622.00
29.11.2023 11:23	135	7.14	0.90	6.24	963.90	842.40
29.11.2023 11:23	165	7.14	0.90	6.24	1 178.10	1 029.60
29.11.2023 11:22	50	7.12	0.90	6.22	356.00	311.00
29.11.2023 11:12	100	7.14	0.90	6.24	714.00	624.00
29.11.2023 11:06	20	7.10	0.90	6.20	142.00	124.00
29.11.2023 10:57	30	7.14	0.90	6.24	214.20	187.20
29.11.2023 10:46	90	7.12	0.90	6.22	640.80	559.80
29.11.2023 10:38	30	7.12	0.90	6.22	213.60	186.60
29.11.2023 10:36	200	7.14	0.90	6.24	1 428.00	1 248.00
29.11.2023 10:13	135	7.12	0.90	6.22	961.20	839.70
29.11.2023 10:10	600	7.14	0.90	6.24	4 284.00	3 744.00
29.11.2023 10:10	250	7.14	0.90	6.24	1 785.00	1 560.00
29.11.2023 10:10	55	7.14	0.90	6.24	392.70	343.20
29.11.2023 10:10	100	7.16	0.90	6.26	716.00	626.00
28.11.2023 13:41	400	7.16	0.90	6.26	2 864.00	2 504.00
28.11.2023 13:06	600	7.14	0.90	6.24	4 284.00	3 744.00
28.11.2023 12:38	300	7.14	0.90	6.24	2 142.00	1 872.00
28.11.2023 12:35	300	7.14	0.90	6.24	2 142.00	1 872.00
28.11.2023 12:18	25	7.16	0.90	6.26	179.00	156.50
28.11.2023 12:18	239	7.16	0.90	6.26	1 711.24	1 496.14
28.11.2023 12:18	200	7.14	0.90	6.24	1 428.00	1 248.00
28.11.2023 12:18	36	7.14	0.90	6.24	257.04	224.64
28.11.2023 11:51	300	7.14	0.90	6.24	2 142.00	1 872.00
28.11.2023 11:25	300	7.14	0.90	6.24	2 142.00	1 872.00
28.11.2023 11:18	140	7.14	0.90	6.24	999.60	873.60
28.11.2023 11:07	251	7.14	0.90	6.24	1 792.14	1 566.24
28.11.2023 11:03	73	7.14	0.90	6.24	521.22	455.52
28.11.2023 10:18	200	7.16	0.90	6.26	1 432.00	1 252.00
28.11.2023 10:10	57	7.14	0.90	6.24	406.98	355.68

27.11.2023 16:36	100	7.14	0.90	6.24	714.00	624.00
27.11.2023 16:35	600	7.14	0.90	6.24	4 284.00	3 744.00
27.11.2023 16:35	60	7.14	0.90	6.24	428.40	374.40
27.11.2023 16:35	83	7.14	0.90	6.24	592.62	517.92
27.11.2023 16:35	100	7.14	0.90	6.24	714.00	624.00
27.11.2023 16:35	1	7.14	0.90	6.24	7.14	6.24
27.11.2023 16:17	400	7.16	0.90	6.26	2 864.00	2 504.00
27.11.2023 16:07	61	7.16	0.90	6.26	436.76	381.86
27.11.2023 15:54	1,000	7.16	0.90	6.26	7 160.00	6 260.00
27.11.2023 13:32	10	7.16	0.90	6.26	71.60	62.60
27.11.2023 13:32	87	7.16	0.90	6.26	622.92	544.62
27.11.2023 13:31	400	7.16	0.90	6.26	2 864.00	2 504.00
27.11.2023 13:14	13	7.16	0.90	6.26	93.08	81.38
27.11.2023 11:47	100	7.16	0.90	6.26	716.00	626.00
27.11.2023 11:47	500	7.16	0.90	6.26	3 580.00	3 130.00
27.11.2023 11:47	100	7.16	0.90	6.26	716.00	626.00
27.11.2023 11:47	500	7.16	0.90	6.26	3 580.00	3 130.00
27.11.2023 11:47	200	7.16	0.90	6.26	1 432.00	1 252.00
27.11.2023 11:47	29	7.16	0.90	6.26	207.64	181.54
27.11.2023 11:47	19	7.16	0.90	6.26	136.04	118.94
27.11.2023 11:16	824	7.20	0.90	6.30	5 932.80	5 191.20
27.11.2023 11:16	176	7.20	0.90	6.30	1 267.20	1 108.80
27.11.2023 11:06	190	7.18	0.90	6.28	1 364.20	1 193.20
27.11.2023 11:04	310	7.18	0.90	6.28	2 225.80	1 946.80
27.11.2023 10:56	484	7.20	0.90	6.30	3 484.80	3 049.20
27.11.2023 10:54	40	7.20	0.90	6.30	288.00	252.00
27.11.2023 10:23	450	7.20	0.90	6.30	3 240.00	2 835.00
27.11.2023 10:23	350	7.20	0.90	6.30	2 520.00	2 205.00
27.11.2023 10:20	200	7.20	0.90	6.30	1 440.00	1 260.00
27.11.2023 10:10	1	7.20	0.90	6.30	7.20	6.30
27.11.2023 10:10	499	7.20	0.90	6.30	3 592.80	3 143.70
24.11.2023 17:01	375	7.20	0.90	6.30	2 700.00	2 362.50
24.11.2023 17:00	1	7.20	0.90	6.30	7.20	6.30
24.11.2023 17:00	499	7.20	0.90	6.30	3 592.80	3 143.70
24.11.2023 16:47	200	7.22	0.90	6.32	1 444.00	1 264.00
24.11.2023 16:43	500	7.20	0.90	6.30	3 600.00	3 150.00
24.11.2023 16:42	15	7.20	0.90	6.30	108.00	94.50
24.11.2023 16:41	430	7.20	0.90	6.30	3 096.00	2 709.00
24.11.2023 16:41	30	7.22	0.90	6.32	216.60	189.60
24.11.2023 16:39	60	7.22	0.90	6.32	433.20	379.20
24.11.2023 16:39	40	7.22	0.90	6.32	288.80	252.80
24.11.2023 16:33	510	7.22	0.90	6.32	3 682.20	3 223.20
24.11.2023 16:33	300	7.22	0.90	6.32	2 166.00	1 896.00
24.11.2023 16:32	289	7.22	0.90	6.32	2 086.58	1 826.48
24.11.2023 16:26	100	7.22	0.90	6.32	722.00	632.00



24.11.2023 16:25	300	7.22	0.90	6.32	2 166.00	1 896.00
24.11.2023 16:25	161	7.22	0.90	6.32	1 162.42	1 017.52
24.11.2023 16:25	839	7.22	0.90	6.32	6 057.58	5 302.48
24.11.2023 16:23	11	7.22	0.90	6.32	79.42	69.52
24.11.2023 16:23	389	7.22	0.90	6.32	2 808.58	2 458.48
24.11.2023 15:52	461	7.22	0.90	6.32	3 328.42	2 913.52
24.11.2023 15:49	369	7.22	0.90	6.32	2 664.18	2 332.08
24.11.2023 15:49	165	7.22	0.90	6.32	1 191.30	1 042.80
24.11.2023 15:41	110	7.24	0.90	6.34	796.40	697.40
24.11.2023 15:36	35	7.22	0.90	6.32	252.70	221.20
24.11.2023 15:36	110	7.22	0.90	6.32	794.20	695.20
24.11.2023 15:32	855	7.22	0.90	6.32	6 173.10	5 403.60
24.11.2023 15:32	70	7.22	0.90	6.32	505.40	442.40
24.11.2023 15:28	75	7.18	0.90	6.28	538.50	471.00
24.11.2023 15:23	330	7.22	0.90	6.32	2 382.60	2 085.60
24.11.2023 15:22	20	7.20	0.90	6.30	144.00	126.00
24.11.2023 15:22	150	7.20	0.90	6.30	1 080.00	945.00
24.11.2023 15:14	30	7.20	0.90	6.30	216.00	189.00
24.11.2023 14:51	100	7.20	0.90	6.30	720.00	630.00
24.11.2023 14:44	55	7.20	0.90	6.30	396.00	346.50
24.11.2023 14:44	445	7.20	0.90	6.30	3 204.00	2 803.50
24.11.2023 14:36	55	7.20	0.90	6.30	396.00	346.50
24.11.2023 14:36	200	7.20	0.90	6.30	1 440.00	1 260.00
24.11.2023 14:36	200	7.20	0.90	6.30	1 440.00	1 260.00
24.11.2023 14:36	45	7.20	0.90	6.30	324.00	283.50
24.11.2023 14:35	300	7.20	0.90	6.30	2 160.00	1 890.00
4.11.2023 14:16	200	7.20	0.90	6.30	1 440.00	1 260.00
24.11.2023 14:11	500	7.20	0.90	6.30	3 600.00	3 150.00
24.11.2023 13:06	55	7.20	0.90	6.30	396.00	346.50
23.11.2023 16:54	300	7.18	0.90	6.28	2 154.00	1 884.00
23.11.2023 16:54	129	7.18	0.90	6.28	926.22	810.12
23.11.2023 16:54	447	7.18	0.90	6.28	3 209.46	2 807.16
23.11.2023 16:54	624	7.18	0.90	6.28	4 480.32	3 918.72
23.11.2023 16:52	576	7.18	0.90	6.28	4 135.68	3 617.28
23.11.2023 16:52	324	7.18	0.90	6.28	2 326.32	2 034.72
23.11.2023 16:50	123	7.18	0.90	6.28	883.14	772.44
23.11.2023 16:50	102	7.18	0.90	6.28	732.36	640.56
23.11.2023 16:40	80	7.18	0.90	6.28	574.40	502.40
23.11.2023 16:14	10	7.16	0.90	6.26	71.60	62.60
23.11.2023 16:14	240	7.16	0.90	6.26	1 718.40	1 502.40
23.11.2023 15:25	134	7.18	0.90	6.28	962.12	841.52
23.11.2023 15:25	30	7.18	0.90	6.28	215.40	188.40
23.11.2023 15:25	100	7.18	0.90	6.28	718.00	628.00
23.11.2023 15:25	196	7.18	0.90	6.28	1 407.28	1 230.88
23.11.2023 15:24	25	7.18	0.90	6.28	179.50	157.00

23.11.2023 15:03	21	7.18	0.90	6.28	150.78	131.88
23.11.2023 14:53	90	7.18	0.90	6.28	646.20	565.20
23.11.2023 14:44	200	7.16	0.90	6.26	1 432.00	1 252.00
23.11.2023 14:42	200	7.16	0.90	6.26	1 432.00	1 252.00
23.11.2023 14:42	84	7.16	0.90	6.26	601.44	525.84
23.11.2023 14:19	100	7.18	0.90	6.28	718.00	628.00
23.11.2023 13:36	216	7.16	0.90	6.26	1 546.56	1 352.16
23.11.2023 13:36	291	7.16	0.90	6.26	2 083.56	1 821.66
23.11.2023 11:59	15	7.18	0.90	6.28	107.70	94.20
23.11.2023 10:39	500	7.16	0.90	6.26	3 580.00	3 130.00

Източник: <https://www.investor.bg/companies/view/SFA>, с изключение на колоните маркирани с *, представляващи изчисления на СИС.

На тази база изчисляваме:

Общо изтъргувани акции със сетълмент в периода 25.11.2023 – 06.12.2023 г.	190,304
Оборот, лв.	1,354,630.58
Оборот след нетиране, лв.	1,183,356.98
Средна цена преди нетиране, лв.	7.118245439
Средна цена след нетиране, лв.	6.218245439
Коректив дивидент в оборота, лв.	-171,273.60

Източник: Изчисления на СИС

Следва да бъде отчетено и че на 29.09.2023 г. е приключило първото упражняване на издадени от дружеството варианти, като са упражнени 37,792,679 варианта, с емисионна цена от 0.28 лв. всеки, и са придобити 37,792,679 акции на цена от 4.13 лв. на акция. Цената на една акция при процедура по упражняване на вариант се определя като към цената за придобиване на една акция (4.13 лв.) се добавя емисионната стойност на инструмента, даващ право на придобиване по такава цена (емисионната стойност на един вариант от 0.28 лв.) и следователно е налице придобиване на 29.09.2023 г. 37,792,679 акции на справедлива стойност от 4.41 лева.

Макар това придобиване на акции да не е с характер на борсова сделка, тези акции са придобити на пазарен принцип, чрез конвертиране на варианти, и самите акции от увеличението на капитала са допуснати до търговия на БФБ, поради което при определянето на пазарната цена на акциите за шестмесечния период следва да се отчете и ефектът от конвертиране на вариантите.

Показател	Стойност за 6-месечния период
Общ оборот с акции на дружеството на мястото за търговия с най-голям изтъргуван обем, лева	13,249,686.88
Корекция за разпределен дивидент (корекция на оборота в периода 25.11.2023 – 06.12.2023 с размера на брутен дивидент от 0.90 лева на акция)	-171,273.60



Реализиран оборот от упражняване на варианти и замяната им срещу акции	166,665,714.39
Общ оборот, лева	179,744,127.67
Общ обем, акции (изтъргуван обем от 2,114,723 + емитирани акции срещу упражнени варианти 37,792,679)	39,907,402
Средна цена за периода	4.504029796

Източник: Официални справки от Българска Фондова Бурса АД, издадени по искане на СИС.

Въз основа на извършения анализ, коригираната средна цена за предходните 6 месеца възлиза на **4.50 лева на акция**.

Точка 1^а. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13

Съгласно чл. 5, ал. 3 на Наредба 41 на КФН, ако акциите на дружеството не се търгуват активно през последните шест месеца преди датата на обосновката, справедливата цена на акциите се определя като средна претеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно методи от поне две от следните групи:

1. метод на дисконтираните парични потоци;
2. метод на нетната стойност на активите, и
3. методи, използващи пазарните множители на сходни дружества или на сключени сделки по придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, включително и по търгови предложения.

При изчисленията се използват компютърни модели. Това налага при анализа да се отчита неизбежността от възникване на изчислителна грешка, или „приемлива степен на неточност“ при използването на изчислителни алгоритми. Използвайки теоремите на Гелфонд-Шнайдер³³ и Линдеман – Вайерщрос³⁴ може да бъде показано, че значителна част от елементарните функции водят до резултат, който се явява трансцендентална функция (число с безкраен брой символи), и следователно от теоретична гледна точка, тези модели водят до така наречената „дилема на табличното представяне“, разгледана детайлно от Уилям Мортън Кейхан³⁵, по отношение на „разхода“ на изчислително време за представяне с достатъчна точност (брой знака) при компютърно изчисление. В практиката това е наложило използването на стандарта IEEE 754-2019³⁶.

16 от най-простите приложими в практиката методи на закръгляване са разгледани например в <https://www.clivemaxfield.com/diycalculator/popup-m-round.shtml>.

³³ <https://mathworld.wolfram.com/GelfondsTheorem.html>

³⁴ https://books.google.bg/books?id=jhIEAQAAMAAJ&pg=PA1067&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

³⁵ <https://people.eecs.berkeley.edu/~wkahan/LOG10HAF.TXT>

³⁶ <https://754r.ucbtest.org/background/>, приета през 2019 ревизия на версията от 2008 на IEEE 754 стандарта от 1985 - <https://ieeexplore.ieee.org/document/30711>



ПРАЗНА СТРАНИЦА



За целите на анализа, с цел осигуряване на одитна пътека, сме избрали степен на прецизност в изчисленията отговаряща на стандарта „двойна плаваща запетая“ (IEEE 754-2019) при компютърните изчислителни алгоритми, и съответно метод на закръгляне „до най-близкото число“ използвайки точност на резултата до втори знак, отговарящ на широко-приетото представяне на цени с точност до 0.01 валутни единици (цент, евроцент, стотинка и т.н.).

За избягване на недоразумение, този избор се базира изцяло на субективна преценка на анализатора, и не следва да бъде възприеман или представян като „утвърдена“ или „добра практика“, получила одобрение от национален регулатор.

В § 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН е възприет само един от петте широкоизползвани FCFF модела³⁷, конкретно:

$$FCFF_i = EBIT_i * (1 - TR_i) + D_i - CAPEX_i - \Delta WC_i, \text{ където}$$

EBIT – консолидиран финансов резултат преди лихви и данъци;

TR – ефективна данъчна ставка на консолидирана основа;

D – амортизация;

CAPEX – дългосрочни инвестиции;

WC – оборотен капитал.

Компонентът EBIT*(1-TR) е рефериран в § 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН като „печалбата преди лихви след данъци“, а компонентът CAPEX като „инвестиции в нетекущи активи“.

В Приложение № 2 към чл. 8, ал. 3, т. 2 от Наредба №41 на КФН възприетата формула за определяне на стойността на дружеството въз основа на FCFF е

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{P_n}{(1+WACC_n)^n}, \text{ където } P_n \text{ измерва т. нар. „терминална стойност“, а } V_0 \text{ е „стойността на общия капитал“}.$$

За терминалната стойност в Приложение № 2 към чл. 8, ал. 3, т. 2 от Наредба №41 на КФН възприетата формулата

$$P_n = \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_{n+1}-g_{n+1})}, \text{ или замествайки в горната формула,}$$

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_{n+1}-g_{n+1}) * (1+WACC_n)^n}, \text{ където}$$

³⁷ Вж. напр. статията на Адам Хайес, Ph.D., CFA, притежаващ FINRA лицензи серии 7, 55 и 63 в Investopedia (<https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>).



ПРАЗНА СТРАНИЦА



g_{n+1} е темпът на прираст на FCFF след последната година в прогнозата;

$WACC_i$ е среднопретегляваната цена на финансиране, определена съгласно формулата

$$WACC_i = \frac{MVE_i}{MVE_i + MVD_i} * C_e + \frac{MVD_i}{MVE_i + MVD_i} * C_d * (1 - TR_i), \text{ където}$$

MVE_i е справедливата стойност на капитала в съответната година,

MVD_i е справедливата стойност на дълга в съответната година,

C_e е цената на капиталово финансиране,

C_d е цената на дългово финансиране.

Допустимо е използването на т. нар. Хипотеза на Гордън, че стойността във времето на $WACC$ и TR е постоянна, и тогава моделът може да бъде опростен до

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_0)^i} + \frac{FCFF_n(1+g_{n+1})}{(WACC_0 - g_{n+1})(1+WACC_0)^n} \text{ и съответно}$$

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{MVE_0 + MVD_0} * C_e + \frac{MVD_0}{MVE_0 + MVD_0} * C_d * (1 - TR_0)$$

Тази формула е предмет на модификация³⁸ с отчитане на факта, че дружествата привличат лихвоносен дълг (напр. банкови заеми и лизинг) и нелихвоносен дълг (напр. търговски задължения). Това налага компонентът MVD_0 да бъде дезагрегиран на два отделни компонента – лихвоносен дълг IBD , който се асоциира с определена цена на финансиране, и нелихвоносен дълг $NIBD$, който се асоциира с нулева цена и в този смисъл модифицираме:

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * C_d * (1 - TR_0) + \frac{NIBD_0}{TA_0} * 0, \text{ където } TA_0 \text{ са общите активи}^{39} \text{ на}$$

дружеството по справедлива стойност, което се опростява до

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * C_d * (1 - TR_0)$$

Съответно цената на дълга, C_d се определя като $C_d = \frac{IE_0}{IBD_0}$, където IE_0 е сумата на лихвените разходи на 12-месечна ТТМ база към датата на оценката.

След заместване получаваме:

³⁸ Дезагрегирането на дълга на лихвоносни и нелихвоносни инструменти е възприето от IASB в рамките на проекта „финансови инструменти с характеристики на капитал“ (FICE) и се очаква да залегне в IFRS-базираните модели-аналози на FCFF и FCFE (в процес на изготвяне от Университета в Милано по задание от Европейската Комисия).

³⁹ Доколкото активите по справедлива стойност са равни на сумата от дълговете (пасивите) по справедлива стойност и капитала.

$$WACC_0 = \frac{MVE_0}{TA_0} * C_e + \frac{IBD_0}{TA_0} * \frac{IE_0}{IBD_0} * (1 - TR_0).$$

За избягване на недоразумение:

MVE_0 = Стойността на капитала, определена в съответствие с МСФО към датата на оценката

TA_0 = Стойността на активите, определена в съответствие с МСФО към датата на оценката

IBD_0 = Пасиви, представляващи банков дълг, задължения по лизинг и факторинг с регрес

IE_0 = Сума на лихвените разходи за 12 – месечен период (ТТМ)

$TR_0 = \sum \frac{TFR_j * TR_j}{TFR_j}$, е ефективната данъчна ставка, където TFR_j е подлежащият на данъчно облагане финансов резултат (*“taxable financial result”*) в рамките на консолидираните финансови отчети в данъчна юрисдикция j , а TR_j е съответната приложима данъчна ставка в тази данъчна юрисдикция.

За целите на модела, поради липса на доказателства за противното, е прието допускането за т. нар. „данъчен неутралитет“, т.е., че бъдещата структура на облагаемия резултат в рамките на консолидирания резултат по данъчни юрисдикции ще остане статичен във времето, и съответно няма да настъпят промени в приложимите данъчни ставки в юрисдикциите, в които оперират дружествата.

Следва да бъде отчетено, че е възможно да има лихвоносни финансираня в рамките на групата, но доколкото в съответствие с МСФО тези вземания и задължения в рамките на групата са обект на нетиране при консолидираните финансови отчети, те не влизат в изчислението на лихвоноския дълг при анализ на консолидирана база. Възможно е да възникнат лихвени задължения и по друг дълг (например данъчни задължения), но при обичайни условия, тези пасиви не са лихвоносни, поради което не се включват в горната формула, освен при наличие на излишни индикации за това.

При прилагането на горната формула следва да бъде отчетено, че е възможно определени лихвоносни задължения, по които са извършени лихвени плащания, да са напълно погасени към датата на извършване на анализа, съответно да са възникнали към датата на анализа лихвоносни пасиви, по които все още не е настъпило лихвено плащане. Това би довело до значителни изкривявания при изчисленията, свързани с цената на дълга, и съответно е възможно така определената цена на дългово финансиране да се различава съществено от изчислената по алтернативния метод на претеглена цена на дълга по действащи договори⁴⁰, според който метод във всеки един момент, t :

⁴⁰ Този модел се използва основно при финансов дю дилидънс, тъй като позволява оценка и на ефектите от заместващо финансиране, съответно промяна в структурата на пасивите и ефекти от синергия.



$$C_{d,t} = \sum_{i=1}^n \frac{CL_{i,t} * EIR_{i,t}}{CL_{i,t}}, \text{ където}$$

$CL_{i,t}$ е договорната сума по i-тия договорен пасив, която е дължима към момент t;

$EIR_{i,t}$ е ефективният договорен лихвен процент или процент на оскъпяване по i-тия лихвоносен пасив, определен към момент t.

Основен плюс в използването на този метод е, че той позволява в рамките на процес по финансов дю дилиджънс да бъде отчетен и фактът, че търговските задължения могат да бъдат свързани с разсрочено плащане, при което е налице оскъпяване спрямо стандартни търговски условия за спот плащане, имащо характеристики сходни с прилагането на ефективен лихвен процент. В този смисъл заместващото търговско финансиране по същество представлява и замяна на оскъпяването по търговско плащане с лихвени плащания по търговското финансиране⁴¹. Следва да се отбележи, че Бордът по международни счетоводни стандарти в рамките на проекта „Търговски задължения и вземания, и финансиране на търговски задължения и вземания“ разглежда необходимостта от допълнителни оповестявания в рамките на финансовите отчети, които биха позволили на анализаторите да имат достъп до такава обобщена информация.

Същевременно, този метод изисква достъп до детайлна информация към всеки момент за всеки лихвоносен пасив, включително ефективен лихвен процент по него, данни за погасителни планове и планове за усвояване, данни за търговските условия, както и данни за условните пасиви, които могат да бъдат трансформирани в безусловни лихвоносни пасиви при определени условия, която информация обичайно не може да бъде изведена от финансовите отчети, и обичайно не е публично достъпна. С отчитане на този факт, в рамките на настоящия анализ, е изключено използването на този алтернативен метод за определяне на претеглена цена на дълга.

Въз основа на данните от консолидираните финансови отчети на Софарма:

Финансови разходи	Стойност, хил. лева
Финансови разходи към 30.09.2022 г.	6,860
Финансови разходи към 31.12.2022 г.	9,417
Финансови разходи към 30.09.2023 г.	9,589
ТТМ Финансови разходи 30.09.2023 г.	12,146

Към 30.09.2023 година, съгласно консолидираните финансови отчети на Софарма:

Лихвоносен дълг	Стойност, хил. лева
Дългосрочни банкови заеми (бел. 27 към консолидиран отчет към 30.09.2023 г.)	37,766
Краткосрочни банкови заеми (бел. 33 към консолидиран отчет към 30.09.2023 г.)	278,589

⁴¹ Което е в основата на анализа по ценообразуване на търговско финансиране, факторинг и форфетинг.

Краткосрочна част на дългосрочни барнкови заеми (бел. 27 към консолидиран отчет към 30.09.2023 г.)	7,315
Лизинг (бел. 30 към консолидиран отчет към 30.09.2023 г.)	66,776
Факторинг с регрес (бел. 36 към консолидиран отчет към 30.09.2023 г.)	-
Лихвоносни задължения	390,446

На тази основа $C_d = \frac{12,146}{390,446} = 3.110801494\%$.

Налице са редица обстоятелства, които влияят върху бъдещата цена на финансиране на дружествата от групата на анализираното дружество, поради което изведената цена на дълга не е непременно представителна за бъдещата цена на финансиране, като основните са посочени по-долу:

- Наличието на инфлационен натиск и макроикономическа несигурност, породена от липсата на стабилно управляващо мнозинство в Република България и наличието на военен конфликт, в който едната страна-участник е с морска граница с Република България. Тези фактори е вероятно да доведат до повишаване на цената на финансиране в бъдеще.
- Финансовото състояние на дружествата от групата, както и бъдещите заплахи за основни техни пазари. Подобряването на финансовото състояние на дружествата е вероятно да спомогне за задържане на сравнително ниски лихвени спредове по привлечено финансиране, докато загуба на значими пазари (конкретно на страните във военен конфликт) е вероятно да доведе до повишаване на спредовете.
- Финансовото състояние на кредитиращите институции, доколкото по данни на БНБ е налице повишаващ се натиск върху банковата система, което е вероятно да доведе до повишаване на несъбираемите вземания и това да доведе до вдигане на цената по ново финансиране, независимо от високото кредитно качество на дружеството-майка в групата.
- Очаквано понижаване на референтните лихвени проценти. Тъй като банковата система в България основно се финансира чрез привлечени депозити, а не от междубанков пазар, в определена степен този фактор е със смекчен краен ефект, но в дългосрочен план винаги намира отражение.
- Повишен риск по факторинг с регрес (във връзка с повишаване риска на задължената страна, и следователно повишаване на вероятността от регресен иск).

Не съществува възможност за прецизно прогнозиране на бъдеща цена на финансирането с достатъчна степен на надеждност. Като отчетем, че анализиранията



група дружества се отличава с високо кредитно качество в исторически план, обосновано е да се предположи, че тя ще може да продължи да привлича финансиране при условия, характерни за големи корпоративни клиенти, които обичайно са с чувствително по-нисък спред от преобладаващите пазарни условия.

Като взехме под внимание посоченото по-горе, приемаме, че е налице вероятно запазване на цената на привлеченото дългово финансиране в прогнозния хоризонт 2024-2028, с два основни компонента, действащи в противоположна посока и водещи до балансиране:

- Спад на референтните лихвени проценти (съгласно прогнозата на Министерство на финансите с около 80 базисни точки за 2026 г. спрямо 2023 г.);
- Повишаване на кредитния спред с отчитане на макроикономически и геополитически фактори, но при отчитане на спецификата на анализирания група, което предполага минимално повишение на спредовете в диапазона на 25 до 75 базисни точки.

Цената на капитала се определя в съответствие с § 1, т. 5, буква б от Допълнителните разпоредби Наредба №41 както следва:

$C_e = R_f + R_p$, където R_f е безрисковата норма на доходност, а R_p е рисковата премия.

Съществуват редица различни дефиниции за „безрискова норма на доходност“ (RFR), като академичните модели принципно разглеждат основно два типа модели - дефлирани модели на доходност по държавен дълг или модели базирани на водещ лихвен индекс, докато финансовите (бизнес) модели след 2021 година разглеждат модифициран термин, възприет по време на IBOR реформата от Г-20 „почти безрискова норма на доходност“ (nearly risk-free rates, NRFR).

Възприемането на понятието NRFR вместо RFR отразява коректно факта, че не съществува нито една форма на инвестиция, която да е асоциирана с липса на риск (и в този смисъл – безрискова), доколкото дори емитентите с най-висок кредитен рейтинг имат ненулев риск от дефолт. При реформата на лихвените индекси (IBOR реформата, както стана известна), Г-20 изрично дефинира като основна цел на реформата да бъдат изведени такива базисни референтни индекси, които едновременно отразяват реална пазарна информация, и отговорят на новия стандарт за NRFR.

Например Борда за финансова стабилност в публикацията https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf, на стр. 9, т. 3 посочва, че „макар основно да се използват във финансови инструменти IBOR референтните проценти са инкорпорирани в глобалната финансова система чрез други приложения. Частичният списък на начините на използване на референтните проценти отвъд ценообразуване включва • оценъчни цели: като норма на дисконтиране за пенсионни задължения или някои финансови инструменти; ... • регулаторни изчисления на цената на капитала: дисконтови проценти

за оценка на имущество, модел за оценка на капиталови активи (CAPM) за изчисляване на регулаторната цена на капитала“ (в оригинален английски текст, „While mainly used in financial instruments, IBOR reference rates are embedded in the global financial system through other applications. A partial list of the ways that reference rates are used, beyond pricing, includes: • Valuation purposes: as discount rates for pension liabilities and some financial instruments; [...] • Regulatory cost of capital calculations: Discount rate for property valuations, Capital Asset Pricing Model (CAPM) to calculate regulatory cost of capital.“)

Съответно в Европа в рамките на финалната препоръка до Европейската комисия по втория етап на реформата, на първа страница в писмото⁴² в качеството си на официален консултант на Европейската Комисия, EFRAG посочва, че „това глобално задание по преход е насочено към трансформиране на настоящите междубанкови лихвени проценти – използвани в редица финансови инструменти – в по-надеждни почти безрискови проценти насочени към подобряване на финансовата стабилност“. (в оригинален английски текст, „This global transition exercise aims at transforming the current interbank offered rates – used in many financial instruments – into more reliable nearly risk-free rates with the aim of improving financial stability“).

Следва да се посочи, че доколкото България не е част от еврозоната, независимо от декларираното си намерение за влизане в нея, не съществува достатъчна увереност доколко ще бъде възприето еквивалентно третиране с приетите принципи от Г-20 като „добра практика“ в България относно приемането именно на новите референтни лихвени проценти след IBOR реформата като пазарно-базиран измерител за безрискова норма на доходност, гарантиращ широка съпоставимост и единен стандарт, базиран на публично достъпна пазарна информация.

Поради липсата на изрични текстове за противното в Наредба №41 на КФН, за целите на настоящия анализ, ние сме приели, че не е налице отхвърляне като добра практика на посочените по-горе аргументи на Борда за Финансова Стабилност и EFRAG при използването на референтни лихвени индекси (NRFR метод) за определяне на R_f .

Във връзка с гореизложеното, по отношение на двата компонента използваме следните допускания:

(а) безрисковата норма на доходност отговаря на кредитен рейтинг AAA и се измерва адекватно за страна в процес на кандидатстване в еврозоната с референтния лихвен

42

<https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2527s%2520Final%2520Endorsement%2520Advice%2520on%2520IBOR%2520Reform%2520-%2520Phase%25202%2520-%2520Letter%2520to%2520the%2520EC.pdf>

индекс за 1-годишен период (с оглед годишните прогнозни периоди) – 12 месечен ЮРИБОР⁴³;

(б) за всеки емитент са налице два вида риска – външен, свързан с макроикономически фактори извън контрола на емитента, които в значителна степен се обхващат от суверенния риск на държавата, в която е установено дружеството (при консолидиран анализ, могат да се възприемат два подхода – претеглени спрямо приходите суверенни рискове на държавите, в които оперират дружествата от групата, или опростен модел с използване на суверенния риск на държавата, в която оперира дружеството-майка – за целите на настоящия анализ е възприет втория подход) и вътрешен, свързан с характеристиките на самия емитент.

В тази връзка, измерваме външния риск и асоциираната с него рискова премия като

$R_{p,ext} = CDS_{BG} - CDS_{DE}$, тоест кредитния спред между CDS на България и Германия (използвана като еталон за безрисков суверен във връзка с кредитния рейтинг на държавата).

Съответно измерваме вътрешния риск и асоциираната с него рискова премия като

$R_{p,int} = ROE_o - EURIBOR1Y_{vd}$, където $EURIBOR1Y_{vd}$ е стойността на едногодишния EURIBOR към датата на оценката и $ROE_o = \frac{NPAT_{TTM}}{CS_{vd}}$, където $NPAT_{TTM}$ е нетната печалба след данъци определена на 12-месечна ТТМ база въз основа на данните за оценката, CS_{vd} е счетоводната стойност на собствения капитал (като МСФО-базирана оценка за пазарна стойност на капитала) към датата на оценката.

Въз основа на гореизложеното определяме

$C_e = EURIBOR1Y_{15.01.2024} + (CDS_{BG,15.01.2024} - CDS_{DE,15.01.2024}) + (ROE_{TTM,30.09.2023} - EURIBOR1Y_{15.01.2024})$, което се опростява до

$C_e = ROE_{TTM,30.09.2023} + CDS_{BG,15.01.2024} - CDS_{DE,15.01.2024}$

Базирано на данните от консолидираните финансови отчети на Софарма, определяме

Печалба след данъци (NPAT)	Стойност, хил. лева
NPAT 30.09.2022 г.	72,256
NPAT 31.12.2022 г.	76,333
NPAT 30.09.2023 г.	80,929
TTM NPAT 30.09.2023 г.	85,006

⁴³ Съгласно изследванията на Moody's и S&P, този кредитен рейтинг предполага вероятност от дефолт в рамките на 12-месечен период от порядъка на 0.03%. Обяснение за модернизираната дефиниция на ЮРИБОР е налична на <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/reforms/>.

В консолидираните финансови отчети към 30.09.2023 г. стойността на капитала възлиза на 731,385 хил. лева, съответно

$$ROE_{ТТМ,30.09.2023} = \frac{85,006}{731,385} = 11.62260642\% \text{ и определяме}$$

Входни параметри	Стойност
ROE	11.62260642%
Country Risk Premium (CDS) на България (данни на проф. Дамодаран) ⁴⁴	2.43%
Country Risk Premium (CDS) на Германия (данни на проф. Дамодаран)	0%
Цена на финансиране със собствен капитал ⁴⁵	14.05260642%

По отношение на темпа на ръст след терминалната година, е взета под внимание последната дългосрочна прогноза за България на Министерство на Финансите, както следва:

⁴⁴ Колоната Adjusted Default Spread за България и съответно за Германия в https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. За избягване на съмнение, методиката на професор Дамодаран представлява опростено представяне, което отговаря на критериите за "practical expedient" възприети в ЕС, което позволява използването на горните данни.

⁴⁵ Строго погледнато, значителна част от изброените фактори по отношение на цената на финансиране с дълг намират отражение и върху CDS и в този смисъл е вероятно повишаване в дългосрочен план на посочените стойности както за България (в по-висока степен), така и за Германия (в по-ниска степен), което е възможно да доведе до разширяване на спреда между двете стойности и повишаване на цената на финансиране със собствен капитал, при равни други условия, в хоризонт 2023-2028 г.. Същевременно, такъв ръст е вероятно да остане под 0.25%, което не налага вземането му под внимание към настоящия момент.

ОСНОВНИ МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПОКАЗАТЕЛИ	ОТЧЕТНИ ДАННИ		ПРОГНОЗА			
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Международна среда						
Световна икономика (реален растеж, %)	6.3	3.5	3.0	2.9	3.2	3.2
Европейска икономика – ЕС (%)	6.0	3.4	0.8	1.4	2.1	2.0
Балутен курс (щ.д./евро)	1.18	1.05	1.07	1.06	1.06	1.06
Цена на петрол "Брент" (щ.д./барел)	70.4	99.8	84.4	84.5	79.1	75.6
Цена на енергийни суровини (в щ.д., %)	32.7	7.1	-5.6	-1.9	-1.2	-0.7
EURIBOR 3m, (%)	-0.5	0.3	3.4	3.7	3.1	2.6
Брутен вътрешен продукт						
БВП (млн. лв.)	198 979	167 809	191 182	205 849	217 811	231 357
БВП (реален растеж, %)	7.7	3.9	1.8	3.2	3.0	3.0
Готовебление	6.5	4.2	4.1	3.5	3.3	3.6
Брутообразуване на основен капитал	-8.3	6.5	0.6	9.8	7.9	4.9
Изход на стоки и услуги	11.2	11.6	0.5	4.0	4.1	3.9
Вход на стоки и услуги	10.7	15.0	-1.9	6.0	5.8	5.0
Пазар на труда и цени						
Растект (СНС, %)	0.2	-0.3	1.2	0.6	0.4	0.3
Коефициент на безработица (НРС, %)	5.3	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9
Компенсации на един нает (%)	11.3	14.2	14.3	11.2	8.1	7.3
Дефлатор на БВП (%)	7.1	16.2	11.9	4.3	2.7	3.1
Средногодишна инфлация (ХИПЦ, %)	2.8	13.0	9.1	4.8	2.0	1.1
Платежен баланс						
Тануца сметка (% от БВП)	-1.7	-1.4	1.7	0.0	-0.8	-1.0
Търговски баланс (% от БВП)	-4.1	-5.9	-3.1	-4.8	-5.9	-6.1
Пречиждностраинни инвестиции (% от БВП)	2.9	3.6	3.8	3.9	3.5	3.8
Паричен сектор						
М3 (%)	10.7	13.2	9.8	9.6	9.2	8.9
Вземания от фирми (%)	6.1	11.1	8.3	7.0	7.3	7.8
Вземания от домакинства (%)	13.4	14.6	11.9	9.6	6.5	8.0

Източник: НСИ, БНБ, МВФ, Евростат, СБ, ЕЦБ, ИАП

Заб: При изготвяне на прогноза са използвани статистически данни, публикувани до 11.10.2023 г. с изключение на данните за БВП и заети, които са към 19.10.2023 г.

Източник: Министерство на Финансите

Както е видно от тази прогноза, очакванията са за стабилизиране на ръста на БВП на нива около 3-3.2% годишно, с фактическа конвергенция към ръста на световната икономика и изпреварване с около 1% на ръста на Европейската икономика.

Като се вземе предвид от една страна наличието на регулаторен режим, който не позволява цената на лекарствените продукти в България съществено да изпреварва тази в Европа, а от друга страна силните пазарни позиции на Софарма, то нашите очаквания са да бъде реализиран устойчив ръст след терминалната година, който изпреварва с



ПРАЗНА СТРАНИЦА



около 0.5% - 1% ръста на БВП на България. С оглед на гореизложените обстоятелства, е направено допускане за константен терминален ръст $g_{n+1} = 4\%$.⁴⁶

Дружеството е изготвило дългосрочна консолидирана прогноза за своето развитие, заедно с основни допускания за това развитие, представени в млн. евро⁴⁷:

Консолидирана прогноза Софарма		Прогноза, изготвена от Софарма						Корекции (Наредба 41 Ревизирана)
в млн. евро		Бюджет	Прогноза					2028
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Приходи	Основа за прогнозата	904.1	949.3	996.8	1046.6	1098.9	1153.9	1153.9
	Прогнози за двете категории приходи							
	Исторически данни, прогнозиранят ръст основно е асоцииран с инфлация							
Други оперативни приходи или разходи, нетно	Резултатен ред	8	8	8	8	8	8	8
EBITDA	Резултатен ред	74.4	74.7	78.0	81.6	85.2	89.1	89.1
Данъци	Резултатен ред при ефективна данъчна ставка от 13%	-6.2	-6.2	-6.6	-7.0	-7.5	-7.9	-7.9
Промяна в оборотен капитал	Резултатен ред	-10.9	-9.2	-9.5	-10.0	-10.5	-11.0	0.0
Нетни капиталови (инвестиционни) разходи	Инвестиционна програма на групата	-13.0	-17.1	-17.9	-18.8	-19.8	-20.8	-20.8
FCF без левъридж (FCFF)	Резултатен ред	44.3	42.3	44.0	45.7	47.5	49.4	60.4
Продажба на готова продукция	Исторически данни, прогнозиранят ръст е значително степен е асоцииран с очакваната инфлация	173.5	182.2	191.3	200.8	210.9	221.4	221.4
Продажба на стоки		730.6	767.1	805.5	845.8	888.0	932.5	932.5
Собственоост на продажбите (COGS)	Исторически стойности на разходите като процент от приходите	644.6	676.8	710.7	746.2	783.5	822.7	822.7
Оперативни разходи (OPEX)	Исторически стойности на разходите като процент от приходите, с	193.1	205.8	216.0	226.8	238.2	250.1	250.1
COGS + OPEX без Амортизация	Резултатен ред	837.7	882.6	926.7	973.1	1021.7	1072.8	1072.8
EBITDA	Резултатен ред	74.4	74.7	78.0	81.6	85.2	89.1	89.1
Амортизация	Базирано на инвестиционната програма и счетоводната политика по амортизации	26.8	27.0	27.3	27.5	27.8	28.1	28.1
ЕБИТ	Резултатен ред	47.6	47.7	50.8	54.0	57.4	61.0	61.0
Нетен оборотен капитал	Прекъ свързан с провайдентения процес и покупките, необходими за осигуряване на прогнозираните продажби							
Материални запаси	Базирано на историческа информация за вземанията като процент от продажбите (т.нар. продажби на кредит)	152.3	160.5	168.5	176.9	185.8	195.1	
Вземания	Резултатен ред	151.9	159.5	167.5	175.8	184.6	193.9	193.9
Текущи активи без кеш	Резултатен ред	304.2	320.0	336.0	352.8	370.4	388.9	388.9
Задължения	Определени въз основа на политиките по отсрочено плащане към доставчици и очакваните разходи към доставчици	123.1	129.7	136.1	142.9	150.1	157.6	157.6
Текущи задължения без дълг и лизинг по IFRS 16	Резултатен ред	123.1	129.7	136.1	142.9	150.1	157.6	157.6
Нетен оборотен капитал	Резултатен ред	181.1	190.3	199.8	209.8	220.3	231.3	231.3
Промяна в нетния оборотен капитал	Резултатен ред	11	9	10	10	10	11	11
DION (дни материални запаси)	Резултатен ред	66	66	66	66	66	66	66
DSO (дни събиране на вземания)	Резултатен ред	61	61	61	61	61	61	61
DPO (дни плащане на задължения)	Резултатен ред	54	54	54	54	54	54	54

Основните хипотези, залегнали в изготвянето на прогнозата са посочени по-долу.

Първо, прогнозите за 2023 година се базират на консолидирания бюджет на групата и резултата към 30.09.2023 г..

⁴⁶ За избягване на съмнение, съществуват редица фактори, които могат да доведат до значителен спад (напр. задълбочаване на военния конфликт в Украйна и разпростирането му към други страни в региона, което да доведе до прекратен достъп до определени пазари) или значителен ръст (напр. средносрочна инфлация над 10% годишно в Еврозоната, което ще окаже съществен натиск и върху цените на лекарствата).

⁴⁷ Доколкото се очаква в рамките на разглеждания период България да се присъедини към еврото, и то да бъде официална валута на отчитане.



ПАЗНА СТРАНИЦА



Второ, прогнозите за периода 2024 – 2028 година се базират на следните допускания:

- Ръст с около 5% на приходите (с отчитане на очакван ефект от инфлацията – пряк от около 1% и индуциран от около 0.5% над „обичайното“ ниво на ръст от 2021 година от 3.5%);
- Запазване на себестойността на продажбите на нивата около 88.2%;
- Леко повишение на оперативните разходи като процент от продажбите до 21.7% и последващото им задържане на това ниво, което отразява необходимостта от актуализиране на определени разходи във връзка с инфлационния натиск, който натиск се очаква съществено да отслабне в бъдеще (в съответствие с прогнозата на Министерство на финансите);
- В резултат на тези прогнози се очаква сравнително постоянно ниво на показателя EBITDA като процент от продажбите – в диапазона 7.7% - 7.9%, което е в унисон с историческия диапазон 7.3% - 8.5%;
- Текущите търговски задължения са моделирани като постоянен процент (14%) от продажбите, което отговаря на обичайните търговски условия по доставките;
- Материалните запаси и вземания също са моделирани като постоянен процент (34%) от продажбите, което отговаря на обичайните търговски условия по доставките (за материалните запаси) и продажбите (за вземанията);
- В резултат, нетният оборотен капитал възлиза на сравнително постоянна величина като процент от продажбите.
- Следва да се отчете, че съгласно изискванията на Наредба №41 в терминалната година (2028) е приложима хипотеза за нулева промяна на оборотния капитал, която хипотеза е транспонирана чрез моделиране на ревизирана колона за 2028 година, в която е прието, че компонентите на оборотния капитал през 2027 ще запазят нивата си от 2027 година, за разлика от оригиналната прогноза на Дружеството.

Съответно, при определяне на дисконтовия фактор изчисленията са както следва:

Измерител	Обяснение	Стойност
Цена на дългово финансиране	Cd	3.110801494%
Лихвоносен дълг	IBD	390,446 хил. лева
Безрискова норма на доходност	NRFR=EURIBOR1Y	3.7280%
Доходност на собствения капитал	ROE=TTM печалба / Капитал	11.62260642%
Рискова премия на дружеството	RPC = ROE-NRFR	7.89460642%
Рискова премия на България	RPS = CDS (България) - CDS (Германия)	2.4300%
Рискова премия	RP = RPC+RPS	10.32460642%
Цена на собствения капитал	Ce = NRFR + RP	14.05260642%
Собствен капитал	EQ	731,385 х. лв.

Общо активи	ТА	1,439,574 х. лв.
Претеглена цена на финансирането	$WACC = C_d * IBD / TA + C_e * EQ / TA$	+ 7.983236894%

На тази база е определена стойност на WACC за целите на изчисляване на дисконтовите фактори от 7.98324056%.

С отчитане на изискванията на Наредба №41, и въз основа на гореизложеното, е изготвен FCFF както следва:

		Бюджет	Прогноза				
Коригирана прогноза, изготвена в съответствие с изискванията на Наредба №41 на КФН		2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	Печалба преди лихви и данъци	93.0	93.2	99.3	105.6	112.3	119.3
TR	Ефективна данъчна ставка	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EBIT * (1-TR)	Резултатен ред	158.3	158.6	168.9	179.7	191.1	203.0
D	Амортизация	52.4	52.9	53.4	53.9	54.4	55.0
CAPEX	Инвестиции	25.4	33.4	35.1	36.8	38.7	40.6
WC	Оборотен капитал	354.3	372.2	390.8	410.4	430.9	452.4
Δ WC	Промяна в оборотния капитал	21.3	17.9	18.6	19.5	20.5	0.0
FCFF = EBIT*(1-TR)+D-CAPEX-Δ WC	Свободен паричен поток, Наредба 41	164.0	160.2	168.6	177.2	186.3	217.3
DF = (1+WACC)^(RD/365)	Приложим дисконтов фактор, с отчитане на реалния брой дни (РД) в края на всеки съответен период спрямо датата на оценката	1.00325	1.14423	1.30502	1.48841	1.69757	1.93613
RD	Реален брой дни, изминали в края на периода от датата на оценката	9	374	739	1104	1469	1834
Дисконтиран FCFF	FCFF / DF	163.5	140.0	129.2	119.1	109.7	112.2
Недисконтирана терминална стойност	$P_n = FCFF_{2028} * (1+g_{n+1}) / (WACC_{2028} - g_{n+1})$	2 248.2					
Темп на нарастване след терминалната година	g_{n+1}	4.000000%					
WACC _{n+1}	Приета е постоянна във времето стойност, 11.04031%	14.05%					
Дисконтирана терминална стойност	$P_n / DF(2028)$	1 161.2					

На тази база определяме стойността на капитала по формулата⁴⁸:

$EV = V_0 - Net Value of Debt$, където *Net Value of Debt*⁴⁹ е нетната стойност на дълга определена като от всички задължения (пасиви) на дружеството бъде извадена сумата на паричните средства и парични еквиваленти:

$Net Value of Debt = Book Value of Debt - Cash$, където *Book Value of Debt* е счетоводната стойност на дълга (за дружества прилагащи МСФО това е сумата на пасивите) и *Cash* е стойността на паричните средства и паричните еквиваленти. Определяме:

$$Net Value of Debt = 708,189 \text{ хил. лв.} - 17,427 \text{ хил. лв.} = 690,762 \text{ хил. лв.}$$

⁴⁸ Използва се методологията за изчисление на CFA Institute

(<https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refreshers-readings/free-cash-flow-valuation>)

⁴⁹ На проведените кръгли маси през ноември-декември 2023 г. относно необходимостта от ревизия на МСФО 7 от Борда по Международни Счетоводни Стандарти с участието на Европейските Регулаторни Органи, бе изрично повдигнат въпроса за липсата на дефиниция за „Нетен дълг“ (Net Debt) както в счетоводните, така и в регулаторните стандарти, и необходимостта от по-детайлна информация във финансовите отчети на дружествата (вкл. бяха направени предложения от банковата общност за замяна на резултатния ред „промяна в парични средства“ с „промяна в нетен дълг“ и съответна ревизия на финансовия отчет за паричния поток). В този контекст, последващият анализ отразява нашето експертно мнение и може да подлежи на съществена ревизия при съответни промени в МСФО 7.

Тъй като след 30.09.2023 г. е извършено упражняване на варианти, това действие има два съществени ефекта, които трябва да бъдат отчетени:

- Първо, броят акции в обращение следва да отчита емитираните срещу упражнени варианти 37,792,679 нови акции;
- Второ, получените в резултат на упражняването на варианти парични постъпления (емисионната стойност на записаните срещу вариантите акции) от 156,083,764.27 лева.

Това налага корекция и на стойността на *Net Value of Debt* със сумата от 156,084 лева (допълнителни парични средства) до 534,678 хил. лева.

В този смисъл изчисляваме:

Показател	метод за определяне	млн лева
Съвкупност от дисконтираните парични потоци	Сума от дисконтираните FCFF	773.7
Дисконтирана терминална стойност	Дисконтирана терминална стойност	1 161.2
Счетоводна стойност на дълга	Сума на пасивите	708.2
Пари и парични еквиваленти	Парични средства и еквиваленти	173.5
Нетна стойност на дълга	Разлика между сума на пасивите и парични средства	534.7
Стойност на капитала по метода	Сума на дисконтираните ПП + Дисконтирана терминална стойност - Нетна стойност на дълга	1 400.2

Като вземем предвид броят акции в обращение (159,112,242 към датата на оценката), определяме⁵⁰:

$$\text{Справедлива стойност на 1 акция} = \frac{\text{Стойност на капитала в лева}}{\text{Акции в обращение}} = \frac{1,400,200,000}{159,112,242} = 8.8000384 \text{ лева}$$

При използване на закръгляване до най-близкото число с точност два знака след десетичната запетая, получената стойност се закръглява до 8.80 лева.

⁵⁰ Следва да бъде отчетено, че емитираните от дружеството варианти, които не са упражнени към датата на оценката, могат да бъдат упражнени в рамките на прогнозния период, което, от една страна би довело до ефект на увеличаване на паричния поток за годината на упражняване на вариантите (и да се отрази като увеличение в числителя на формулата за справедливата стойност и да има положителен ефект върху справедливата стойност), но от друга страна би се отразило и в увеличение на средната стойност на очакваните акции в обращение, доколкото срещу вариантите се придобиват акции (и да се отрази като увеличение в отрази като увеличение в знаменателя на формулата за справедливата стойност и да има отрицателен ефект върху справедливата стойност). Доколкото упражняването или неупражняването на вариантите е изключително право на техните притежатели, и оценяването дружество не може да повлияе или прогнозира надеждно действията на трети лица (външни фактори извън контрола на дружеството), съгласно съществуващата практика, потенциалният паричен поток от възможно пълно или частично упражняване на варианти, не е взето под внимание при определяне на справедливата стойност по метода на паричните потоци.

Определяме справедлива стойност на една акция по модела на дисконтираните парични потоци от **8.80 лева на акция**.

Точка 1. Оценка по метод на нетната стойност на активите, определена като хипотеза от ниво 3 на МСФО 13

Следва да се отчете, че когато дадено дружество е емитирало инструменти, предполагащи задължителна конверсия в капитал (конвертируеми дългови инструменти с упражнено право или задължение за конверсия), която конверсия не е настъпила към момента на оценката, и/или е поело задължение за увеличение на капитала (напр. чрез емисия варианти⁵¹, която определя бъдещо увеличение на капитала по правило fixed-for-fixed чрез емисия на фиксиран брой акции на фиксирана цена за притежателите на вариантите), то съгласно препоръките на IASB за капиталово докладване след одобряване на съответни промени в IFRS 1⁵² дружеството ще следва да оповестява като MPM по отношение на капитала очакваните постъпления от такава емисия, очаквания максимален капитал при изпълнение на капиталови ангажименти (в случая за оценяваното дружество, при повторно пласиране на обратно изкупени собствени акции и при емисия на капитал, предвидена по силата на емисията варианти), както и минимален капитал (при наличие на ангажимент за обратно изкупуване).

В този смисъл, при извършване на оценката за нетна стойност на активите, определяме акциите в обращение като регистрираните акции (в ТРЮЛНЦ), намалени с обратно изкупените собствени акции (съгласно данни от ЦД), като даваме за информация (доколкото притежателят на вариант има право, но не и задължение да запишат акции на фиксирана цена) максималният брой акции в обращение при упражнено право от страна на притежателите на варианти (и съответно ефектът от постъпленията при записването на акции на съответната фиксирана цена при емитиране на акции въз основа на вариантите). За избягване на съмнение, това представяне на допълнителна информация не се изисква по силата на Наредба №41 на КФН, но представлява задължително оповестяване при извършване на финансов дю дилидженс на дружество при промяна в бизнес комбинация и в този смисъл оповестяването ѝ отговаря на добрите практики.

Следва да се отчете, че определени инвеститори имат ограничения по отношение на вземане на решения за разпоредителни сделки с активи, оценени въз основа на хипотези от ниво 3. Тези инвеститори следва да изключат подобни оценки при определяне на справедливата стойност на акциите на дружеството.

⁵¹ Доколкото вариантите представляват дериватив, емитиран от самото дружество, носещ еквивалентни правни характеристики с опция за придобилото ги лице.

⁵² В процес на предварителна регулаторна консултация от IASB и подлежи на последващо приемане от Европейската комисия по отношение на дружествата, използващи МСС и МСФО, очаква се да влезе в сила не по-късно от 01.01.2025.

По-долу е представена информация от неаудитиран консолидиран финансов отчет на дружеството към 30.09.2023 г., която е от съществено значение при изготвянето на оценка по метода на нетна стойност на активите.

В структурата на оперативните приходи на дружеството на консолидирана база към 30.09.2023 г., основен дял заемат приходите от договори с клиенти (1,374,982 хил. лева или 98.73% % от общите оперативни приходи) като другите доходи/загуби от дейността и изменението на наличностите от продукция и незавършено производство имат съществено по-ниски стойности (съответно 13,000 хил. лева и 4,706 хил. лева, предполагащи относителен дял в оперативните приходи съответно 0.93% и 0.34%). Съгласно бележка №4 към финансовите отчети основна част от другите доходи/загуби от дейността са предоставени услуги (8,230 хил. лева или 63.31%), като в тях делът на такси от НЗОК, за които може да се приеме, че е налице определен по-висок риск, е 16.55% (1,362 хил. лева). Доколкото общият ефект на приходите от такси от НЗОК в оперативните приходи е 0.1%, то може да се приеме, че зависимостта от тези приходи е ниска и не съществува значима експозиция към потенциален риск от загуба на част от тези доходи. Делът на правителствените финансираня в другите доходи/загуби от дейността възлиза на 9.75% (1,268 хил. лева) или 0.09% от общите оперативни приходи. Доколкото тези приходи са обект на повишен риск и обичайно се разглеждат като „извънредни“, то нашето мнение е, че ефектът от отчитане на тези приходи следва да бъде нетиран при определянето на устойчив финансов резултат за текущата година, и съответно при определяне на справедливата стойност, и в този смисъл **цялата сума в размер на 1,268 хил. лева като „корекция държавни финансираня“ е отнесена в намаление при определяне на нетната стойност на активите.**

Сходна логика е приложима по отношение на загуба от курсови разлики по търговски вземания и задължения и текущи разплащателни сметки в размер на 612 хиляди лева, които не представляват устойчив доход или разход. **Цялата сума в размер на 612 хил. лева като „корекция разходи от курсови разлики“ е отнесена в увеличение (доколкото се отнася за извънреден разход) при определяне на нетната стойност на активите.**

По отношение на обезценка на активи, доколкото не разполагаме с необходимата историческа информация за 10-годишен период по отношение на матуритетна структура и събираемост за всяко едно от дружествата, включени в консолидацията, отчитаме, че е налице съществена промяна като през 2023 г. е налице отрицателна обезценка (реинтегриране) от 1,807 хил. лв докато през 2022 г. е налице положителна обезценка от 6,033 хил. лв. Същевременно, доколкото тези данни не са аудитирани, не можем да предоставим категорично становище относно това дали размерът на тази обезценка е достатъчен, за да отрази изцяло очакваната кредитна загуба и в този смисъл сме приели заключението на ръководството на дружеството по този въпрос.

Във финансовите приходи е признат приходи от лихви по просрочени търговски вземания в размер на 233 хил. лева, който има инцидентен характер, доколкото

възниква в резултат на нарушени договорни условия и в този смисъл не съставлява устойчив приход. Цялата сума в размер на 233 хил. лева като „корекция приходи от лихви по просрочени търговски вземания“ е отнесена в намаление при определяне на нетната стойност на активите.

Финансовите разходи включват нетна загуба от курсови разлики по заеми в чуждестранна валута и договори за лизинг в размер на 75 хил. лева, която сума по дерогация от печалби от курсови разлики по търговски вземания и задължения и текущи разплащателни сметки, не е устойчив разход и в този смисъл следва да бъде нетирана при определяне на нетната стойност на активите. Цялата сума в размер на 75 хил. лева като „корекция финансови загуба от курсови разлики“ е отнесена в увеличение при определяне на нетната стойност на активите.

Обръщаме внимание на следната информация, предоставена в бележка №13 към финансовия отчет:

	1 януари - 30 септември 2023 BGN'000	1 януари - 30 септември 2022 BGN'000
Печалби от асоциирани дружества, нетно	18,482	17,908
Загуби от съвместни дружества, нетно	(177)	(100)
	18,305	17,808

	1 януари - 30 септември 2023 BGN'000	1 януари - 30 септември 2022 BGN'000
<u>Печалбите от асоциирани дружества</u> включват:		
Дял на Групата в текущата печалба на асоциирани дружества	18,482	17,908
Общо	18,482	17,908

	1 януари - 30	1 януари - 30
<u>Загубите от съвместни дружества, нетно</u> включват:		



	септември 2023	септември 2022
	BGN'000	BGN'000
Дял на Групата в текущата загуба на съвместни дружества	(166)	(92)
Ефекти от сделки с дружества от Групата	(11)	(8)
Общо	(177)	(100)

Както е видно от тази информация, налице е ефект от сделки с дружества в групата, който следва да бъде нетиран при определяне на справедливата стойност (този ефект конкретно попада в обхвата на цитирания в забележка 3 по точка 11 доклад на IASB), като сумата от 11 хил. лева е отчетена като консолидационни ефекти в завишение на нетната стойност на активите.

Съгласно предоставената от дружеството информация, към 30.09.2023 г. има учредени тежести върху дълготрайни материални активи на Групата във връзка с получени заеми както следва:

- Земи и сгради с балансова стойност съответно 21,241 х.лв. и 30,868 х.лв. (31.12.2022 г.: 27,459 х.лв. и 58,194 х.лв.);
- Залози на оборудване, транспортни средства и инвентар – 23,575 х.лв. (31.12.2022 г.: 30,045 х.лв.);
- Залози на съоръжения с балансова стойност – няма (31.12.2022 г.: 131 х.лв.).

Към 30.09.2023 г. има учредени тежести във връзка с получени заеми от Групата върху програмни продукти с балансова стойност 2,503 х.лв. (31.12.2022 г.: 2,856 х.лв.).

Отбелязваме, че при необслужване на получени заеми от дружества в групата, тези активи могат да бъдат придобити от кредитора за погасяване на задълженията, което би довело до съществен негативен ефект върху нетната стойност на активите. Същевременно, въз основа на получената от дружеството информация, не считаме, че е налице, или съществува значителна вероятност, от възникване на предсрочна изискуемост по кредитите, ползвани от дружествата в групата, съответно не считаме за вероятно да бъде пристъпено към упражняване на права върху обезпечението от страна на кредиторите. В този смисъл, ние сме приели, че не е необходима корекция върху нетната стойност на активите във връзка с кредитни събития. Това ни заключение се базира на информацията, получена основно от дружествата в групата, която информация е проверена единствено въз основа на договорите за заеми, и не сме провели независими интервюта с отделните кредитори за потвърждение, поради законовите ограничения за разкриване на банкова тайна. В този смисъл, ние не носим

отговорност за точността или валидността на направеното заключение по отношение на ефект от кредитни събития.

Обръщаме внимание на бележка 19 към консолидирания финансов отчет, съгласно която, другите дългосрочни капиталови инвестиции включват участия (акции) в следните дружества:

	Страна	30.9.2023 BGN '000	Участие %	31.12.2022 BGN '000	Участие %
Търгувани ценни книжа					
Лавена АД	България	2,042	13.21	3,788	13.22
Химимпорт АД	България	141	0.08	367	0.19
МФГ Инвест АД	България	150	0.46	169	0.46
Ачийв лайф сайансис Инк - САЩ	България	16	0.01	8	0.01
Българска фондова борса АД	България	-	-	202	0.34
Софарма Билдингс АДСИЦ	България	-	-	111	10.25
		2,349		4,645	
Нетъргувани ценни книжа					
Балканфарма Разград АД	България	70	0.33	70	-
Имвенчър I КДА	България	50	1.36	50	1.36
Други		13	-	13	-
		133		133	
Общо		2,482		4,778	

Към 30.09.2023 г. като „други“ са представени дългосрочни капиталови инвестиции в размер на 13 х.лв., представляващи малки малцинствени участия на Групата в капитала на общо четири дружества.

Справедливата цена на акция към 30 септември 2023 г. и към 31 декември 2022 г. по дружества е както следва:

Капиталови инвестиции	брой притежавани акции	справедлива цена на акция	30.9.2023	брой притежавани акции	справедлива цена на акция	31.12.2022
			BGN '000			BGN '000
Лавена АД	1,310,115	1.56	2,042	1,311,183	2.89	3,788
Химимпорт АД	201,426	1.56	141	463,476	0.79	367
МФГ Инвест АД	50,000	3.00	150	50,000	3.38	169
Ачийв лайф сайансис Инк - САЩ	1,796	4.70	16	1,796	4.70	8
Централна кооперативна банка АД	-	-	-	1	1.64	-
Българска фондова борса АД	-	-	-	22,300	9.04	202
Софарма Билдингс АДСИЦ	-	-	-	66,627	1.67	111
Общо			<u>2,349</u>			<u>4,645</u>

Доколкото дружеството притежава нетъргувани ценни книжа, чиято стойност се определя на база на оценъчни методи съгласно МСФО 13, то съществува достатъчна степен на надеждност на извършената оценка от дружеството, и доколкото се уверихме, че дружеството прилага коректно и в пълнота МСФО 13 по отношение на тези свои инвестиции, ние не считаме за необходимо коригиране на определената от дружеството справедлива стойност на тези инвестиции. Същевременно, следва да бъде отчитано, че ликвидността при нетъргувани финансови инструменти е съществено по-ниска, поради което е възможно тези активи да не могат да бъдат реализирани в бъдеще, или да не могат да бъдат реализирани в кратки срокове на стойност близка до справедливата им стойност.

Обръщаме внимание на бележка №20 от консолидирания финансов отчет, съгласно която, дългосрочните вземания от свързани предприятия към 30 септември са:

	30.9.2023	31.12.2022
	BGN '000	BGN '000
Предоставени дългосрочни заеми на свързани предприятия	47,343	63,355

Обезценка за кредитни загуби	(157)	(157)
Предоставени дългосрочни заеми на свързани предприятия, нетно	47,186	63,198
Вземания по договори за цесия	3,851	3,757
Предоставени депозити по лизингови договори	580	580
Обезценка за кредитни загуби	(64)	(64)
Предоставени депозити по лизингови договори, нетно	516	516
Общо	51,553	67,471

Дългосрочните заеми са предоставени на дружества, контролирани от асоциирано дружество. Движението на коректива за обезценка на вземания от свързани предприятия по предоставени дългосрочни заеми е както следва:

	30.9.2023	31.12.2022
	BGN '000	BGN '000
Салдо на 1 януари	157	97
Увеличение на коректива за кредитни загуби, признато в печалба или загуба през годината	-	60
Салдо на 30 септември / 31 декември	157	157

Условията по предоставените дългосрочни заеми на свързани предприятия са както следва:

Вид валута	Договорена сума	Падеж	Лихвен %	30.9.2023	31.12.2022
	'000			BGN'000	BGN'000
				в т.ч. лихва	в т.ч. лихва

		31.12.202	3.00				
лева	83,400	5	%	40,556	140	51,147	731
		31.12.202	4.36				
лева	10,000	4	%	6,630	69	10,040	40
		31.12.202	3.09				
лева	2,000	4	%	-	-	2,011	11
				47,186	209	63,198	782

Предоставените дългосрочни заеми на свързани предприятия са с цел подпомагане при финансиране на дейности по общи стратегически цели. Те са обезпечени със залози на ценни книжа (акции) и записи на заповед.

Съгласно предоставената от дружеството информация, считаме, че отчетената справедлива стойност по дългосрочни вземания от свързани предприятия следва не само счетоводните принципи, но и в достатъчна степен отразява икономическата информация, и в този смисъл не са необходими корекции при определяне на нетната стойност на активите в това отношение.

В рамките на нашия анализ, съгласно предоставената информация относно вземанията, включително информация за матуритетна структура, ние считаме, че дружеството отчита в необходимата степен времеви фактор (receivables decay analysis) при определяне на очакваните кредитни загуби и съответно на необходимите обезценки за кредитни загуби. Същевременно, нашият анализ е извършен по модел PIT (point-in-time) доколкото не разполагаме с достатъчна историческа информация (за период от минимум 10 години при анализ на консолидирани данни за нефинансови предприятия).

Структурата на паричните средства на дружеството на консолидирана база е:

	30.9.2023	31.12.2022
	BGN'000	BGN'000
Парични средства в разплащателни сметки	10,973	12,318
Парични средства в каса	3,782	3,304
Краткосрочни депозити	2,584	4,155
Краткосрочно блокирани парични средства	80	74

Парични средства и парични еквиваленти, представени в консолидирания отчет за паричните потоци

17,419

19,851

Блокирани парични средства по съдебни искове и по издадени банкови гаранции

8

4

Парични средства и парични еквиваленти, представени в консолидирания отчет за финансовото състояние

17,427

19,855

Към 30.09.2023 г. краткосрочно блокираните парични средства са в размер на 80 х.лв. (31.12.2022 г.: 74 х.лв.) и представляват основно блокирани средства по гаранции за изпълнение. С отчитане на този факт, нашето мнение е, че единствено блокирани парични средства по съдебни искове и по издадени банкови гаранции са обект на съществен риск и при определяне на нетната стойност на активите е възприет коректив от 8 хил. лева за „блокирани средства по съдебни искове“.

При извършения анализ на задълженията към финансови институции, не установихме наличие на клаузи, които биха предполагали скалиране на разходите по обслужване на банкови задължения или клаузи, които при планираната промяна на бизнес комбинацията да предполагат задължително предсрочно погасяване. Такива клаузи не бяха идентифицирани и по отношение на задължения към свързани предприятия.

Към 30 септември 2023 г. получените правителствени финансираня са от следните дружества от Групата:

	30.9.2023	31.12.2022
	BGN'000	BGN'000
Дългосрочна част на правителствени финансираня	5,076	6,155
Краткосрочна част на правителствени финансираня (Приложение № 40)	603	747
Общо	5,679	6,902

Към 30 септември получените правителствени финансираня са от следните дружества от Групата:

30.9.2023	31.12.2022
BGN'000	BGN'000



Софарма АД	5,514	4,007
Вета Фарма АД	165	179
Биофарм Инженеринг АД	-	2,716
Общо	5,679	6,902

Правителствените финансираня са по европейски оперативни програми и са свързани основно с придобиване на машини и оборудване. Краткосрочната част от финансиранята в размер на 603 х.лв. (31.12.2022 г.: 747 х.лв.) ще бъде призната като текущ приход през следващите 12 месеца от датата на междинния консолидиран отчет за финансовото състояние и е представена като „други текущи задължения“.

Нашето мнение е, че доколкото при планираната промяна в бизнес комбинацията не настъпва промяна в контрола, обхвата на дейност или целевото използване на получените правителствени финансираня. Същевременно, считаме, че е малко вероятно получаването на последващи енергийни субсидии след вливането на Вета Фарма АД в Софарма АД. Тъй като такава сума (114 хил. лева) е получена за 2022 г., но не и за 2023 към датата на оценката, това не налага прилагането на коректив.

Следната съществена информация, оповестена в бележка №41 към консолидирания финансов отчет е взета под внимание при определяне на вероятността от възникване на нови условни пасиви или пасиви за бизнес комбинацията:

Поръчителства и предоставени гаранции

Софарма АД

Дружеството е предоставило в полза на банки по получени заеми от асоциирани дружества, следните обезпечения:



В полза на Доверие Обединен Холдинг АД	30.09.2023	31.12.2022
	BGN '000	BGN '000
Сгради	7,579	7,867
Земи	6,624	6,624
Общо	14,203	14,491

Дружеството е съдължник по получени банкови кредити, издадени банкови гаранции, сключени лизингови договори, както и е гарант пред банки и доставчици на следните дружества:

	Период на падеж	Вид валута	Договорен размер		Размер на гарантираната сума
			Оригинална		30.09.2023
			Валута	BGN'000	BGN'000
Доверие Обединен Холдинг АД	2027 г.	лева	30,000	30,000	17,500
Енергоинвестмънт АД	2024 г.	лева	2000	2000	1,600
Общо					19,100

Банкови гаранции

Софарма Трейдинг АД

Издадените за дружеството банкови гаранции към 30.09.2023 г. възлизат на 17,337 х.лв. (31.12.2022 г.: 14,716 х.лв.) и са за гарантиране плащане към доставчици на стоки, за добро изпълнение - гарантиране бъдещи доставки на лекарствени и медицински продукти на болници по сключени договори за доставка, митническа гаранция, участие в търгове и обезпечения по договори за наем на търговски обекти (аптеки).

Банковите гаранции са издадени от:

	30.09.2023	31.12.2022
	BGN '000	BGN '000
ДСК АД	7,828	7,508
Кей Би Си Банк България ЕАД	5,135	4,870
ИНГ банк Н.В.	4,374	2,338
	17,337	14,716

Към 30.09.2023 г. Софарма Трейдинг АД е предоставило банкови гаранции в размер на 1,737 х. лв. (31.12.2022 г.: 2,152 х.лв.) като обезпечения по договори за наем на търговски обекти (аптеки), страна по които са негови дъщерни дружества.

Софарма Трейдинг Д.о.о., Сърбия

Към 30.09.2023 г. издадените за дружеството банкови гаранции възлизат на 14,108 х.лв. (31.12.2022 г.: 12,247 х.лв.) и са за гарантиране плащане към доставчици на стоки, за добро изпълнение - гарантиране бъдещи доставки на лекарствени и медицински продукти на болници по сключени договори за доставка, митническа гаранция и участие в търгове.

Банковите гаранции са издадени от:

	30.09.2023	31.12.2022
	BGN '000	BGN '000
Райфайзенбанк АД Белград	11,205	8,315
Юробанк АД Белград	1,952	1,350
Банка Интеза АД Белград	951	357
ОТП Банка Сърбия АД Белград (SG Експресбанк АД Белград)	-	2,225
	14,108	12,247

Застраховка на гаранции за изпълнение

Софарма Трейдинг АД

Към 30.09.2023 г. дружеството има сключени договори за застраховка на гаранции за изпълнение в търгове за доставка на лекарства и консумативи в полза на медицински заведения и Министерството на здравеопазването в размер на 9,231 х.лв. (31.12.2022 г.: 4,813 х.лв.).

Активи, получени на отговорно пазене

Софарма Трейдинг АД

Съгласно сключени договори за преддистрибуция, дружеството е приело на отговорно пазене към 30.09.2023 г. стоки в размер на 5,951 х.лв. (31.12.2022 г.: на 4,318 х.лв.).

Значителни неотменяеми договори и ангажименти

Софарма АД

Дружеството е получило правителствени финансираня по оперативна програма Развитие на конкурентноспособността на българската икономика 2007 – 2013 г. и оперативна програма Енергийна ефективност, свързани с придобиване на дълготрайни активи, реконструкции на сгради и технологично обновление и модернизация на таблетното производство, внедряване на иновативни продукти в ампулното производство, придобиване на общообменни инсталации за вентилация и климатизация при производството на медицински продукти и внедряване на иновативни капки за очи тип „изкуствени слъзи“.

Дружеството е поело ангажимент за срок от 5 години след приключването на съответните проекти да не извършват значими изменения, засягащи същността и условията за изпълнение или пораждащи неоправдани изгоди за дружеството, както и изменения, произтичащи от промяна в характера на собствеността на придобитите активи, свързани с финансирането. При неизпълнение на тези изисквания предоставените финансираня подлежат на възстановяване. Към датата на изготвяне на отчета всички изисквания по договорите са спазени.

Вета Фарма АД

Дружеството е получило правителствени финансираня по оперативна програма „Развитие на конкурентноспособността на българската икономика“ 2007 – 2013 г. свързани с повишаване ефективността на предприятията и развитие на благоприятна бизнес среда. Дружеството е поело ангажимент за срок от 3 години след приключването и съответните проекти да не извършват значими изменения, засягащи същността и условията за изпълнение или пораждащи неоправдани изгоди за дружеството, както и изменения, произтичащи от промяна в характера на собствеността на придобитите активи, свързани с финансирането. При неизпълнение на тези изисквания предоставените финансираня подлежат на възстановяване. Към датата на изготвяне на отчета всички изисквания по договорите са спазени.

Към датата на оценката регистрираният акционерен капитал на Софарма АД възлиза на 172,590,578 лв., разпределени в 172,590,578 акции с номинална стойност един лев за акция. Акциите на Софарма АД са обикновени, безналични с право на получаване на дивидент и ликвидационен дял и са регистрирани за търговия на Българска фондова борса – София АД и Варшавската фондова борса. Обратно изкупените собствени акции са 13,478,336, поради което обикновените акции в обращение са 159,112,242.

Съгласно чл.25 от Устава на Софарма АД на 21.05.2021 г. Съветът на директорите определя параметрите и взема решение за издаване при първично публично предлагане на емисия варианти. С Решение № 804 – Е от 04.11.2021 г. Комисията за финансов надзор вписва емисия в размер на 44,932,633 безналични, свободнопрехвърляеми и поименни варианти, с емисионна стойност 0.28 лева, издадени от „Софарма“ АД по реда на чл. 112 б, ал. 11 от ЗППЦК. Базовият актив на емитираните варианти са бъдещи обикновени, поименни, безналични, свободнопрехвърляеми акции, даващи право на един глас в Общото събрание на акционерите, които ще бъдат издадени от дружеството под условие, единствено в полза на собствениците на варианти. Всеки записан вариант дава право на притежателя си да запише една акция от бъдеща емисия. Притежателите на вариантите могат да упражнят правото си да запишат съответния брой акции от бъдещо увеличение на капитала на дружеството в 3-годишен срок по фиксирана цена 4.13 лева за акция. Правото на упражняване възниква от датата, на която емисията варианти е регистрирана в „Централен Депозитар“ АД – 16.11.2021 г.

Вариантите са допуснати до търговия на основен пазар BSE на Българска Фондова Борса-София АД, считано от 17.11.2021 г.

С решение на Общо събрание на притежателите на варианти (ОСПВ) от 02.06.2023 г. и решение на Съвета на директорите на „Софарма“ АД от 05.06.2023 г. и на основание чл. 195 и чл. 196 от Търговския закон (ТЗ), чл. 113, ал. 2, т. 2 от ЗППЦК и чл. 25 от Устава на дружеството) бе стартирана процедура по увеличение на капитала чрез издаване на до 44 925 943 броя обикновени поименни безналични свободнопрехвърляеми акции, под условие, че акциите от увеличението бъдат записани от притежателите на варианти, емисия ISIN BG9200001212, в съответствие с реда и условията, описани в Проспект за публично предлагане на варианти, потвърден с Решение на КФН № 804-Е/04.11.2021 г. Капиталът на „Софарма“ АД се увеличава на



основание чл. 195 от ТЗ чрез упражняване на правата на притежателите на варианти, издадени от "Софарма" АД, ISIN BG9200001212, чрез записване на акции от увеличение на капитала чрез издаване на до 44,925,943 броя обикновени, поименни, безналични акции, с право на глас, с номинална стойност 1 лев всяка и емисионна стойност 4.13 лв. за една акция, като акциите от увеличението се записват единствено от притежателите на варианти. Процедурата по упражняване на варианти започна на 07.09.2023 г. и приключи на 29.09.2023 г. с изтичането на предвидения краен срок, като бяха постъпили общо 260 броя заявки за записване на акциите от увеличението чрез упражняване на варианти, подадени от 249 лица, от които 23 юридически лица и 226 физически лица. Общо 37,792,679 (тридесет и седем милион седемстотин деветдесет и два лева шестстотин седемдесет и девет) броя варианти бяха упражнени и съответно срещу тях бяха записани 37,792,679 (тридесет и седем милион седемстотин деветдесет и два лева шестстотин седемдесет и девет) броя акции от увеличението на капитала през ИП „СОФИЯ ИНТЕРНЕТЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“ АД по време на процедурата по упражняване на варианти. Емисионната стойност на записаните акции е в общ размер на 156,083,764.27 лева (сто петдесет и шест милиона осемдесет и три хиляди седемстотин шестдесет и четири лева и 27 стотинки).

С отчитане на гореизложеното, освен корекция в броя на акциите в обращение, е необходима и допълнителна корекция за правилно отчитане на значително увеличение на паричните средства в резултат на упражняването на вариантите, със сумата от 156,084 хил. лева.

Въз основа на гореизложеното определяме:

Коректив по отношение нетна стойност на активите	Хил. лева
Корекция държавни финансираня	-1,268
Корекция разходи от курсови разлики	+612
Корекция приходи от лихви по просрочени търговски вземания	-233
Корекция финансови загуба от курсови разлики	+75
Консолидационни ефекти	+11
Блокирани средства по съдебни искове	-8
Коректив за парични средства при упражняване на вариантите	+156,084
Общо корективи	+155,273

Източник: Изчисления СИС

Въз основа на горното, към датата на оценката дружеството има неупражнени 7,133,264 варианти, представляващи неотменим ангажимент за емитиране на 7,133,264 нови акции в срок до 16.11.2024 г..

С отчитане на факта, че няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции, определяме както следва:

Оценка въз основа на съществуващи капиталови инструменти:

Показател към 30.09.2023 г.	Хил. лв.
Общо активи	1,439,574
Общо пасиви	708,189

Нетна стойност на активите (балансова)	731,385
Корективи	155,273
Нетна стойност на активите (след корективи)	886,658
Брой акции в обращение	159,112,242
Нетна стойност на активите на една акция (лева)	5.57253162

Източник: Изчисления СИС

Определяме справедлива стойност по метода на нетната стойност на активите от **5.57 лева на акция**.

Следната съпоставителна информация се предоставя в съответствие с препоръките на ЕОЦКП, за осигуряване на информираност на инвеститорите. Тази информация отразява нетен ефект от упражняването на издадените от дружеството варианти, като не отчита времеви ефект върху справедливата стойност, доколкото не съществува сигурност за точния момент на емитиране на новите капиталови инструменти. *Тази информация не е част от оценката и се предоставя единствено за информационна (илюстративна) цел:*

Оценка въз основа на ангажимент за емитиране инструменти:

Про-форма към 30.09.2023 г.	Хил. лв.
Общо активи	1,439,574
Общо пасиви	708,189
Нетна стойност на активите (балансова)	731,385
Корективи	155,273
Нетна стойност на активите (след корективи)	886,658
Постъпления от упражняване на вариантите (7,133,264 нови акции по 4.13 лева ⁵³)	29,460
Нетна стойност на активите (при пълно упражняване на вариантите)	916,118
Брой акции в обращение преди упражняване на вариантите	159,112,242
Брой акции в обращение след пълно упражняване на вариантите	166,245,506
Нетна стойност на активите на една акция (лева) при пълно упражняване на вариантите⁵⁴	5.51063317

Източник: Изчисления СИС

⁵³ За избягване на съмнение, цената за упражняване на вариантите като производни капиталови инструменти изпълнява критериите за метод от Ниво 2 на МСФО 13 за оценка на стойността на самите акции и може да бъде използвана при определяне на справедливата стойност на една акция, когато не е изпълнена хипотеза за активно търгувани акции. Тази стойност не попада в обхвата на допустимите методи за оценка по Наредба №41 на КФН



Точка 13. Оценка по метод на пазарните множителители на сходни дружества, определена като хипотеза от ниво 2 на МСФО 13

С отчитане на текстовете от Допълнение А на МСФО 13, параграф Б34 на МСФО 13, буква а, и параграфи Б5-Б7 на МСФО 13 и съобразено с изискванията на МСФО 9 при избора на съпоставими компании бяха предприети следните действия.

Първо, бе отчетено, че във връзка с мащаба на компаниите в САЩ и Западна Европа, както и значителните разлики в капиталовите им пазари с този на България, изборът на глобален еталон, включващ Западна Европа и САЩ не е подходящ.

Второ, беше оценена приложимостта на Европейски еталони, ограничени географски до сходен пазар (Източна Европа, на който пазар и оперират дружествата от групата), като бяха изведени данни от Bloomberg за дружества опериращи в сектор фармацевтика, и бе анализирано наличието на достатъчен брой компании, за които да е налична актуална информация по достатъчен брой финансови показатели, за да се оцени степента на съответствие с анализираното дружество. В резултат на този анализ, бяха изведени следните дружества, по отношение на които може да бъде извършен анализ за допустимост:

Компания	Сходна компания	Цена (USD)	Цена (BGN)	Цена (EUR)	Цена (TRY)	Цена (RON)	Цена (PLN)	Цена (HUF)	Цена (BAM)	Цена (EUR)	Цена (BGN)	Цена (EUR)	Цена (BGN)
ALK MS Equity	ALKALOID AD SKOPIE	302,169,529	201,866,306	70,681,583	75,119,192 MKD	298.08	2.0599	1.6555	16.2462				
ANGEN TI Equity	ANATOLIA TANI VE BIYOTEKNOLO	27,119,320	25,446,706	6,871,738	5,222,313 TRY	0.41	3.7527	18.2859	24.4282				
ATB RO Equity	ANTIBIOTICE SA	191,676,699	142,326,583	25,043,880	110,651,872 RON	0.31	1.3609	1.7505	12.4537				
BGD PW Equity	BIOGENED SA	16,284,211	7,605,657	2,723,179	18,342,785 PLN	4.54	1.2872	0.5337	11.1802				
BIO PW Equity	BIOTON SA	189,652,561	136,912,261	11,535,857	48,770,053 PLN	0.83	0.5290	1.5069	168.2213				
BSNLT BT Equity	BOSNALIJEK DD	150,457,265	92,950,156	23,369,246	97,147,879 BAM	13.29	1.2926	1.0888					
CBD PW Equity	CANNABIS POLAND SA	207,302	110,387		PLN	0.08							
CTX PW Equity	CAPTOR THERAPEUTICS SA	18,032,495	12,791,688	-12,989,589	2,888,342 PLN	23.04	7.5506	33.5474					
CLN PW Equity	CELON PHARMA SA	132,445,104	105,978,321	6,497,098	48,817,512 PLN	3.54	1.7759	3.8539					
BSL SK Equity	DES BIOTIKA AS SLOVENSKA	29,940,886	26,375,124	1,895,694	13,803,912 EUR	21.80	0.5786	0.8088	31.0348				
DEVA TI Equity	DEVA HOLDING AS	412,341,327	181,723,045	88,400,369	243,664,372 TRY	2.53	2.6773	2.0303	6.7203				
ECILC TI Equity	EIS ECZACIBASI ILAC VE SINAI	776,126,716	602,423,745	23,786,452	138,914,270 TRY	1.41	1.6037	6.9539	8.1114				
KRKG SV Equity	KRKA	2,651,591,040	2,116,334,976	572,938,016	1,815,765,934 EUR	113.00	1.6010	1.8512	11.2972				
LAVI GA Equity	LAVIPHARM S.A.	117,718,000	42,531,000	7,898,000	54,264,000 EUR	0.80	3.0259	0.5768					
MAB PW Equity	MABION SA	53,090,009	27,433,371	18,019,363	34,120,307 PLN	4.55	2.7201	2.1870	5.5652				
MDB PW Equity	MEDICOFARMA BIOTECH SA	3,771,412	2,906,153	40,840	979,703 PLN	0.24	6.0895	18.0638					
ICE PW Equity	MEDINICE SA	9,137,545	7,901,756		PLN	2.30	1.8769						
MOC PW Equity	MOLECURE SA	40,420,914	37,793,223	-4,608,031	316,962 PLN	4.35	2.1347	218.7240					
NUTEX HB Equity	NUTEX INVESTMENTS	13,811,658	13,795,038	-53,623	1,177 HUF	0.04	0.4211	4,937.4585	29.9527				
PUR PW Equity	PURE BIOLOGICS SA	10,871,887	9,096,998	-1,742,174	58,518 PLN	3.43	0.5823	89.1944					
RDG PW Equity	READ-GENE SA	3,604,937	1,269,505	171,000	1,668,420 PLN	1.42	11.6609						
REPL MS Equity	REPLEK SKOPIE	37,824,573	25,085,009	3,247,141	22,018,193 MKD	1,608.16	1.5442	1.7593	21.9748				
RIGHT HB Equity	RICHTER GEDEON NYRT	3,549,500,233	2,863,282,315	503,914,925	2,159,738,502 HUF	24.16	1.5088	2.0048	19.9456				
RTALB TI Equity	RTA LABORATUVARLARI BIYOLOJI	32,624,953	29,016,718	-1,250,031	1,676,243 TRY	0.47	1.6839	29.3688	6.0284				
RVU PW Equity	RYVU THERAPEUTICS SA	101,329,024	65,959,109	-17,057,784	13,790,026 PLN	12.74	4.5950	19.6273					
SINT RO Equity	SINTOFARM SA BUCURESTI	2,709,125	2,017,857	235,009	1,923,937 RON	0.87	1.6618	1.7430	37.8131				
SCS PW Equity	STEM CELLS SPIN SA	736,042,507	373,951,225	82,416,672	930,141,160 EUR	0.10	0.9137	13.4008					
SVE PW Equity	SYNTHAVERSE SA	692,325	602,401	-146,049	41,074 PLN	0.10	0.9137	13.4008					
THQM BU Equity	TCHAIKAPHARMA HIGH QUALITY M	23,903,406	13,532,807	2,793,192	8,913,611 PLN	1.04	4.7589	7.0663	57.7434				
TRILC TI Equity	TURK ILAC VE SERUM SANAYI AS	62,317,277	54,191,315	3,875,592	25,385,642 BGN	8.64	13.5533	29.9961	394.8480				
VSBLRA BK Equity	VETERINARSKA STANICA AD BANJ	33,307,246	18,009,745	4,937,839	26,580,965 TRY	0.38	3.7078	2.5122	31.5436				
VSBNRA BK Equity	VETERINARSKA STANICA AD BIJE	611,832	541,825	22,912	400,303 BAM	0.26	0.3776	0.5111	34.2325				
VSZVRA BK Equity	VETERINARSKA STANICA AD ZVOR	502,837	363,625	-6,652	393,258 BAM	0.40	0.8536	0.7893					
VSCERA BK Equity	VETERINARSKO STOCARSKI CENTA	189,724	159,252	-874	112,259 BAM	0.13	0.2657	0.3770					
SKF SK Equity	ZENTIVA AS	1,310,224	1,289,253	1,403	266,339 BAM	0.15	0.2344	1.1344					
		31,744,000	12,973,000	4,891,000	19,462,000 EUR	30.00	3.7355	2.49	15.0126				

Източник: Bloomberg. За удобство на получателите на анализа, названията на колоните са преведени на български език.

При определянето на аналог са използвани 4 кумулативни филтъра, като за долна граница на всеки филтър е приета стойност 4 пъти по-ниска от тази за референтното

дружество, а за горна граница стойност 4 пъти по-висока от тази за референтното дружество. За близък еквивалент са приети дружества, които попадат в референтните граници по поне 3 от четирите филтъра. Стойностите на филтрите са както следва:

Филтър	Долна граница (евро)	Горна Граница (евро)
Активи	184 010 627	2 944 170 027
Продажби ТТМ	232 535 290	3 720 564 638
ЕВТДА ТТМ	20 604 168	329 666 689
Капитал	93 487 806	1 495 804 899

Показателно е, че при две от дружествата (т.е. половината от дружествата в избрания еталон) – Алкалоид АД, Скопие, и Дева Холдингс АС, е налице съответствие и по четирите избрани критерия.

Трето, беше оценена възможността за прилагане на национален еталон. Беше извършен анализ на дружествата, опериращи в сектора, както следва:

Фармацевтични дружества в България	Дейност	Публичен статут	Обект на анализ
Софарма АД	Производство и внос	да	приемащо дружество
Фьоникс Фарма ЕАД	Производство и внос	не	не
Биовет АД	Производство	не	не
Балканфарма - Дупница АД	Производство и внос	не	не
Алвоген Фарма Трейдинг Юрп ЕООД	Производство и внос	не	не
Ер Ликид България ЕООД	Производство	не	не
Балканфарма - Разград АД	Производство и внос	не	не
Балканфарма - Троян АД	Производство и внос	не	не
Кенди ООД	Производство	не	не
Чайкафарма – висококачествените лекарства АД	Производство и внос	да	дружество - аналог
Бул Био НЦЗПБ ЕООД	Производство	не	не
Нобел Фарма ЕООД	Производство и внос	не	не
Екофарм ЕООД	Производство и внос	не	не
Ветпром АД	Производство	не	не
Месер България ЕООД	Производство и внос	не	не
Джи и Фармасютикълс ООД	Производство и внос	не	не
Фортекс Нутласютикалс ООД	Производство	не	не
Адифарм ЕАД	Производство и внос	не	не
Химакс Фарма ЕООД	Производство	не	не

Линде Газ България ЕООД	Производство	не	не
МС Фарма АД	Производство и внос	не	не
Сол България ЕАД	Производство	не	не
СИАД България ЕООД	Производство	не	не
Скорпион Шипинг ООД	Производство	не	не
Купро-94 ООД	Производство	не	не
Монрол България ЕООД	Производство и внос	не	не
Прайстаг АД	Производство	не	не
Фармаконс АД	Производство и внос	не	не
Фарма АД	Производство	не	не
Вета Фарма АД	Производство	не	вливащо се дружество
Фармацевтични заводи Милве АД	Производство	не	не
ИЦ Глобалтест ООД	Производство и внос	не	не
Гален-Фарма ООД	Производство	не	не
Инбиотех ООД	Производство	не	не
ОТС Фарма АД	Производство и внос	не	не
Адисан Фарма ЕООД	Производство	не	не
Медитрайл Интернешънълс ЕООД	Производство и внос	не	не

Източник: Данни на СИС

Като отчетохме, че единственото национално дружество потенциален аналог е със значително по-ниски продажби и активи от анализираното дружество, не считаме че то следва да бъде включено в групата на аналозите.

На база на горепосоченото, бяха изведени следните 4 дружества-анализи, за които е налице сходство с анализираното дружество по поне 3 от четирите критерия за съпоставка:

Използването на медианата като метод за определяне на максимално представителна средна стойност измежду група стойности, е въведено от Франсис Галтон, като впоследствие Йохан Гаус и Пиер-Симон Лаплас показват, че този метод минимизира статистическата грешка и възникването на „цветен“ шум (“bias”) при оценка на данните, а методът добива широко приложение в областта на статистическия анализ въз основа на труда на Джордж Браун от 1947 г.⁵⁵.

Медианата е стойност, определена така, че броят по-ниски от нея наблюдавани стойности е точно равен на броя по-високи от нея наблюдавани стойности.

Доколкото публикуваните данни от аналозите и оценяването дружество са към междинен период, за целите на изчисление на определени съотношения е необходимо да бъдат оценени годишни финансови потоци (оперативни приходи, печалба), което налага извършването на допълнителен анализ. Утвърденият подход от национални регулатори и публични източници на финансова информация (напр. Bloomberg) е използването в тези случаи на т. нар. Метод на последните 12 месеца (Last Twelve Months, LTM или алтернативно наричан Trailing Twelve Months, TTM). При използването на този метод следва да бъде отчетено следното:

(а) първо, по отношение на дружества използващи МСФО и МСС, този метод е индиректен, доколкото тези дружества не докладват данни на база „отделно тримесечие“, а на база „от началото на годината“, поради което данни за третото тримесечие например се получават като разлика между данните към 30.09 и данните към 30.06 за съответната година;

(б) второ, при използването на годишни данни и данни за частичен период, следва да се отчита, че годишните данни подлежат на независим финансов одит, докато обичайно тези за междинен период не подлежат на независим финансов одит. Поради този факт, е възможно при годишния одит да бъдат извършени определени корекции, които се признават на годишна база, но са относими към едно или няколко предходни тримесечия в рамките на финансовата година, без тези корекции да са отразени по съответен начин в неаудитираните междинни отчети.

В таблицата по-долу е показано изчисляването на съответните коефициенти на TTM база за анализираната компания:

⁵⁵ <https://projecteuclid.org/journals/annals-of-mathematical-statistics/volume-18/issue-4/On-Small-Sample-Estimation/10.1214/aoms/1177730349.full>

Матрични изчисления за Софарма АД	Ст. ст. в лв.	Ст. ст. в евро
Капитал към 30.09.2023	731,385,000	373,951,213
Брой акции в обръщение	159,112,242	81,352,798
Сетоводна стойност на акцията	4.60	2.35
Борсова цена към 21.12.2023	5.92	3.03
Коефициент цена към балансова стойност (P/B), към датата на оценката	1.29	1.29
Приходи към 30.09.2023	1,387,982,000	709,663,928
Приходи към 31.12.2022	1,676,058,000	856,954,848
Приходи към 30.09.2022	1,227,971,000	627,851,603
TTM приходи към 30.09.2023	1,836,069,000	938,767,173
Приходи на една акция (TTM)	11.54	5.90
Борсова цена към 21.12.2023	5.92	3.03
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката	0.33	0.33
Печалба към 30.09.2023	80,929,000	41,378,341
Печалба към 31.12.2022	76,333,000	39,028,443
Печалба към 30.09.2022	72,256,000	36,943,906
TTM печалба към 30.09.2023	85,006,000	43,462,878
Печалба на една акция (TTM)	0.53	0.27
Борсова цена към 21.12.2023	5.92	3.03
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E), към датата на оценката	11.08	11.08

Източник: Финансови отчети на дружеството и изчисления на СИС

Въз основа на този анализ определяме медиана за дружествата аналози, в съпоставка с анализираната компания:



Съпоставка с пазарни аналози	Медиана за аналозите	SOPHARMA AD SOFIA
Борсов Код на Дружеството		SFA BU Equity
Пазар		България
Активи в евро към 30.09.2022г.	357,256,978	736,042,507
Капитал в евро към 30.09.2022г.	194,324,675	373,951,225
EBITDA в евро към 30.09.2022г.	47,862,732	82,416,672
Приходи в евро към 30.09.2022г.	191,289,321	930,141,160
Цена на затваряне към датата на оценката (оригинална валута)	N/A	5.92
Цена на затваряне към датата на оценката (евро)	1.97	3.03
Коефициент цена към балансова стойност (P/B), към датата на оценката	1.83	1.29
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката	1.89	0.33
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E), към датата на оценката	10.28	11.08

Забележка: за оценяваното дружество, използвана цена на затваряне към 12.01.2024 г..

Източник: Bloomberg и изчисления на СИС.

Считаме гореизведените коефициенти за показателни, поради следното:

Избор на тегла при анализа на пазарни аналози	Медиана на аналозите	Стойност на показателя за Софарма	Относителна тежест в крайната оценка по метода на пазарните данни	Обосновка на относителната тежест в крайната оценка, въз основа на (а) стандартно отклонение в наблюдаваните стойности, (б) степен на съпоставимост на синтетичен индикатор с реални пазарни данни за оценяваното дружество
Коефициент цена към балансова стойност (P/B), към датата на оценката.	1.83	1.29	35%	Тъй като се наблюдава съществена разлика в критерия P/S (6-кратно по-висока стойност за аналозите) и много голямо сходство в критерия P/E (около 10% разлика), то показателят P/E е приет с най-високо тегло от 40%, показателят P/B (по който разликата е около 40%) с тегло от 35% и показателят P/S с най-ниско тегло от 25%.
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката.	1.89	0.33	25%	
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E),	10.28	11.08	40%	

към датата на оценката.				
----------------------------	--	--	--	--

Източник: Изчисления СИС, и данни от БФБ и Блумбърг Терминал

Използването на дружества – най-близки аналози, е необходимо с цел съпоставка с корпоративен аналог съгласно МСФО 13. Поради ограничения брой компании в сектора, не може да бъде определена компания, която като пазарен аналог да изпълнява едновременно всички основни критерии за близък аналог (сходни продажби, сходен размер активи, сходна структура на финансиране със собствен капитал и пасиви, сходни показатели за ликвидност и доходност, сходен географски профил). Това налага използването на медиана измежду сходни компании за формиране на синтетичен еталон, който в най-пълна степен отразява пазарната информация за сходните борсово търгувани дружества в сектора.

За целите на оценката са използвани трите коефициента (P/B, P/S, P/E) като им е отредена равна тежест съгласно обяснението предоставено по-горе.

Като отчетем горното, определяме справедлива цена на акция на Софарма АД въз основа на метода на пазарните аналози както следва:



ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПАЗАРНА ЦЕНА СЪГЛАСНО МЕТОД НА АНАЛОЗИТЕ	
Коефициент цена към балансова стойност (P/B) въз основа на метод на пазарните аналози	1.8318
Счетоводна стойност на акция на оценяваното дружество за последния отчетен период, лв.	4.5967
Цена на акция въз основа на коефициента P/B, лв.	8.4202
Относителна тежест в крайната оценка	35.0000%
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S) въз основа на метод на пазарните аналози	1.8904
Продажби на акция към оценяваното дружество за последните 12 месеца, лв.	11.5395
Цена на акция въз основа на коефициента P/S, лв.	21.8142
Относителна тежест в крайната оценка	25.0000%
Коефициент цена към доход на една акция (P/E) въз основа на метод на пазарните аналози	10.2826
Доход на акция на оценяваното дружество за последните 12 месеца, лв.	0.5343
Цена на акция въз основа на коефициент P/E, лв.	5.4935
Относителна тежест в крайната оценка	40.0000%
Заключение за пазарна цена въз основа на метода на пазарните аналози, лв.	10.5980

Източник: изчисления на СИС

Получената стойност от **10.5980** е закръглена до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **10.60**.

Определяме справедлива стойност по метода на пазарните аналози от 10.60 лева на акция.

Част III. Систематизирана финансова информация

Информацията по-долу е представена във връзка с чл. 7, ал. 1-3 от Наредба 41 на КФН.

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.

Таблица 1. Данни от отчетта за печалбата и загубата и другия всеобхватен доход

По-долу са представени данни за анализираната компания, въз основа на МСФО за последните три финансови години и последния междинен отчетен период:

Софарма АД									
Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	% Δ 2022 / 2021	% Δ 2021 / 2020
Оперативни приходи	1 676 058	1 617 140	1 451 503	1 294 008	1 023 789	1 387 982	1 227 971	3.6%	11.4%
Приходи от договори с клиенти	1 663 016	1 603 310	1 438 826	1 281 587	1 017 105	1 374 982	1 218 800	3.7%	11.4%
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	13 042	13 830	12 677	12 421	6 684	13 000	9 171	-5.7%	9.1%
Оперативни разходи	-1 588 177	-1 553 621	-1 405 703	-1 234 316	-967 953	-1 307 878	-1 162 955	2.2%	10.5%
Изменение на наличностите от продукция и незавършено производство	9 713	-8 721	2 124	-3 479	8 741	4 706	9 601	-211.4%	-510.6%
Разходи за материали	-99 129	-83 122	-89 324	-93 234	-90 153	-76 967	-72 488	19.3%	-6.2%
Разходи за външни услуги	-70 126	-75 927	-80 869	-75 239	-63 546	-60 305	-50 097	-7.6%	-5.1%
Разходи за персонала	-147 829	-150 061	-133 547	-127 087	-101 424	-124 593	-108 540	-1.5%	12.4%
Разходи за амортизация	-52 099	-53 187	-46 633	-44 004	-30 108	-42 181	-38 635	-2.0%	14.1%
Балансова стойност на продадени стоки	-1 214 333	-1 166 508	-1 041 687	-878 504	-679 951	-1 004 649	-891 664	4.1%	12.0%
Други разходи за дейността	-14 374	-16 095	-15 767	-12 769	-11 512	-3 889	-11 132	-10.7%	2.1%
Приход от инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
Разходи от инвестиции	-22 000	-25 500	-24 000	-22 000	-20 000	-20 000	-20 000		
Обезценка на нетекучи активи	-20 783	-10 476	-5 993	-18 949	-671	-1 726		98.4%	74.8%
Финансови приходи	3 304	6 632	5 081	10 953	8 369	2 581	2 864	-50.2%	30.5%
Финансови разходи	-9 417	-11 797	-19 099	-12 391	-11 631	-9 589	-6 860	-20.2%	-38.2%
Печалба от асоциирани и съвместни дружества,	22 635	12 092	5 976	44 660	447	18 305	17 808	87.2%	102.3%
Печалба от придобиване и освобождаване от дъщерни дружества	1 456	37 604	-323	4 448	0		0	-96.1%	-11742.1%
Данъци	-8 743	-5 871	-6 162	-4 054	-6 578	-8 746	-6 572	48.9%	-4.7%
Последващи преоценки на имоти, машини и оборудване	-991	10 616	-41	196	-42	32	0	-109.3%	-25992.7%
Последващи оценки на пасиви по пенсионни планове с дефинирани доходи	1 498	-25	-214	-32	-597	-14	0	-6092.0%	-88.3%
Нетна промяна в справедливата стойност на други дългосрочни капиталови инвестиции	-1 047	-355	-637	-60	0	168	-1 167	194.9%	-44.3%
Данък върху дохода, свързан с компонентите на другия всеобхватен доход, които няма да бъдат рекласифицирани	99	-1 150	4	-20	4	-3	0	-108.6%	-28850.0%
Курсови разлики от преизчисляване на чуждестранни дейности	-4 637	-799	-1 469	4 176	-899		-3 260	480.4%	-45.6%
Дял от другия всеобхватен доход на асоциирани дружества	-790	3 708	-6 150	0			5 300	-121.3%	-160.3%
Резултат от дейността	10 880	130 998	88 773	109 513	4 113	61 113	73 113		
Разпределен дивидент	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неодинирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Следва да бъде отчетено, че изискванията за отчитане на определени приходи и разходи въз основа на националните счетоводни стандарти, заложило в изискванията на Наредба 41 на КФН, не е приведено в съответствие с изисквания за отчитане по МСС 1, включително изричното отчитане на друг всеобхватен доход, заложили като изрични изисквания за счетоводно отчитане по справедлива стойност. В тази връзка, по-долу са представени конкретни данни, представляващи привеждане на отчетност по МСФО към отчетност по НСС. Тези изчисления се предоставят единствено за информация, като не следва да се приема, че финансови отчети, изготвени и одитирани съгласно МСФО и МСС

не отразяват в достатъчна степен или с достатъчна надеждност финансовото състояние на даден емитент, или че НСС следва да се прилагат с приоритет спрямо МСС.

Точка 1.1. Нетни приходи от продажби

Този термин в МСФО е заменен с термина оперативни приходи, който в значително по-голяма степен отразява постъпленията на дадено дружество от обичайната му дейност. Таблицата по-долу представя динамиката на оперативните приходи на дружеството за 2020 г., 2021 г. и 2022 г. година и първото деветмесечие на 2023 г.:

Софарма АД									
Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Оперативни приходи	1 676 058	1 617 140	1 451 503	1 294 008	1 023 789	1 387 982	1 227 971	3.6%	11.4%
Приходи от договори с клиенти	1 663 016	1 603 310	1 438 826	1 281 587	1 017 105	1 374 982	1 218 800	3.7%	11.4%
Други доходи/(загуби) от дейността, нетно	13 042	13 830	12 677	12 421	6 684	13 000	9 171	-5.7%	9.1%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г., неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Отбелязваме ръст в оперативните приходи от 11.4% през 2021 г. спрямо 2020 г. и през 2022 г. от 3.6% спрямо 2021 г., а в последствие отново по-значим ръст през първите 9 месеца на 2023 г. от 13% спрямо същия период за предишната година.

Точка 1.2. Себестойност на продажбите

Този термин в МСФО е заменен с представяне на нетна стойност в печалба или загуба от продажба на инвестиционни имоти. Доколкото компанията няма производствена дейност, използването на отделно представяне на себестойност на продажбите следвайки възприетият модел в НСС и US GAAP, не е информативно и в значителна степен по-релевантно представяне е отразяването на нетна стойност от реализираните продажби на инвестиционни имоти и представяне на изменението в справедливата стойност на притежаваните инвестиционни имоти, възприето в МСФО.

Софарма АД									
Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Оперативни приходи	1 676 058	1 617 140	1 451 503	1 294 008	1 023 789	1 387 982	1 227 971	3.6%	11.4%
Оперативни разходи	-1 588 177	-1 553 621	-1 405 703	-1 234 316	-967 953	-1 307 878	-1 162 955	2.2%	10.5%
Оперативна печалба/загуба	87 881	63 519	45 800	59 692	56 836	80 104	65 016	3.4%	18.7%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г., неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Точка 1.3. Брутна печалба/загуба

Този термин в МСФО е заменен с термина оперативна печалба или загуба, който в значително по-голяма степен отразява нетният резултат за дадено дружество от обичайната му дейност. Таблицата по-долу представя динамиката на оперативната печалба на дружеството за 2019 г., 2020 г., 2021 г. и първите 9 месеца на 2023 г.:

Софарма АД									
Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Оперативни приходи	1 676 058	1 617 140	1 451 503	1 294 008	1 023 789	1 387 982	1 227 971	3.6%	11.4%
Оперативни разходи	-1 588 177	-1 553 621	-1 405 703	-1 234 316	-967 953	-1 307 878	-1 162 955	2.2%	10.5%
Оперативна печалба/загуба	87 881	63 519	45 800	59 692	56 836	80 104	65 016	3.4%	18.7%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г., неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Отбелязваме увеличаване на оперативната печалба от 2020 г. до 2022 г. с над 38% на година достигайки 87,881 хил. лв. През първите 9 месеца на 2023 г., обаче, ръстът на печалбата спада, но въпреки всичко е със значим ръст от 23.2% за да стигне 80,104 хил. лв.

Точка 1 - 4. Административни разходи и разходи за продажби

Този термин в МСФО е заменен с термина оперативни разходи, който в значително по-голяма степен отразява разходите на дадено дружество от обичайната му дейност. Таблицата по-долу представя динамиката на оперативните разходи на дружеството за 2019 г., 2020 г., 2021 г. и 2022 г. и първото деветмесечие на 2023 г.:

[illegible]

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неодитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Административните разходи и разходите за продажби, като обичаен начин за представяне на разходите в НСС и US GAAP, са заменени с представяне на разходи за външни услуги и други оперативни разходи по МСФО.

За анализираното дружество се наблюдава увеличение в оперативните разходи за 2021 г. спрямо 2020 г. от 10.5%, последван от по-слабо увеличение от 2.2% през 2022 г. спрямо пълната финансова година 2021 г.. През първото деветмесечие на 2023 г. растежът е 12.5% спрямо същия период на предишната година.

Точка 1.5. Печалба/загуба от дейността

Този термин в МСФО е заменен с термина оперативна печалба или загуба (отпада отчитане на „брутна“ и „нетна“ печалба по отношение на оперативна дейност, доколкото всички разходи и приходи от оперативна дейност са обичайни и присъщи за компанията и в този смисъл не следва някои от тях да бъдат изключвани от компонентите, формиращи междинния „брутен“ финансов резултат), който в значително по-голяма степен отразява нетния резултат за дадено дружество от обичайната му дейност. Таблицата по-долу представя динамиката на оперативната печалба на дружеството за 2019 г., 2020 г., 2021 г., 2022 г. и първите девет месеца на 2023 г.:

[illegible]

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неодитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Отбелязваме оперативна печалба, която се увеличава с 38.7% през 2021 г., а през 2022 г. постига почти същия значим ръст от 38.4%. През първите 9 месеца на 2023 г. оперативната печалба расте с 23.2%.

Точка 1.6. Финансови приходи и разходи

Този термин в МСФО е запазен, но със значителна степен на детайлизация. Нетният резултат от инвестиционна дейност подлежи на отделно оповестяване преди финансиране и данък печалба. Този принцип е изрично заложен в насоките на IASB за новия МСС 1, и в значителна степен допринася за съпоставимост на печалба или загуба преди финансиране и данък печалба с EBITDA по US GAAP. Също така е възприето разделно посочване на резултатите от извънредни финансови приходи или разходи като реинтегриране на обезценки и провизии, и от отписвания:

Отчет за печалбата или загубата и другия асеобхвaтен доход	Софарма АД									
	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Приход от инвестиции	0		0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
Печалба или загуба преди финансиране и данък печалба	87 881	63 978	45 802	38 205	55 806	80 194	63 006	18.4%	38.7%	23.2%
Обезценка на нетекущи активи	-20 783	-10 476	-5 993	-18 949	-671	-1 726		98.4%	74.8%	N/A
Финансови приходи	3 304	6 632	5 081	10 953	8 369	2 581	2 864	-50.2%	30.5%	-9.9%
Финансови разходи	-9 417	-11 797	-19 099	-12 391	-11 631	-9 589	-6 860	-20.2%	-38.2%	39.8%
Печалба от асоциирани и съвместни	22 635	12 092	5 976	44 660	447	18 305	17 808	87.2%	102.3%	2.8%
Печалба от придобиване и освобождаване от дъщерни дружества	1 456	37 604	-323	4 448	0		0	-96.1%	-11742.1%	N/A
Източник: изчисленията на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г., неаудитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.										

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Точка 1.7. Печалба/загуба (преди разходи за данъци)

Този термин в МСФО е запазен:

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Софарма АД									
	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Приход от инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
Печалба или загуба преди финансиране и данък печалба	87 881	63 978	45 802	38 205	55 806	80 194	63 006	18.4%	38.7%	23.2%
Данъци	-8 743	-5 871	-6 162	-4 054	-6 578	-8 746	-6 572	48.9%	-4.7%	33.1%
Последващи преоценки на имоти, машини и оборудване	-991	10 616	-41	196	-42	32	0	-109.3%	-25992.7%	N/A
Последващи оценки на пасиви по пенсионни планове с дефинирани доходи	1 498	-25	-214	-32	-597	-14	0	-6092.0%	-88.3%	N/A
Нетна промяна в справедливата стойност на други дългосрочни капиталови инвестиции	-1 047	-355	-637	-60	0	168	-1 167	194.9%	-44.3%	-114.4%
Данък върху дохода, свързан с компонентите на другия всеобхватен доход, които няма да бъдат рекласифицирани	99	-1 150	4	-20	4	-3	0	-108.6%	-28850.0%	N/A
Курсови разлики от преизчисляване на чуждестранни дейности	-4 637	-799	-1 469	4 176	-899		-3 260	480.4%	-45.6%	-100.0%
Дял от другия всеобхватен доход на асоциирани дружества	-790	3 708	-6 150	0			5 300	-121.3%	-160.3%	-100.0%
Печалба от асоциирани и съвместни	22 635	12 092	5 976	44 660	447	18 305	17 808	87.2%	102.3%	2.8%
Печалба от придобиване и освобождаване от дъщерни дружества	1 456	37 604	-323	4 448	0		0	-96.1%	-11742.1%	N/A
Разпределен дивидент	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г. неодитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Отбелязваме увеличаване на печалбата преди разходи за данъци от 210.3% през 2021 г. спрямо 2020 г. и намаляване от 12.8% за 2022 г. спрямо пълната финансова година 2021

г.. Дружеството реализира позитивен резултат през 2023 г., като печалбата за деветмесечието расте с 13.8% на годишна база.

Точка 16.8. Нетна печалба/загуба

Този термин в МСФО е запазен:

Софарма АД									
Отчет за печалбата или загубата и другия	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
всеобхватен доход									
Приход от инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
Дивиденди	87 381	48 519	45 800	37 160	10 889	87 104	65 016	16.4%	26.7%
Данъци	85 071	77 571	31 540	8 131	32 394	89 679	78 828	12.8%	28.1%
Данъци	-8 743	-5 871	-6 162	-4 054	-6 578	-8 746	-6 572	48.9%	-4.7%
Последващи преоценки на имоти, машини и оборудване	16 233	51 711	25 002	2 281	43 772	20 528	77 226	16.8%	14.1%
Последващи оценки на пасиви по пенсионни планове с дефинирани доходи	-991	10 616	-41	196	-42	32	0	-109.3%	-25992.7%
Негн промяна в справедливата стойност на други дългосрочни капиталови инвестиции	1 498	-25	-214	-32	-597	-14	0	-6092.0%	-88.3%
Данък върху дохода, свързан с компонентите на другия всеобхватен доход, които няма да бъдат рекласифицирани	-1 047	-355	-637	-60	0	168	-1 167	194.9%	-44.3%
Курсови разлики от преизчисляване на чуждестранни дейности	99	-1 150	4	-20	4	-3	0	-108.6%	-28850.0%
Дял от другия всеобхватен доход на асоциирани дружества	-4 637	-799	-1 469	4 176	-899	-3 260	480.4%	-45.6%	-100.0%
Дял от другия всеобхватен доход на асоциирани дружества	-790	3 708	-6 150	0		5 300	-121.3%	-160.3%	-100.0%
Разпределен дивидент	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.									

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Нетната печалба се увеличава значимо през 2021 г. с 262.7% достигайки 91,703 хил лв, като големият скок се дължи на ниската стойност за 2020 г. През 2022 г. нетната печалба спада до 76,333 хил.лв, което е спад от 16.8%. За деветмесечието на 2023 г. нетната печалба расте с 12% спрямо същия период предната година достигайки 80,929 хил.лв.

Точка 16.9. Забележки относно съответствие на представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН и МСС/МСФО

Оценяваната компания отразява друг всеобхватен доход в съответствие с МСС/МСФО, като към 31.12.2021 г. основните промени са разликите в последващи преоценки на имоти, машини и оборудване в размер на 10,616,000 лв, данък върху дохода, свързан с компоненти на другия всеобхватен доход, които няма да бъдат рекласифицирани в размер на 1,150,000 лв и дял от другия всеобхватен доход на асоциирани дружества в размер на 3,708,000 лв. Значимите промени на международните пазари доведе и до по-значими курсови разлики от преизчисляване на чуждестранните дейности през 2022 г..

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Софарма АД							%Δ 2022/ 2021	%Δ 2021/ 2020	Δ Q3 2022/ Q3 2021
	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022			
Приходи от инвестиции	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A
Печалба или загуба преди финансовите и данъчни промени	87 181	57 538	45 800	59 604	55 836	80 104	53 660	88.4%	88.7%	23.2%
Печалба или загуба преди данъците	85 076	57 538	45 800	59 604	55 836	80 635	78 478	12.4%	213.3%	13.8%
Данъци	-8 743	-5 871	-6 161	-4 054	-5 578	-8 746	-6 572	48.9%	-4.7%	33.1%
Печалба или загуба	76 333	51 667	39 639	55 550	50 258	71 889	71 906	116.8%	220.5%	17.7%
Последващи промени на имоти, машини и оборудване	-991	10 616	-41	198	-42	32	0	-109.3%	-23892.7%	N/A
Последващи оценки на пасиви по пенсионни планове с дефинирани доходи	1 498	-25	-214	-32	-597	-14	0	-8092.0%	-83.3%	N/A
Четири промяна в справедливата стойност на други дългосрочни капиталови инвестиции	-1 567	-355	-637	-62	0	368	-1 167	194.9%	-44.3%	-114.4%
Данъчни възврати доходи, свързани с компонентите на други всеобхватен доход, които няма да бъдат класифицирани	99	-1 150	4	-22	4	-3	0	-109.6%	-22850.0%	N/A
Числови разлики от пренасяване на числестранни дейности	-4 637	-759	-1 468	4 176	-899		-3 360	480.4%	-45.8%	-100.0%
Други от другия всеобхватен доход на всеобхватни дружества	-790	3 708	-6 150	0			5 330	-121.3%	-160.3%	-100.0%
Печалба или загуба след данъци, корекции	67 163	53 197	31 972	59 662	44 201	63 163	72 113	548.7%	240.0%	24.7%
Разпределен дивидент	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A	N/A

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Точка 1.7. Данни от отчета за финансовото състояние

По-долу са представени данни за анализираната компания, въз основа на МСФО за последните четири финансови години и последния междинен отчетен период:

ПРАЗНА СТРАНИЦА



Софарма АД									
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Текущи активи	572 491	571 232	612 177	549 100	512 364	729 491	582 394	0.2%	-6.7%
Материални запаси	278 583	255 949	287 569	229 873	218 109	311 599	272 917	8.8%	-11.0%
Търговски вземания	224 442	227 832	250 707	255 660	235 193	272 688	248 256	-1.5%	-9.1%
Вземания от свързани предприятия	12 909	14 479	6 682	7 112	4 694	14 952	13 031	-10.8%	118.7%
Активи държани за продажба		0	0	1 462	0		0	N/A	N/A
Други краткосрочни вземания и активи	36 702	35 250	41 926	27 480	21 040	112 825	30 315	4.1%	-15.9%
Парични средства и парични еквиваленти	19 855	37 722	25 293	27 513	33 328	17 427	17 875	-47.4%	49.1%
Нетекущи активи	681 487	633 746	629 935	626 172	468 369	710 083	671 116	7.5%	0.6%
Имоти, машини и оборудване	376 407	362 393	395 872	378 625	317 620	363 220	376 356	3.9%	-8.5%
Нематериални активи	48 151	54 421	58 272	42 829	63 449	45 350	49 616	-11.5%	-6.6%
Репутация	3 522	13 420	13 269	15 909	23 147	3 533	13 267	-73.8%	1.1%
И-вещиционни имоти	10 568	9 446	11 691	10 856	9 811	10 752	9 446	11.9%	-19.2%
Инвестиции в асоциирани и съвместни	162 844	127 320	62 811	62 985	19 536	223 598	154 486	27.9%	102.7%
Други дългосрочни капиталови инвестиции	4 778	5 778	14 294	10 079	7 982	2 482	4 498	-17.3%	-59.6%
Дългосрочни вземания от свързани	67 471	49 696	59 726	91 794	20 599	51 553	51 318	35.8%	-16.8%
Други дългосрочни вземания	5 694	10 222	11 951	10 674	4 883	7 723	10 958	-44.3%	-14.5%
Активи по отсрочени данъци	2 052	1 050	2 049	2 421	1 342	1 872	1 171	95.4%	-48.8%
Основен акционерен капитал	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	0.0%	0.0%
Резерви	47 503	55 031	57 701	60 977	53 576	48 322	56 156	-13.7%	-4.6%
Резерв по издадени варанти	12 488	12 512	0	0		12 479	12 488	-0.2%	N/A
Неизразходвана печалба	509 869	444 634	360 770	360 656	281 509	520 824	506 885	14.7%	23.2%
Неконтролирано участие	11 976	11 893	13 326	19 341	33 227	14 962	11 420	0.7%	-10.8%
Текущи пасиви	407 346	423 892	544 451	484 052	397 562	575 297	390 470	-3.9%	-22.1%
Краткосрочни банкови заеми	158 355	217 392	255 281	274 829	194 165	278 589	173 956	-77.2%	-14.8%
Краткосрочна част на дългосрочни банкови	9 758	9 467	31 172	16 730	14 478	7 315	9 232	3.1%	-69.8%
Търговски задължения	175 567	143 480	164 919	116 407	135 168	154 254	152 163	22.4%	-13.0%
Задължения към свързани предприятия	4 904	3 700	2 367	7 668	757	53 513	4 871	32.5%	56.3%
Задължения по договори за факторинг	1 875	6 370	36 591	24 772	19 403		2 867	-70.6%	-82.6%
Краткосрочна част на задължения по лизинг	12 874	11 583	17 951	10 012	0	12 998	12 208	11.1%	-35.5%
Задължения към персонала и за социално	21 780	17 888	17 996	15 418	12 895	21 307	19 258	21.8%	-0.6%
Задължения за данъци	8 436	7 039	6 590	7 217	7 375	8 396	7 228	19.8%	6.8%
Други текущи задължения	13 797	6 973	11 584	10 999	13 321	38 925	8 687	97.9%	-39.8%
Нетекущи пасиви	129 998	122 218	131 066	115 448	80 061	132 892	141 293	6.4%	-6.8%
Дългосрочни банкови заеми	27 759	42 907	34 567	56 832	50 526	37 766	47 537	-35.3%	24.1%
Пасиви по отсрочени данъци	6 397	8 472	7 937	8 196	13 704	5 392	5 917	-24.5%	6.7%
Дългосрочна част на задължения по лизинг към свързани лица	24 494	10 210	8 783	2 972	0	17 540	25 767	139.9%	16.2%
Дългосрочни задължения към персонала	6 541	7 622	7 339	6 626	5 458	6 745	8 045	-14.2%	3.9%
Задължения по лизинг	52 058	38 589	49 593	25 840	1 950	53 778	39 896	34.9%	-22.2%
Правителствени финансираня	6 155	6 783	10 422	10 940	8 250	5 076	6 505	-9.3%	-34.9%
Други нетекущи задължения	6 594	7 635	12 425	4 042	173	6 595	7 626	-13.6%	-38.6%
Разлика	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
Неизразходван капитал	165 145	147 340	67 726	65 048	114 802	154 194	191 924	12.08%	117.55%

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Наблюдава се увеличение в активите за 2020 г. спрямо 2019 г. година от 5.7%, последван от спад през 2021 г. спрямо 2020 г. от 3.9% и увеличение от 4.1% през 2022 г.. През първото деветмесечие на 2023 г. активите се увеличават с 14.8%.

Основните активи на компанията продължават да са материалните запаси, търговските вземания и имоти, машини и оборудване, представляващи относителен дял от 78.6% от активите към 31.12.2018 г., 73.5% към 31.12.2019 г., 75.2% към 31.12.2020 г., 70.2% към 31.12.2021 г., 70.1% към 31.12.2022 г. и 65.9% към деветмесечието на 2023 г.

Точка 17.1. Парични средства и парични еквиваленти



Софарма АД									
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Активи	1 253 978	1 204 978	1 242 112	1 175 277	980 735	1 439 574	1 253 918	4.1%	-1.0%
Текущи активи	572 491	571 232	612 177	549 100	512 364	729 491	582 394	0.2%	-6.7%
Материални запаси	278 583	255 949	287 569	229 873	218 109	311 599	272 917	8.8%	-11.0%
Търговски вземания	224 442	227 832	250 707	255 660	235 193	272 688	248 256	-1.5%	-9.1%
Вземания от свързани предприятия	12 909	14 479	6 682	7 112	4 694	14 952	13 031	-10.8%	116.7%
Активи държани за продажба		0	0	1 462	0		0	N/A	N/A
Други краткосрочни вземания и активи	36 702	35 250	41 926	27 480	21 040	112 825	30 315	4.1%	-15.9%
Парични средства и парични еквиваленти	19 855	37 722	25 293	27 513	33 328	17 427	17 875	-47.4%	49.1%
Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.									

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Паричните средства на дружеството варират значително през периодите като част от текущите активи, но се увеличават до 37.7 млн. лева към 31.12.2021 г., което представлява увеличение от 49.1% спрямо 31.12.2020 г.. В последствие, през 2022 г. те намаляват с 47.4% до 19,9 млн лева. В края на деветмесечието на 2023г те са на нивото, на което са били в края на същия период предишната година, като отбелязват незначим спад от 2.5% достигайки 17.4 млн лева.

Точка 1.2. Нетен оборотен капитал

Софарма АД									
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Активи	1 253 978	1 204 978	1 242 112	1 175 277	980 735	1 439 574	1 253 918	4.1%	-1.0%
Текущи активи	572 491	571 232	612 177	549 100	512 364	729 491	582 394	0.2%	-6.7%
Материални запаси	278 583	255 949	287 569	229 873	218 109	311 599	272 917	8.8%	-11.0%
Търговски вземания	224 442	227 832	250 707	255 660	235 193	272 688	248 256	-1.5%	-9.1%
Вземания от свързани предприятия	12 909	14 479	6 682	7 112	4 694	14 952	13 031	-10.8%	116.7%
Активи държани за продажба		0	0	1 462	0		0	N/A	N/A
Други краткосрочни вземания и активи	36 702	35 250	41 926	27 480	21 040	112 825	30 315	4.1%	-15.9%
Парични средства и парични еквиваленти	19 855	37 722	25 293	27 513	33 328	17 427	17 875	-47.4%	49.1%
Пасиви	407 346	423 892	544 451	484 052	397 562	575 297	390 470	-3.9%	-22.1%
Краткосрочни банкови заеми	158 355	217 392	255 281	274 829	194 165	278 589	173 956	-27.2%	-14.8%
Краткосрочна част на дългосрочни банкови	9 758	9 467	31 172	16 730	14 478	7 315	9 232	3.1%	-69.6%
Търговски задължения	175 567	143 480	164 919	116 407	135 168	154 254	152 163	22.4%	-13.0%
Задължения към свързани предприятия	4 904	3 700	2 367	7 668	757	53 513	4 871	32.5%	56.3%
Задължения по договори за факторинг	1 875	6 370	36 591	24 772	19 403	-	2 867	-70.6%	-82.6%
Краткосрочна част на задължения по лизинг	12 874	11 583	17 951	10 012	0	12 998	12 208	11.1%	-35.5%
Задължения към персонала и за социално	21 780	17 888	17 996	15 418	12 895	21 307	19 258	21.8%	-0.6%
Задължения за данъци	8 436	7 039	6 590	7 217	7 375	8 396	7 228	19.8%	6.8%
Други текущи задължения	13 797	6 973	11 584	10 999	13 321	38 925	8 687	97.9%	-39.8%
Нетен оборотен капитал	165 145	147 340	67 726	65 048	114 802	154 194	191 924	12.08%	117.55%
Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.									

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Нетният оборотен капитал се увеличава значително със 117.55% през 2021 г. поради голямото намаляване на текущите пасиви. През 2022 г. нетният оборотен капитал се увеличава с 12.08%. През първото деветмесечие на 2023 г. обаче намалява с 19.7% поради увеличението от 47.3% на текущите пасиви, дължащо се на увеличението от банковите заеми, задълженията към свързани предприятия и други текущи задължения.

Точка 1.3. Обща стойност на активите

Софарма АД									
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020
Текущи активи	572 491	571 232	612 177	549 100	512 364	729 491	582 394	0.2%	-6.7%
Неттекущи активи	681 487	633 746	629 935	626 172	468 369	710 083	671 116	7.5%	0.6%

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Отбелязваме стабилна стойност на активите, както и сравнително стабилно във времето структурно съотношение между текущи и нетекущи активи.

Точка 17.4. Обща стойност на пасивите

Софарма АД										
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020	%Δ Q3 2023 / Q3 2022
Текущи пасиви	407 346	423 892	544 451	484 052	397 562	575 297	390 470	-3.9%	-22.1%	47.3%
Нетекущи пасиви	129 998	122 218	131 066	115 448	80 061	132 892	141 293	6.4%	-6.8%	-5.9%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Дружеството запазва сравнително постоянно съотношение на текущи пасиви към нетекущи пасиви през годините.

Точка 17.5. Обща стойност на собствения капитал

Софарма АД										
Отчет за финансовото състояние	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020	%Δ Q3 2023 / Q3 2022
Основен акционерен капитал	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	134 798	0.0%	0.0%	0.0%
Резерви	47 503	55 091	57 701	60 977	53 576	48 322	56 156	-13.7%	4.6%	-14.0%
Резерв по издадени варианти	12 488	12 512	0	0	0	12 479	12 488	-0.2%	N/A	[0.00]
Неразпределена печалба	509 869	444 634	360 770	360 656	281 509	520 824	506 885	14.7%	23.2%	2.7%
Неконтролиращо участие	11 976	11 893	13 326	19 341	33 227	14 962	11 420	0.7%	-10.8%	31.0%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Софарма“ АД

Тенденцията е за стабилен ръст на собствения капитал през годините.

Точка 17.6. Забележки относно съответствие на представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН и МСС/МСФО

Няма съществени разлики в информацията предоставяна във формата за счетоводен баланс въз основа на НСС, която се използва за целите на Наредба 41 на КФН, и данните представяни в отчет за финансовото състояние съгласно МСС/МСФО.

Точка 18. Финансови коефициенти по чл. 7, ал. 2, букви "г" - "к" от Наредба 41 на КФН и метод за изчисляването им по МСФО

Таблицата по-долу представя изискуемата информация по Наредба 41, и за пълнота съгласно изискванията на МСФО 13, съпоставима финансова информация в исторически план.

За целите на пълнота, предоставената финансова информация обхваща одитирани индивидуални данни за 2019 г., 2020 г., 2021 г., 2022 г. и неоитирани междинни данни за деветмесечията на 2023 г. и 2022 г.:

Съгласно МСФО, следва изрично да посочим, че всички коефициенти, Alternative Performance Measures съгласно насоките на ESMA и Management Performance Measures съгласно насоките на IASB, са приблизителни оценки по смисъла на МСФО, като тези данни подлежат на официално оповестяване единствено след като са били предмет на независим одит, заедно с финансовите отчети за периода, за който се отнасят.

Независимо от това, коефициентите по-долу са изчислени въз основа на преобладаващи дефиниции за тях, и следва да бъдат разглеждани единствено като компоненти на аргументацията по отношение на релевантност на определената справедлива стойност, без да бъдат считани за одитирана финансова информация:

Историческа информация	Софарма АД						
	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	30/09/2023	30/09/2022
Коефициенти за рентабилност							
Рентабилност на оперативната дейност	4.55%	5.67%	1.74%	6.52%	4.47%	5.83%	5.88%
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	20.49%	-13.91%	-26.56%	-21.43%	-12.22%	-13.30%	9.19%
Възвращаемост на активите	6.09%	7.61%	2.04%	7.18%	4.67%	7.50%	7.69%
Капацитет за генериране на доход от активи	5.62%	8.61%	1.35%	7.54%	4.51%	7.51%	7.78%
Възвращаемост на собствения капитал	10.65%	13.92%	4.46%	14.65%	9.10%	14.75%	13.35%
Коефициенти за активи и ликвидност							
Обращаемост на активите	1.3366	1.3420	1.1686	1.1010	1.0439	1.2855	1.3062
Обращаемост на оборотния капитал	10.1490	10.9756	21.4320	19.8931	8.9179	9.0015	8.5310
Текуща ликвидност	1.4054	1.3476	1.1244	1.1344	1.2888	1.2680	1.4915
Бърза ликвидност	1.3567	1.2586	1.0779	1.0775	1.2049	1.2377	1.4457
Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.6839	0.6038	0.5282	0.4749	0.5486	0.5416	0.6989
Коефициенти за ливъридж							
Коефициент на финансова автономност	1.3337	1.2065	0.8388	0.9604	1.0534	1.0328	1.3573
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	0.1814	0.1855	0.2313	0.2005	0.1591	0.1817	0.1958
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.7498	1.8289	2.1922	2.0412	1.9493	1.9683	1.7368
Коефициенти за една акция							
Коефициент Продажби на една акция	12.4339	11.9968	10.7680	9.5996	7.5950	10.7227	12.1463
Коефициент Печалба на една акция	0.5663	0.6803	0.1875	0.6258	0.3396	0.6252	0.7147
Коефициент Балансова стойност на една акция	5.3164	4.8878	4.2033	4.2714	3.7323	4.2377	5.3543
Коефициенти за дивидент							
Коефициент на изплащане на дивидент	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Коефициент на задържане на печалбата	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Дивидент на една акция	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Коефициенти за развитие							
Темп на прираст на продажбите	3.64%	3.64%	11.41%	26.39%	-	13.03%	
Темп на прираст на нетната печалба	-16.76%	-16.76%	262.75%	-284.30%	-	12.00%	
Темп на прираст на активите	4.07%	4.07%	-2.99%	19.84%	-	14.84%	
Пазарни коефициенти							
Коефициент Цена/Продажби на акция	0.48	0.49	0.55	0.62	0.78	0.55	0.49
Коефициент Цена/Печалба на акция	10.45	8.70	31.57	9.46	17.43	9.47	8.28
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на акция	1.11	1.21	1.41	1.39	1.59	1.40	1.11
Пазарна цена на акциите към 12.01.2024	5.92	5.92	5.92	5.92	5.92	5.92	5.92
Брой обикновени акции (по ТРРЮЛНЦ)	134,797,899	134,797,899	134,797,899	134,797,899	134,797,899	172,590,578	134,797,899
Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2018-2022г, неоитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 31.12.2022г.							

Горната 1. Прогнозна финансова информация след преобразуването. Други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени

В съответствие с изискванията на чл. 23, ал. 1, т. 5 от Наредба 41 на КФН, приемащото дружество посочва, че:

(а) към 30.09.2023 г. преобразуващото се дружество е обект на консолидация с дружеството-майка, явяващо се и приемащо дружество по преобразуването;

(б) началната счетоводна дата за преобразуването е 01.01.2024 г.;

По-долу е представена информация за ефектите от вливането:

Про-форма преди вливането	Приемащо дружество	Преобразуващо се дружество
Брой акции в обращение преди вливането	159 112 242	4 540 000
Справедлива стойност на 1 акция преди вливането (в лв)*	5.37	3.48
Стойност на дружеството (в лв)	854 432 739.54	15 799 200.00
Про-форма след вливането	Приемащо дружество	Преобразуващо се дружество
Брой акции в преобразуващото се дружество, които не се притежават от приемащото дружество	Неприложимо	1 050
Справедлива стойност, съответстваща на дела в преобразуващото се дружество, която не принадлежи на приемащото дружество (в лв)**	3 654.00	Дружеството се прекратява в резултат на вливането
Положителни корективи (отписани пасиви, признати допълнителни активи) при вливането***	0.00	
Отрицателни корективи (новопризнати пасиви, отписани активи) при вливането***	0.00	
Намаление на парична наличност, в резултат на заплащане в брой на част от цената по вливането към миноритарни акционери на вливащото се дружество	-51.11	
Справедлива стойност на приемащото дружество след вливането (в лв.)	854 436 342.43	
Брой акции на придобиващото дружество, заплатени при вливането на миноритарни акционери на преобразуващото се дружество	673	
Брой акции в обращение след вливането	159 112 915.00	
Справедлива цена на 1 акция след вливането (в лв.)	5.37	
* на база на извършена оценка по справедлива стойност		
** определена чрез умножаване на справедливата стойност на 1 акция на преобразуващото се дружество по броя акции в преобразуващото се дружество, които се притежават от лица, различни от придобиващото дружество		
*** на база предварително оценка на София Интернешънъл Секюритиз. Точната стойност се определя към момента на счетоводно отчитане на вливането, след потвърждение от независим одитор.		

Източник: Неодитирани данни от дружеството-майка и дъщерните дружества от групата към 30.09.2023 г., с преизчисление при завършено вливане на Вета Фарма АД в Софарма АД

Горните изчисления отчитат следните ключови обстоятелства:

(а) първо, при консолидацията, встъпването на придобиващото дружество в активите и пасивите на вливащото се дружество би породило ефекти единствено по отношение на вземания и задължения между двете дружества, които ще се погасят (с нетиране) при процеса на вливане;

(б) второ, не са установени неотчетени пасиви, които би следвало да бъдат признати при вливането;

(в) не са установени активи, които не са оценени по справедлива стойност, съответно не се очакват ефекти от преоценка на активи по справедлива стойност при вливането;

(г) четвърто, не са установени вземания или задължения, които биха станали предсрочно изискуеми при вливане;

(д) пето, ще бъде извършено плащане на част от цената по придобиването с парични средства, което ще намали паричните средства на дружеството майка, с еквивалентен ефект на консолидирана база. Този ефект е оценен приблизително;

(е) част от обратно изкупените собствени акции на приемащото дружество ще бъдат заплатени като част от цената по вливането, в резултат на което те ще се върнат в стопански оборот, и това ще има ефект върху броя акции в обращение. Този ефект е оценен приблизително.

С отчитане на гореизложеното, преди вливането на консолидирана база справедливата стойност на приемащото дружество се оценява на 854,432,739.54 лева, а след вливането се очаква тя да се увеличи до 854,436,342.43 лева, съответно справедливата стойност на една акция се очаква да остане непроменена - 5.37 лева на акция.

Няма друга информация за цените на акциите, която да е съществена.

Няма други данни или съотношения, които се считат за съществени.

Част IV. Източници на използваната при обосновката информация

Финансовата информация за съпоставими компании се основава на данни от Bloomberg терминал, а за анализираната компания се основава на одитирани годишни финансови отчети и междинни финансови отчети, предоставени от ръководството на компанията, и оповестени в ТРРЮЛНЦ.

Ценовата информация се основава на данни от Bloomberg терминал и данни от БФБ.

Изчисленията, използвани за пресмятане на справедливата стойност на една акция на оценяваното дружество са предоставени от ИП „София Интернешънъл Секюритиз“. Използвани са също така международните стандарти за финансова отчетност (МСФО), публикувани от IASB, и по конкретно МСФО 9 Финансови Инструменти, относим към оценка по справедлива стойност на капиталови инструменти, както и МСФО 13 Оценяване по справедлива стойност, относно изискванията за изготвяне на оценка по справедлива стойност в рамките на Европейския Съюз и държавите-членки на ЕС.

Международните счетоводни стандарти могат да бъдат намерени на <https://www.ifrs.org/>

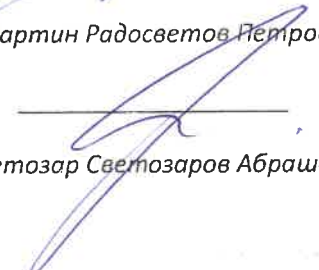
НАРЕДБА № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане.

ИЗГОТВИЛ ОБОСНОВКАТА:

ИП „СОФИЯ ИНТЕРНЕСЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ“

СЛОЖИЛИТЕ ПО-ДОЛУ ПОДПИСИ ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ ОЦЕНКАТА СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА


/Мартин Радосветов Петров/


/Светозар Светозаров Абрашев/

