ДОПЪЛНИТЕЛНО СПОРАЗУМЕНИЕ № 1

КЪМ ДОГОВОР ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ ЧРЕЗ ВЛИВАНЕ ОТ 16.01.2024 Г.

Днес, 08.03.2024 г., се сключи настоящото Допълнително споразумение № 1 към Договор за преобразуване, сключен на 16.01.2024 г. между:

1. **„СОФАРМА" АД**, ЕИК 831902088, със седалище и адрес на управление в град София, район „Надежда", бул. „Илиенско шосе" № 16, представлявано от прокуриста Симеон Огнянов Донев, ЕГН: 9203116620, с лична карта № 647471355, издадена от МВР - София на 23.01.2018 г., наричано по-долу **"Приемащо дружество"** или **„Софарма"**, от една страна, и

2. "ВЕТА ФАРМА" АД, ЕИК 104111084, със седалище и адрес на управление в гр. Велико Търново, ул. Дълга лъка № 32, представлявано от Изпълнителния директор Виолета Петрова Цачева, ЕГН: 6612285010, с ЛК № 651175346, изд. на 19.10.2021г. от МВР, наричано по-долу **"Преобразуващо се дружество"** или **„Вета фарма"**

всяка от тях наричана поотделно и „**Страна**", а заедно „**Страни**".

на основание чл. 14.2. от Договора за преобразуване чрез вливане, сключен на 16.01.2024 г, се сключи това Допълнително споразумение за следното:

1. Член 2.2. от Договора придобива следната нова редакция:

„Член 2.2. Основна информация относно Приемащото дружество

„Софарма" АД е акционерно дружество, ЕИК 831902088, със седалище и адрес на управление в град София, район „Надежда", бул. „Илиенско шосе" № 16. Капиталът на дружеството е в размер 172 590 578 лв., изцяло внесен. Капиталът на дружеството е разпределен в 172 590 578 обикновени поименни безналични акции с право на глас, с номинална стойност 1 (един) лев всяка. „Софарма" АД е публично дружество по смисъла на чл. 110 и сл. ЗППЦК и е вписано в регистъра по чл. 30, ал. 1, т. 3 от ЗКФН с решение № 57 от 01.10.1998 г.

Към 15.01.2024 година акционери, притежаващи 5 на сто или повече от акциите с право на глас от капитала на „Софарма" АД са:

Акционер	Дял от капитала (%)
„Донев Инвестмънтс Холдинг" АД, ЕИК 831915121, гр. София, ул. „Позитано" № 12	38,572
„Телекомплект инвест" АД, ЕИК 201653294, гр. София, Район Средец, пл. Славейков № 9	16,155

ПРАЗНА СТРАНИЦА

Огнян Иванов Донев, бул. Черни връх 18, вх. Б	8,367
„Софарма“ АД, ЕИК: 831902088, гр.София, бул. „Илиенско шосе“ № 16	8,302

“

2. Член 4.2. от Договора придобива следната нова редакция:

„Член 4.2. С оглед определянето на справедливите стойности на акции на Страните при прилагането на методите по чл. 5 от Наредба №41 и възможностите за минимални отклонения вследствие на закръгления, Страните приемат крайните изчисления на справедливите стойност на акция, както и на общите справедливи стойности на двете дружества, да бъдат закръглени надолу до втория знак след десетичната запетая. При определяне на съотношението на замяна чрез делене на справедливата цена на акция на Преобразуващото се дружество на справедливата цена на акция на Приемащото дружество, Страните приемат закръгляване надолу до втория знак след десетичната запетая. Страните констатират и приемат следните обобщени финансови данни за размера на чистата стойност на имуществото на всяко едно от участващите в преобразуването дружества към 15.01.2024 г.

Регистрираният капитал на Преобразуващото се дружество е 4 540 000 лв., разпределен в 4 540 000 броя обикновени, поименни, налични, свободно прехвърляеми акции, всяка от които с номинал от 1 лв. Съгласно изчислената справедлива стойност на една акция на „Вета фарма“ АД, справедливата стойност (чистата стойност на имуществото) на дружеството е 33 686 800 лв.

Регистрираният капитал на Приемащото дружество е 172 590 578 лв., разпределен в 172 590 578 броя безналични поименни акции с право на глас и с номинална стойност от 1 лев всяка. Към 31.12.2023 г. „Софарма” АД притежава 14 328 336 собствени акции и в тази връзка в обращение има 158 262 242 броя акции, на базата на които са направени изчисленията за справедлива цена на Съгласно изчислената справедлива стойност на една акция на „Софарма” АД, справедливата стойност (чистата стойност на имуществото) на дружеството е 1 198 045 171.94 лв.“

3. Член 4.3. от Договора придобива следната нова редакция:

„Член 4.3. На основата на констатираните и приети обстоятелства Страните констатират и приемат следната справедлива цена на акциите, определена към 15.01.2024 г.:

На Преобразуващото се дружество: справедливата цена на една акция на „ВЕТА ФАРМА” АД е 7.42 лв.;

На Приемащото дружество: справедливата цена на една акция на „Софарма” АД е 7.57 лв.“

4. Член 4.5. от Договора придобива следната нова редакция:

„Член 4.5. Въз основа на справедливата цена на акциите на участващите в преобразуването дружества се формира съотношение на замяна от 0.98 което означава, че една акция на

ПОЛЗНА СТРАНИЦА

Преобразуващото се дружество („Вета фарма" АД) следва да се замени с 0.98 акции на Приемащото дружество („Софарма" АД). Съотношението на замяна на акции е определено към 15.01.2024 год. Имуществото на Приемащото дружество („Софарма" АД) се увеличава с частта от чистата стойност на имуществото на Преобразуващото се дружество („Вета фарма" АД), която съответства на акциите от капитала на Преобразуващото се дружество („Вета фарма" АД), които не са собственост на Приемащото дружество („Софарма" АД). По този начин, частта от чистото имущество на Преобразуващото се дружество („Вета фарма" АД), с която се увеличава чистото имущество на Приемащото дружество („Софарма" АД) е 7 791 лв. и общата стойност на чистото имущество на Приемащото дружество („Софарма" АД) се увеличава до 1 198 052 962.94 лв.

С оглед разпоредбите на чл. 261б от Търговския закон, при формиране на съотношението на замяна на акции на Приемащото дружество с акции на Преобразуващото се дружество, след Вливането е спазен принципът на еквивалентност, като придобитите от акционерите на Преобразуващото се дружество акции в Приемащото дружество, включително допълнителните парични плащания по раздел 5 по-долу, са еквивалентни на справедливата цена на притежаваните от тях преди Вливането акции в Преобразуващото се дружество."

5. В Член 6.3. от Договора думите „по чл. 264ч, ал. 5 от Търговския закон" **се заменят с думите** „по чл. 262ч, ал. 5 от Търговския закон".

Неразделна част от това Допълнително споразумение са следните приложения:

Приложение № 1: Обосновка на справедливата цена на акциите на "Вета фарма" АД за преобразуване чрез вливане на "Вета фарма" АД в „Софарма" АД;

Приложение № 2: Обосновка на справедливата цена на акциите на „Софарма" АД за преобразуване чрез вливане на "Вета фарма" АД в „Софарма" АД;

Приложение № 3: Описание на недвижимото имущество, което преминава от Преобразуващото се дружество към Приемащото дружество в резултат на Вливането.

Настоящият договор се подписа в 4 еднообразни екземпляра и се подписа както следва:

За "СОФАРМА" АД,

.....

Симеон Цонев

За "ВЕТА ФАРМА" АД

.....

Виолета Петрова Цачева

На **08.3.2024 г.**, **Аксения Монова**, нотариус в район **Софийски районен съд**, рег. № **015** на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:
Симеон Огнянов Донев, ЕГН 9203116620 – прокурист, представляващ "СОФАРМА" АД, ЕИК 831902088

Рег. № **386**, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

На **11.3.2024 г.**, **Аксения Монова**, нотариус в район **Софийски районен съд**, рег. № **015** на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от:
Виолета Петрова Цачева, ЕГН 6612285010 – Изпълнителен директор, представляващ "ВЕТА ФАРМА" АД, ЕИК 104111084

Рег. № **390**, Събрана такса: ..... лв.

НОТАРИУС:

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА ЕДНА АКЦИЯ НА „ВЕТА ФАРМА" АД ВЪВ ВРЪЗКА С ПРОЦЕДУРА ПО ПРЕОБРАЗУВАНЕ

съгласно 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

Дата на изготвяне на оценката: 15.01.2024

Изготвил оценката: София Интернешънъл Секюритиз АД

Настоящата обосновка е регистрирана в Комисията за финансов надзор на 23.01.2024 г.

Коригирана обосновка е регистрирана в Комисията за финансов надзор на 19.03.2024 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

Част I. Резюме на данните от оценката 4

Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата цена 4

Точка 2. Справедлива цена на борсово търгувани капиталови инструменти 6

Точка 3. Справедлива цена на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена 6

Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка базирани на Наредба №41 на КФН 6

Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци 7

Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите 7

Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества 7

Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет 7

Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката 8

Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца 8

Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца 8

Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца 8

Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно 8

Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството на дружеството от независим оценител 8

Точка 8. Информация, че комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни 8

Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност 8

Точка 10. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество след преобразуването и друга информация за цените на акциите, която се счита за съществена 9

Част II. Разяснение на извършената оценка 10

Точка 11. Обосновка за използваните методи 10

Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество 14

11.2. Характеристиките на оценяваното дружество в исторически план 21

11.3. Относимите към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света 22

11.4. Характеристики за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество 25

11.5. Други съществени обстоятелства, поради които изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи 26

Точка 12. Оценка по справедлива цена на активно търгувани акции 35

Точка 13. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци 35

Точка 14. Оценка по метод на нетната стойност на активите 47

Точка 15. Оценка по метод на пазарните множители на сходни дружества 48

Част III. Систематизирана финансова информация 73

Точка 16. Данни от отчета за печалбата и загубата и другия всеобхватен доход 74

Точка 16.1. Нетни приходи от продажби 75

Точка 16.2. Себестойност на продажбите 75

Точка 16.3. Брутна печалба/загуба 75

Точка 16.4. Административни разходи и разходи за продажби 76

Точка 16.5. Печалба/загуба от дейността 76

Точка 16.6. Финансови приходи и разходи 76

Точка 16.7. Печалба/загуба (преди разходи за данъци) 76

Точка 16.8. Нетна печалба/загуба 76

Точка 16.9. Забележки относно представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН 77

Точка 17. Данни от отчета за финансовото състояние 77

Точка 17.1. Парични средства и парични еквиваленти 79

Точка 17.2. Нетен оборотен капитал 79

Точка 17.3. Обща стойност на активите 79

Точка 17.4. Обща стойност на пасивите 80

Точка 17.5. Обща стойност на собствения капитал 80

Точка 17.6. Забележки относно представяната информация 80

Точка 18. Финансови коефициенти по чл. 7, ал. 2, букви "г" - "к" от Наредба 41 на КФН и метод за изчисляването им 80

Точка 19. Прогнозна финансова информация след преобразуването. Други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени 82

Част IV. Източници на използваната при обосновката информация 85

Част I. Резюме на данните от оценката

Настоящата е извършена в съответствие с

- Международните стандарти за оценка (International Valuation Standards, IVS), приети от International Valuation Standards Council в сила от 31 януари 2022;
- Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК);
- Търговския закон (ТЗ); и
- Действащите наредби на Комисията за финансов надзор.

Формата и съдържанието на настоящата оценка са съобразени с изискванията на 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 на Комисията за финансов надзор на Република България (наричана нататък за краткост Наредба 41 на КФН).

Съгласно изискванията на Наредба 41 на КФН, съотношението на замяна на 1 акция на преобразуващото се дружество срещу акции на приемащото дружество е определена чрез разделяне на определената справедлива цена на индивидуална основа на една акция на преобразуващото се дружество (**7.42 лева**) на определената справедлива цена на консолидирана основа на една акция на приемащото дружество **7.57 лева**), с приемане на точност на закръгление (два знака след десетичната запетая), което възлиза на съотношение от **0.98**[1] **акции на приемащото за 1 акция на преобразуващото се дружество**.

Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата цена

Съгласно чл. 123, ал. 1, т.1 от Закона за публично предлагане на ценни книжа, договорът или планът за преобразуване по чл. 262ж от Търговския закон освен данните по чл. 262ж от Търговския закон трябва да съдържа и справедливата цена на акциите на всяко от преобразуващите се дружества, съответно дружество, както и съотношението на замяна на акциите на преобразуващите се дружества, съответно преобразуващото се дружество, срещу акции на новоучредените дружества, съответно дружество, или на приемащото дружество, определени към дата, която не може да е по-рано от един месец преди датата на договора или плана за преобразуване, а съгласно т. 2 от същата алинея, обосновка на цената по т. 1 въз основа на общоприети оценъчни методи, които методи съгласно чл. 123, ал. 2 от ЗППЦК се определят с Наредба, като визираната в ЗППЦК Наредба за оценъчните методи и Наредба №41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване,

[1] 0.9801849406 без закръглението.

договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, на Комисията за финансов надзор, доколкото по силата на чл. 1, ал. 1, т. 1 от същата Наредба, с нея се уреждат изискванията към съдържанието на обосновката на справедливата цена на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на 1. преобразуване на търговски дружества с участието на най-малко на едно публично дружество.

Съгласно чл. 262ж, ал. 2, т. 2 от Търговския Закон съотношението на замяна на акциите или дяловете на преобразуващото се дружество и приемащото дружество е задължителна част от договора за преобразуване и се определя към конкретна дата, като тази дата съгласно ал. 4 на същия член не може да е по-рано от 6 месеца преди датата на договора или плана за преобразуване и по-късно от датата на договора или плана за преобразуване.

В съответствие с чл. 5, ал. 1 от Наредба №41 на КФН, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката, и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3.

В съответствие с чл. 5, ал. 3 от 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.

На тази основа, е възприет подход, оценката да бъде извършена в съответствие с изискванията на Наредба №41 на КФН, като за целите на оценката са използвани междинни финансови отчети на преобразуващото се (индивидуални) и приемащото дружество (консолидирани) към 30.09.2023 година, доколкото към датата на изготвяне на оценката двете дружества не се публикували одитирани годишни отчети за 2023 година.

Точка 2. Справедлива цена на борсово търгувани капиталови инструменти

Оценяваното дружество не е публично търгувано дружество, поради което за него не могат да бъдат изпълнени хипотезите за активно търгувано дружество.

Точка 3. Справедлива цена на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена

Съгласно чл. 5, ал. 5 на Наредба 41 на КФН, претеглянето по чл. 5 ал. 3 се осъществява чрез умножаване на стойността на акциите, получена от пазара и/или съгласно приложените оценъчни методи, по техните относителни тегла. Преобразуващите се дружества или дружествата, страни по договор за съвместно предприятие, съответно търговият предложител, определят тегла, чрез които обосновано считат, че ще се определи по-реалистична оценка на справедливата цена към датата на обосновката й. Не се допуска използването на тегло, по-ниско от 20% и по-високо от 80%.

Съгласно чл. 6, ал. 1 на Наредба 41 на КФН, справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност в случаите, когато:

1. ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5, или

2. общото събрание на акционерите е приело решение за ликвидация на дружеството или дружеството е в производство по несъстоятелност при условията на чл. 630 от Търговския закон.

За оценяваното дружество не е приложима ликвидационна оценка.

Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка базирани на Наредба №41 на КФН

Оценъчен метод	Цена на 1 Акция	Тежест
Пазарни Еквиваленти	15.64	40%
Дисконтирани парични потоци	2.78	20%
Нетна стойност на активите	1.51	40%
Справедлива Цена	**7.4160**	

Източник: Изчисления СИС

Въз основа на прилагането на три оценъчни метода, определяме справедливата стойност на една акция на **7.4160** лева, или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **7.42 лева**. В точка 11 е предоставена аргументацията по отношение на избраните методи и относителната им тежест.

Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци
Справедливата цена въз основа на метода на дисконтираните парични потоци, възлиза на 2.782885463 лева на акция или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **2.78 лева на акция**.

Определянето на справедливата цена въз основа на този метод е представено подробно в точка 13.

Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите
Справедливата цена, определена въз основа на нетната стойност на активите, възлиза на 1.5119 лева на акция или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **1.51 лева**.

Определянето на справедливата цена въз основа на този метод е представено подробно в точка 14.

Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества
Справедливата стойност въз основа на метода на пазарните множители на сходни дружества, възлиза на **15.6433 лева на акция** или след закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, **15.64 лева на акция**.

Определянето на справедливата цена въз основа на този метод е представено подробно в точка 15.

Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет

По данни от последния одитиран финансов отчет на дружеството от 31.12.2022 няма неоперативни активи на дружество. Доколкото към датата на извършване на оценката, не е бил публикуван още одитиран годишен финансов отчет към 31.12.2023 година, за целите на оценката е използван междинният неодитиран финансов отчет към 30.09.2023 г. Съгласно получената от дружеството информация, неоперативни активи няма и към 30.09.2023 г.

Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката

Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Дружеството не е публично.

Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно

Дружеството е непублично и следователно акциите му не могат да отговарят на хипотезата за активно търгувани акции.

Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството на дружеството от независим оценител

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител.

Точка 8. Информация, че комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни

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

Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност

Настоящата обосновка е изготвена на 15.01.2024 и има срок на валидност до 15.07.2024 г (шест месеца от датата на изготвяне).

Точка 10. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество след преобразуването и друга информация за цените на акциите, която се счита за съществена

В съответствие с изискванията на чл. 21, ал. 2 от Наредба 41, и като отчетохме попадането на приемащото дружество в обхвата на член 4 от Регламент (ЕО) № 1606/2002 на Европейския парламент и на Съвета от 19 юли 2002 година, и произтичащото от това приложно поле Регламент (ЕС) 2023/1803 на Комисията от 13 септември 2023, оценяващите посочват, че след вливането не се очаква да настъпят значителни промени в консолидираните финансови отчети на дружеството-майка, което е и приемащо дружество.

Същевременно, оценяващите посочват, че липсата на значим счетоводен ефект към определен момент не е показателно за бъдещи икономически ефекти и в този смисъл обръщат внимание на един от най-съществените икономически ефекти от вливането – преустановяване на необходимостта от предоставяне на финансиране от дружеството-майка към преобразуващото се дружество.

Детайлна информация относно извършения анализ на прогнозните ефекти от вливането върху дружество-майка като приемащо дружество е представена в точка 19, като от този анализ е видно, че не се очаква промяна в справедливата цена на една акция на приемащото дружество в резултат на вливането.

Преди вливането на консолидирана база справедливата стойност на приемащото дружество се оценява на 1 198 045 171.94 лева, а след вливането се очаква тя да се увеличи до 1 198 052 962.94 лева, съответно справедливата цена на една акция се очаква да остане непроменена - 7.57 лева на акция.

Приемащото дружеството е емитирало варанти, което следва да се възприема от потенциалните и настоящи акционери на дружеството като съществено основание да очакват бъдещо увеличение на капитала и съответно увеличение на броя акции в обращение, което може да има значителен ефект върху счетоводната стойност на една акция в бъдеще. Този ефект не може да бъде оценен надеждно към датата на изготвяне на настоящата оценка[2].

Няма друга информация за цените на акциите, която да е съществена, извън посоченото в т. 11.5.5.

[2] В точка 14 е предоставена допълнителна индикативна информация за потенциалния ефект от упражняване на варантите върху стойността на една акция.

Част II. Разяснение на извършената оценка

Точка 11. Обосновка за използваните методи

Информацията по-долу е предоставена в изпълнение на изискванията на чл. 7, ал. 1-3 от Наредба 41 на КФН.

Метод на пазарните аналози

Този метод е един от двата метода от групата на „пазарните множители", заедно с метода на „транзакционните множители". Методът на транзакционните множители е основно приложим към сделки по сливания и придобивания, като при него фокусът е основно върху сделки от определен тип в определен времеви хоризонт за даден географски регион, съответно при него съпоставимостта по финансови параметри (активи, приходи, печалба, капитал и т.н.) се използват единствено при определяне на относителна тежест на конкретната сделка в изчисленията. Този метод не попада в обхвата на приемливите методи по Наредба №41 на КФН, поради което се разглежда единствено методът на пазарните аналози от тази група методи.

Методът на пазарните аналози отразява в най-висока степен пазарна информация включително очаквано развитие на самото дружество и алтернативни инвестиции в близки аналози/конкуренти на дружеството. Съществуват и определени ограничения при използването на метод „последни 12 месеца" за целите на определяне на някои финансови измерители (конкретно, приходи и печалба и производни от тях коефициенти).

Тъй като даденото дружество не е борсово търгувано, за него методът на пазарните аналози е информативен основно в контекста на страведлива цена при сделки с акции на съпоставими компании в контекста на разглежданото вливане, съответно е взет с тегло от 40%.

Метод на нетната (и коригираната нетна) стойност на активите

Методът на нетна стойност на активите отразява историческа финансова информация и в този смисъл в най-висока степен предоставя точна информация към определен исторически момент. Доколкото дружеството ще прекрати съществуването си като отделен стопански субект при вливането, на или около тази бъдеща дата ще бъде извършено ефективна прехвърляне на всички активи и пасиви на дружеството по справедлива стойност.

Същевременно, при този метод има значителни ограничения, доколкото дори неговия по-съвременен вариант (метод на коригираната нетна стойност на активите) се базира основно върху финансова информация и в ограничена степен върху правна (основно във връзка със скрити пасиви) информация, но не и върху техническа информация, която може да има съществен ефект (например необходимост от бъдещи инвестиции във

връзка с остарели технологии, дори когато активите не са амортизирани в значителна степен). Допълнително нефинансова информация, която е съществена (напр. относно устойчиво развитие) не намира отражение в оценката, дори когато пазарът реално я отразява в цената.

Тъй като се очаква дружеството да прекрати фактическото си съществуване след вливането като самостоятелно дружество, то за него методът на нетната стойност на активите (конкретно, неговият осъвременен вариант – метод на коригираната нетна стойност на активите) е със значителна степен на представителност, поради което този метод участва с тегло от 40%.

Методи на дисконтираните парични потоци

По отношение на методите от групата на дисконтираните парични потоци, следва да се отчете следното:

(а) при сделки за вливане (merger) или придобиване (acquisition) преобразуващото се дружество прекратява съществуването си като правен субект, а за придобиващото дружество не е изпълнена хипотезата, че минали финансови данни са показателни за бъдещо представяне, доколкото настъпва съществена промяна в бизнес комбинацията[3] и в този смисъл, за него не може да бъде извършвана прогноза за бъдещ период на индивидуална база. Същевременно доколкото преобразуващото се дружество и приемащото дружество като дружество-майка са обект на консолидация и към настоящия момент, може да бъде извършвана прогноза за бъдещ период на консолидирана основа за приемащото дружество със запазване на съпоставимост с минали периоди;

(б) при избора на конкретен модел от групата на дисконтираните парични потоци, е взето под внимание, че дружеството-майка не е разпределяло дивидент през последните 3 години, и моделът на дисконтираните дивиденти (DDM) не е приложим;

(в) в допълнение на изложеното в букви (а) – (б) по-горе, е взета под внимание следната синтезирана информация по отношение на моделите FCFE и FCFF:

Ключови аспекти	**Свободен паричен поток за дружеството (FCFF)**	**Свободен паричен поток за капитала (FCFE)**	**Анализ в контекста на Вета Фарма**
Какви парични потоци обхваща	Паричните потоци са достъпни за всички инвеститори (капиталови и дългови) в дружеството.	Паричните потоци са достъпни само за акционерите.	Сделката представлява плащане с капиталови инструменти и кеш към миноритарните акционери на Вета Фарма и за тях FCFE дава възможност да направят съпоставка с

[3] Конкретно, визираме липса на регулаторен консенсус при прилагане на два конфликтиращи стандарта, относими към вливане при бизнес комбинация (среща от 22.12.2022 между IASB, EBA, ESMA и EFRAG).

			алтернативен сценарий на задържане на инвестицията им.
Левъридж	Паричните потоци без левъридж (unlevered) тъй като ефектът на левъридж не се разглежда	Парични потоци с левъридж, тъй като ефектът от левъридж е включен	Двата модела са равнопоставени
Какво измерва	Изчислява се стойността на предприятието	Изчислява се стойността на капитала	Тъй като се определя справедлива стойност на една акция, то FCFE моделът като директен измерител е за предпочитане пред FCFF модела.
Дисконтов фактор	Среднопретеглена цена на финансирането (както дългово, така и капиталово)	Цената на капитала	Производен фактор
Основно поле на приложимост	FCFF намира основно приложение като модел за определяне на справедлива стойност на самата компания и е с по-широко поле на прилагане от FCFE.	FCFE намира основно приложение като модел за определяне на разполагаем паричен поток за плащания към акционери (напр. обратни изкупувания, дивиденти и др.)	Като правило FCFE е с по-ниска информативност, когато се използват консолидирани, а не индивидуални данни[4]. Същевременно, за оценяваното дружество се използват индивидуални отчети, което прави двата метода съпоставими.

С отчитане на гореизложеното, оценяващите са избрали да използват модел FCFE въз основа на индивидуална прогноза за развитие на вливащото се дружество, като е използван алтернативен сценарий „развитие без вливане".

Макар методите на дисконтираните парични потоци да са широко разпространена практика в САЩ, следва да се отчетат редица критики по прилагането на тези методи в Европа.

Първо, с изключение на метода на дивидентите, другите два широко разпространени метода се базират изключително на терминология и начини на представяне, характерни за американските стандарти (US GAAP), които се отличават от приложимите стандарти в Европа (дори по отношение на форма и обхват, определени за публичните дружества, изготвящи консолидирани отчети в ЕС въз основа на Регламент (ЕС) 2023/2822 на

[4] Конкретно, капиталовите инструменти на дружеството-майка дават права по отношение на ресурси на самото дружество-майка, а не директни права и към всички дружествата от групата, попадащи в обхвата на консолидация. В рамките на проекта „капиталови инструменти с характеристики на капитал" (FICE), IASB е в процес на разработване на нови дефиниции за капиталови инструменти, които допълнително ограничават приложимостта на консолидирана информация за FCFE модел (конкретно по отношение на критериите от група „зависимост или независимост от собствени ресурси на дружеството").

Комисията от 19 декември 2023 година). Конкретно, определени финансови измерители като EBITDA (печалба преди лихви, данъци, амортизация и обезценка) и EBIT (печалба преди лихви и данъци) изискват официалните отчети на дружеството като обект на консолидация в консолидираните отчети на публично дружество изрично да посочат как тези стойности се извеждат от изготвените в съответствие с Регламент (ЕС) 2023/1803 на Комисията от 13 септември 2023 финансови отчети, като не само получените стойности, но и методът за извеждането им подлежи на независим одит в рамките на одитиране на годишните отчети на публичното дружество. В този смисъл, позоваването на такива показатели, които не са изрично изведени от одитирани отчети и изрично потвърдени от одитор, не могат да бъдат приети за точни или показателни.

Второ, в ЕС протичат консултации със заинтересовани лица на тема „Отчет за паричните потоци и свързани проблеми" в работния си план за 2022-2026, и възможна замяна на отчета за паричните потоци с одитирана информация относно ликвидността и/или нетния дълг биха имали по-висока аналитична стойност.

Трето, в Европа е широко възприета (напр. за целите на InvestEurope) IPEV[5] методиката, която дава по-общи концептуални принципи за прилагане на модели от класа на паричните потоци (конкретно описаните в точки 3.7 и 3.8), например в точка 3.7 изрично се указва възможността вместо парични потоци да се използват приходи (което е по-близко до практиките за финансово докладване в ЕС), докато в точка 3.8 е описана методология аналогична на използваното по настоящем в ЕС моделиране за дългови инструменти.

При използването на модели на паричните потоци е наложително използването на редица хипотези, което предполага т. нар. „критика на Фейнман" (в лекциите си Ричард Филипс Фейнман[6] отбелязва, че когато даден модел извежда закономерности, за да се достигне до конкретен прост краен резултат, броят на залегналите хипотези и допускания е значително по-голям и тези допускания са по-комплексни отколкото може да бъде описано в представянето на модела, и съответно всеки модел е единствено неточно и приблизително представяне на реалността). Конкретно, налице са имплицитни фактори като напр. поява на заместващи продукти в бъдеще, сливания и придобивания между конкуренти, чието възникване е с висока вероятност, но които не могат да бъдат моделирани надеждно, което води до неточност на прогнозите. Съществуват и експлицитни фактори, които моделът принципно не включва в обхвата си, конкретно нефинансова информация (ESG фактори), които определено влияят на цената за част от пазарните участници, и принципното изключване на такава нефинансова информация от модела го прави непълен.

---

[5] https://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202022.pdf

[6] https://www.feynmanlectures.caltech.edu/

Тези положителни и отрицателни фактори са взети под внимание при определяне на крайната оценка, като на метода е дадено най-ниско тегло (20%), доколкото основната хипотеза при него е за алтернативното развитие при нереализиране на вливането.

Като бе взето под внимание изложеното по-горе, в съответствие с принципите на МСФО и изискванията на Наредба №41 на КФН справедливата цена на акция на дружеството е изготвена въз основа на три оценъчни метода.

С оглед на изложената по-горе информация са възприети следните тегла за всеки от трите използвани метода:

- Метод на нетната стойност на активите – 40%, доколкото методът отразява в съществена степен текущата информация, свързана с разглежданата сделка по вливане;
- Метод на пазарните аналози – 40%, доколкото дружеството не е борсово търгувано, но съпоставка с пазарни аналози дава информация за пазарни очаквания за сходни сделки с акции;
- Метод на дисконтираните парични потоци – 20%, доколкото методът дава съществена информация за възможното бъдещо развитие при сценарий на самостоятелно развитие. Тъй като този метод е в значителна степен прогноза на база настоящи данни за продължителен бъдещ период (поне 5 години), за него е приложима критиката на ЕБО за несигурност на бъдещи прогнози с хоризонт над 3 години за дружества, както и риска при дългосрочно прогнозиране на на условията на пазара (конкретно допускания за навлизане на конкуренти, промяна в регулаторни режими, навлизане на заместващи продукти за основни продукти на дружеството и други фактори), съответно затова този метод присъства с тегло от 20%.

Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество

Точка 11.1.1. Особеностите на дейността

Дружеството е с предмет на дейност: производство на лекарствени, нелекарствени и други продукти, вътрешна и външна търговия, предприемаческа и рекламна дейност, финансови и юридически консултации, търговско представителство и посредничество, внос, износ, реекспорт, външнотърговски сделки с всякакви стоки, суровини и материали, комисионна и складова дейност. Когато за извършването на определена дейност се изисква разрешение (лицензия), тя ще се извършва само след получаването на съответното разрешение (лицензия).

Основната дейност на дружеството, съгласно доклада за дейността е производство на разтвори за кожа, спиртосъдържащи разтвори за дезинфекция, неспиртосъдържащи разтвори за дезинфекция, тинктури за перорално приложение, прахообразни продукти, хранителни добавки, и добавки в храните, предназначени за употреба в хранително-вкусовата промишленост.

Дружеството притежава необходимите сгради, машини и съоръжения, необходими за дейността му.

Точка 11.1.2. Обща стойност на активи и пасиви по баланс

По-долу е предоставена историческа информация за активите, пасивите и собствения капитал на оценяваната компания:

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30/09/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Активи	7,677	8,078	9,698	10,773	-16.7%	-10.0%	-6.5%
Собствен капитал	6,864	7,227	8,611	8,867	-16.1%	-2.9%	-6.4%
Пасиви	813	851	1,087	1,906	-21.7%	-43.0%	-7.2%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. За дружеството „Вета-фарма" АД

Отбелязваме намаляща стойност на активите и собствения капитал от 2020 г. насам. Пасивите също отбелязват намаляваща тенденция от 2020 г. насам като достигат 813 хил. лева към 30.09.2023 г. от 1,906 хил. лева през 2020 г.

Поради липсата на значителна волатилност, считаме, че финансови коефициенти, използващи в знаменател активи имат представителност и информативност.

Точка 11.1.3. Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите

Силни страни	*Възможности*
• Специализирано производство; • Добро разположение и инфраструктурна осигуреност на производствените мощности; • Ниска задлъжнялост.	• Синергия с приемащото дружество, която може да намали административните разходи.
Заплахи	***Слаби страни***
• Политическа несигурност в региона в резултат на войната в Украйна.	• Сравнително ниска оперативна рентабилност.

Точка 11.1.4. Коефициенти на рентабилност

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за рентабилност:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	**31.12.2022**	**31.12.2021**	**31.12.2020**
Коефициенти за рентабилност				
Рентабилност на оперативната дейност	-6.36%	-1.05%	0.51%	5.78%
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	11.32%	184.57%	114.63%	-3.73%
Възвращаемост на активите	-2.87%	-0.63%	0.20%	2.34%
Капацитет за генериране на доход от активи	-2.87%	-0.30%	1.61%	2.29%
Възвращаемост на собствения капитал	-3.21%	-0.70%	0.22%	2.84%
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Отбелязваме сравнително неблагоприятно развитие по отношение на рентабилността, като за междинния период на 2023 година и към края на 2022 година показателите са отрицателни.

Точка 11.1.5. Коефициенти за активи и ликвидност

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за ликвидност:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	**31.12.2022**	**31.12.2021**	**31.12.2020**
Коефициенти за активи и ликвидност				
Обращаемост на активите	0.4509	0.5962	0.3816	0.4048
Обращаемост на оборотния капитал	1.4065	1.9303	1.6169	2.0359
Текуща ликвидност	7.3103	7.3325	5.5327	2.7122
Бърза ликвидност	3.9103	3.6041	4.3881	2.3022
Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.6333	0.6396	0.4614	0.1607
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	**31.12.2022**	**31.12.2021**	**31.12.2020**
Текущи активи	**2 851**	**2 889**	**2 794**	**3 393**
Нетекущи активи	**4 826**	**5 189**	**6 904**	**7 380**
Нетен оборотен капитал	*2 461*	*2 495*	*2 289*	*2 142*

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. За дружеството „Вета Фарма" АД

Налице е сравнително стабилно равнище на оборотния капитал в диапазона 2.1-2.5 милиона лева. Наблюдава се сравнително ниска стойност на обращаемост на общите активи (под 0.6 пъти) и на оболотния капитал (под 2 пъти, с изключение на 2020 г). Същевременно е налице висока ликвидност, което е индикативно за неоптимално управление на оборотния капитал.

Точка 11.1.6. Коефициенти за една акция

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти на една акция:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за една акция				
Коефициент Продажби на една акция	0.7624	1.0608	0.8152	0.9606
Коефициент Печалба на една акция	-0.0485	-0.0112	0.0042	0.0555
Коефициент Балансова стойност на една	1.5119	1.5919	1.8967	1.9531
Брой обикновени акции	4 540 000	4 540 000	4 540 000	4 540 000
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

През периода 2020-2022 отбелязваме спадащи коефициенти за една акция. Към края на третото тримесечие на 2023 тази тенденция не се променя.

Точка 11.1.7. Коефициенти за дивидент

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти на една акция:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за дивидент				
Коефициент на изплащане на дивидент	0.00%	-518.42%	1431.58%	163.49%
Коефициент на задържане на печалбата	100.00%	618.42%	-1331.58%	-63.49%
Дивидент на една акция	0.0000	0.0434	0.0599	0.0907
Брой обикновени акции	4 540 000	4 540 000	4 540 000	4 540 000
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Дружеството е разпределило дивидент както следва:

- за 2020 год.- 412 363 лв.;

- за 2021 год. – 272 400 лв.;
- за 2022 год. – 197 490 лв.

Дружеството изготвя одитирани финансови отчети на база националните счетоводни стандарти (НСС), но като част от икономическа група, в която компанията-майка е публично дружество, изготвя и финансови отчети на база международни стандарти за финансова отчетност (МСФО) като част от консолидационния пакет, използван за целите на консолидираните одитирани отчети на дружеството майка. За разглежданото дружество са налице някои значителни различия при прилагането на двата стандарта (напр. при финансовия резултат). Доколкото дивидентната политика на дружеството се основа на финансов резултат, базиран на НСС, изчислените коефициенти за дивидент на една акция на база МСФО не са показателни.

Точка 11.1.8. Коефициенти на развитие

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за развитие:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за развитие				
Темп на прираст на продажбите	-5.32%	30.13%	-15.13%	N/A
Темп на прираст на нетната печалба	-279.35%	-366.67%	-92.46%	N/A
Темп на прираст на активите	-6.53%	-16.70%	-9.98%	N/A
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Отбелязваме спад през деветмесечието на 2023 спрямо съответния период на 2022. Дружеството е с отрицателен краен финансов резултат за деветмесечието на 2023 и е на загуба по МСФО за 2022 г.

Точка 11.1.9. Коефициенти за ливъридж

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни коефициенти за ливъридж:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Коефициенти за ливъридж				
Коефициент на финансова автономност	8.4428	8.4924	7.9218	4.6522
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.1184	1.1178	1.1262	1.2150
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Отбелязваме добри нива на финансова автономност за разглеждания период.

Точка 11.1.10. Пазарни коефициенти

Таблицата по-долу отразява историческата стойност на основни пазарни коефициенти:

Историческа информация	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Пазарни коефициенти				
Коефициент Цена/Продажби на акция	1.98	1.50	2.33	2.03
Коефициент Цена/Печалба на акция	-31.20	-142.64	453.21	35.19
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на акция	1.00	1.00	1.00	1.00
Счетоводна цена на акциите	1.51	1.59	1.90	1.95
Дата за определяне на цената	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Брой обикновени акции	4 540 000	4 540 000	4 540 000	4 540 000
Източник: изчисления на СИС, базирани на одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022 и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023 и 30.09.2022г.				

Доколкото дружеството не е обект на публично търгуване и в този смисъл, за него не е приложима пазарна цена на акциите, и в този смисъл единствената цена на акция, която се основава на одитирана информация, е счетоводната цена на акция. В този контекст, коефициентът цена към счетоводна стойност (P/B) ще бъде равен на 1.

Коефициентът цена към печалба на акция (P/E) е отрицателен към тримесечието на 2023 г. поради отчетената загуба.

В този контекст, за анализираното дружество, водещи коефициенти при съпоставка с аналози са коефициентите цена към счетоводна стойност (P/B) с относителна тежест от 50%, и цена към продажби на една акция (P/S) с относителна тежест 50%, докато коефициентът цена към печалба на акция (P/E) е неприложим.

Точка 11.1.11. Описание на начина на изчисляване на всички коефициенти, използваните стойности за тяхното изчисляване и източниците на информация

Финансовите коефициенти са изчислени както следва:

Историческа информация	Формула за изчисляване

Коефициенти за рентабилност	
Рентабилност на оперативната дейност	Нетна печалба или загуба към приходи от оперативна дейност
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	Паричен поток от оперативна дейност към Пасиви
Възвращаемост на активите	Нетна печалба или загуба към активи
Капацитет за генериране на доход от активи	Общ всеобхватен доход към активи
Възвращаемост на собствения капитал	Нетна печалба или загуба към собствен капитал
Коефициенти за активи и ликвидност	
Обращаемост на активите	Оперативни приходи към активи
Обращаемост на оборотния капитал	Оперативни приходи към положителната разлика между текущи активи и текущи пасиви
Текуща ликвидност	Текущи активи към текущи пасиви
Бърза ликвидност	Текущи активи без материални запаси към текущи пасиви
Абсолютна (незабавна) ликвидност	Парични средства към текущи пасиви
Коефициенти за ливъридж	
Коефициент на финансова автономност	Собствен капитал към пасиви
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	Нетекущи пасиви към собствен капитал
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	Активи към собствен капитал
Коефициенти за една акция	
Коефициент Продажби на една акция	Оперативни приходи към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Печалба на една акция	Нетна печалба или загуба към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Балансова стойност на една акция	Собствен капитал към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за дивидент	
Коефициент на изплащане на дивидент	Разпределен дивидент към финансов резултат след данъци
Коефициент на задържане на печалбата	Неразпределена като дивидент печалба към нетна печалба или загуба
Дивидент на една акция	Разпределен дивидент към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за развитие	
Темп на прираст на продажбите	Годишно изменение на оперативните приходи
Темп на прираст на нетната печалба	Годишно изменение на финансовия резултат след данъци
Темп на прираст на активите	Годишно изменение на активите
Пазарни коефициенти	

Коефициент Цена/Продажби на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент продажби на една акция
Коефициент Цена/Печалба на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент печалба на една акция
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент балансова стойност
Счетоводна цена на акциите	В случая, счетоводна цена на акция по МСФО
Дата за определяне на цената	Последния ден от референтния период. Ако тази дата е неработен ден, се реферира към последния работен ден, непосредствено предхождащ дадената дата
Брой обикновени акции	Брой обикновени акции, намален с обратно изкупените собствени акции

Точка 11.1.12. Други съществени обстоятелства

Следва да се отчита, че макар анализираното дружество да не е публично, то е обект на консолидация в отчетите на публично дружество, както и че оперира в сфера, която е силно регулирана (производство на лекарства). Дружеството притежава разрешение (лиценз) за производство, качествен контрол и съхранение на лекарствени продукти по №BG/MIA-0205 от 10.12.2020 издаден от Изпълнителна Агенция по Лекарствата.

11.2. Характеристиките на оценяваното дружество в исторически план

Дружеството е учредено през 1999 г, със седалище и адрес на управление гр. Велико Търново, ул. „Дълга Лъка" № 32. Дружеството е вписано в ТРРЮЛНЦ под ЕИК 104111084.

Структурата на собствеността на дружеството, съгласно последния одитиран доклад за дейността от 31.12.2022 година е:

- Софарма АД притежава 99.98%;
- Физически лица притежават 0.02%.

Ръководството на дружеството е възложено на Съвет на директорите в състав:

- Стоян Вълчинов Гаров – председател;
- Виолета Петрова Цачева – член на СД и Изпълнителен Директор; и
- Борис Анчев Борисов – член.

Дружеството се представлява и управлява от изпълнителния директор Виолета Петрова Цачева.

Към 31.12.2022 г. в дружеството работят 53 работници и служители в съпоставка с 54 към 31.12.2021 г.

11.3. Относимите към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света

Дружеството оперира в сектора фармацевтика.

Глобалната фармацевтична индустрия отбелязва съществен ръст през последните години. За 2022 глобалният фармацевтичен пазар се оценява на 1.48 трилиона щатски долара, което е лек ръст спрямо 1.42 трилиона щатски долара през предходната година.

През 2022, САЩ са най-големият фармацевтичен пазар, генериращ над 600 млрд. долара приходи. Европа заема второ място с около 213 млрд. долара приходи. Тези два основни пазара, заедно с Япония, Канада и Австралия формират т. нар. „развити пазари" в сектора. Китай е сред основните развиващи се пазари в сектора, но отбелязва забавящ се темп на развитие, докато Бразилия е сред най-бързо растящите значими развиващи се пазари.

Водещите фармацевтични компании в света са Pfizer, Merck и Johnson & Johnson от САЩ, Novartis и Roche от Швейцария, и Sanofi от Франция France.

Фармацевтичните продукти, формиращи най-значителен обем приходи са Humira, Eliquis и Revlimid. Онкологичните препарати са водещия терапевтичен тип медикаменти в индустрията, следвани от препарати за лечение на диабет. Най-бързо растящите продажби са на препарати за третиране на автоимунни заболявания и диабет.

Повече от всяка друга индустрия, фармацевтичният сектор зависи от продължаващите научни изследвания и иновации, като фармацевтичните компании инвестират средно над 20 процента от риходите си в R&D. Същевременно, индустрията е силно чувствителна и към възможността за патентна защита на ключови препарати. Пример за съществен негативен ефект от изтичане на патентна защита е спадът в приходите на Pfizer's след изтичане на патента за Lipitorпрез 2012 година. През 2022 разходите за изследвания и иновации във фармацевтичната индустрия достигат до 244 млрд. долара, което е почти двойно по-високо от равнището десет години по-рано - 137 млрд. долара през 2012.

Роля за успешното представяне на повечето водещи фармацевтични компании играят и процесите на релокация на производствени мощности и реорганизация на веригите на доставки, които дадоха възможност за успешно управляване на разходите на компаниите и значително подобряване на ефективността им. От друга страна, рисковете във веригите на доставки значително увеличиха податливостта на фармацевтичните компании към независещи пряко от тях процеси и явления. Основните процеси, възможности и заплахи за сектора са анализирани в доклада на Макинзи и компания[7] от октомври 2022 година:

[7] McKinsey & Company, "Emerging from disruption: The future of pharma operations strategy" by Hillary Dukart, Laurie Lanoue, Mariel Rezende, and Paul Rutten.

Трендове и последствия във фармацивтичната индустрия

Въздействие ○ Ниско ● Средно ● Високо

Трендове	Последствия: Комплексност	Повишен риск	Капацитет	Капиталови разходи	Ръст на пром. разходи	Възможности за икономии
Напредък на технологиите и приемането им	○		○			●
Намаляване на индивидуална договорна сила	●	○	○			
Очаквания относно ESG	●		○	○		
Геополитически фактори	○	●	●	●		
Промени в пазара на труд		●	●		●	
Нови модалности	○	○	○	●		
Нови очаквания по отношение работна сила	●					
Натиск за иновации	●	○		○		
Инфлация		○			●	
Нарушаване на верига за доставки	●	●				

Фармацевтичната индустрия в България разполага с богата история и традиции. Голяма част от съществуващите големи предприятия в страната са приватизираните наследници на създадените преди 1989 г. фармацевтични заводи. Както и в Европа така и в България фармацевтичната индустрия създава както висококвалифицирани работни места и висока добавена стойност, така и иновации, които движат икономиката напред. В допълнение към това, инвестициите в научна и развойна дейност много често имат и ефект върху свързаните сектори на икономиката, като химическата и хранително-вкусовата индустрии. Стойността на произведените лекарствени продукти по последни данни за 2022 г. надхвърля 400 млн. лв. Като цяло производството следва положителен тренд и във физически обем на производството, и в добавена стойност. През последните години производството на лекарствени продукти запазва своя относителен дял от преработващата промишленост като цяло на нива около 1.2% - 1.4%. Сходни са и тенденциите в данните за приходите от дейността.

Фармацевтичният пазар в България след промените през 1989г. се развива динамично и се определя от няколко ясно изразени тенденции и фактора. В страната се развива система на задължително здравно осигуряване, когато през 1998г. се приема Закона за здравното осигуряване. Задължителното здравно осигуряване гарантира свободен достъп на осигурените лица до медицинска помощ чрез определен по вид, обхват и обем пакет от здравни дейности. Създава се Националната здравноосигурителна каса (НЗОК), чиято основна задача е да осъществява и администрира задължителното здравно осигуряване в България, в частта му по управлението на събраните средства и заплащането на използваните здравни дейности и лекарства (в определен обхват и обем) в полза на здравноосигурените лица. Бюджетът на НЗОК е основен финансов план за набиране и разходване на паричните средства на задължителното здравно

осигуряване и е отделен от държавния бюджет. Приходите на НЗОК се набират най вече от осигурителни вноски. Започва да функционира и значителен реимбурсен пазар на лекарства, който се заплаща от НЗОК. Голяма част от тези медикаменти са оригинални препарати (научна разработка с патент), за които могат да се договорят допълнителни по-ниски цени или количества заради гарантирания пазар.

Поради спецификата на дейността, която се основа на строг контрол върху производството и съхранението на лекарства, както и първоначално високата инвестиция за започване на дейност, общият брой на предприятията в сектор „Производство на лекарствени вещества и продукти" е сравнително константен като през последните десет години се наблюдават минимални изменения.

Според издадените разрешителни от Изпълнителна агенция по лекарствата (ИАЛ), има три категории дружества в сектора–дружества с разрешение за производство, дружества с разрешение за производство и внос на лекарства, и дружества с разрешение само за внос на лекарства. В разрешителните на предприятията е посочен точният адрес на помещенията за производство/контрол/съхранение на лекарствени продукти като в регистъра на ИАЛ са посочени над 70 локации, което е индикатор за значително териториално покритие, но същевременно е налице концентрация, характерно за повечето индустрии в България като над 60% от локациите са концентрирани в Югозападния район. Износът на фармацевтични продукти от България възлиза на около 1 млрд. евро. Като цяло екпортът в тази продуктова група бележи ръст през последното десетилетие. Малко над 90% от всички изнесени фармацевтични продукти попадат в групата на „Медикаменти за продажба на дребно".

Износът на фармацевтични продукти е основно насочен към страните от Европейския съюз (ЕС). На равнище търговски партньори, най-големи пазари за българските фармацевтични продукти традиционно са Германия и Русия. В този смисъл, ефектът от военния конфликт между Русия и Украйна от 2022 година се очаква да има изразено негативно влияние върху сектора, въпреки че през последното десетилетие се наблюдава принципно намаление на относителната значимост на Русия като търговски партньор за сектора, за сметка например на бърз прираст напр. на Румъния.

Вносът на фармацевтични продукти също има тенденция да нараства през последните пет години, като най-голям дял заема групата на „Медикаменти за продажба на дребно", следвана от стоковата група „Кръв, имунологични и др. Вносът на фармацевтични продукти в е от държави, които са известни с това, че са големи производители и износители – Унгария, Германия, Нидерландия, Швейцария, Словения.

Производството на лекарствени вещества и продукти започва с изследвания и разработки. В този контекст, през последните десетилетия България се утвърди като дестинация за провеждането на клинични изпитвания на редица фармацевтични и биофармацевтични компании. Въпреки относително малкия си размер, страната е след

топ 20 в света по пазарен дял в сектора, измерен през броя проведени клинични изпитвания и по брой участници в тях. Клинични изпитвания се реализират в 470 центъра за клинични изследвания, в които работят над 3,000 служители. Отделно за своите нужди фармацевтичните компании в страната развиват собствена научноизследователска дейност (клинични изпитвания, медицински научни изследвания, неинтервенционални проучвания), която по последни данни възлиза на около 20 млн. евро годишно.

11.4. Характеристики за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество

В съответствие със стандарт IVS 105 Методи и подходи за оценка, параграф 30.1, и параграф 30.6 от същия стандарт, е определена приложима съпоставка по активи, оперативни приходи, капитал и финансов резултат за определяне на аналози, като в съответствие с параграф 30.12(d), е определено, че не е целесъобразно извършването на корективни изчисления.

В съответствие с параграф 30.7(a) оценяващият предпочита използването на група, а не единствен аналог, като в съответствие с параграфи 30.7(b) и 30.7(c) е избрана сходна индустрия (в случая фармацевтична индустрия) и близък период (в случая, използване на TTM метрика, основана на най-близък период до датата на оценката), а в съответствие с параграфи 30.7(e), 30.7(f) и 30.7(g), е възприето използването на борсово търгувани компании от Източна Европа.

Оценката на дружеството се извършва в хипотезата от параграф 20.6 (e) за „капиталова стойност", при определен в съответствие с параграф 50.1 от същия стандарт приложим пазарен подход, и в контекста на параграф 50.2 е определена валидност на хипотезата от буква (a) и хипотезата от буква (c).

В съответствие с параграф 100.1 от стандарта, следва да посочим, че оценката се основава в значителна степен и на информация получена от мениджмънта на двете дружества и други експерти, и в този смисъл в съответствие с изискванията на стандарт IVS 105 параграф 10.7, ние сме извършили оценка на достоверността и надеждността на такава информация. В този контекст, посочваме, че доколкото оценка на потенциална синергия за приемащото дружество от сделката изисква значително позоваване на несигурна бъдеща информация, и доколкото оценка на такава синергия в резултат на поглъщане на дружество със системно негативен финансов резултат представлява значителна степен на несигурност, то ние сме приели, че такава потенциална синергия не следва да бъде включена в оценката както на вливащото се дружество, така и в оценката на приемащото дружество.

11.5. Други съществени обстоятелства, поради които изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи

11.5.1. Избор на оценъчен модел и приложими параметри по метод на дисконтираните парични потоци

Съгласно чл. 8, ал. 3 на Наредба 41 на КФН, при определяне на стойността на акциите съгласно метода на дисконтираните парични потоци се използват модели, обосновани с характеристиките на дружеството и генерираните от него парични потоци, като:

1. модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) съгласно приложение № 1 към Наредба 41 на КФН;

2. модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) съгласно приложение № 2 към Наредба 41 на КФН;

3. модел на дисконтираните дивиденти (DDM) съгласно приложение № 3 към Наредба 41 на КФН – при условие, че публичното дружество е изплащало дивидент през предходните три финансови години.

По отношение на DCF методите следва да бъде отчетено изложеното в точка 11.

Избор на дисконтов фактор

Дисконтовите проценти присъстват като елемент от времевия избор фактически още в трудовете на Адам Смит за икономическото благосъстояние на нациите и Джон Ра за психологията на времевия избор[8] по отношение на вземането на решения с отчитане на ползи и разходи (trade off анализ) в различни моменти във времето. Дисконтовият процент работи като мярка за това в каква степен оценяваме по-високо единица полза днес в сравнение със същата единица полза в бъдеще.

Формализираното математическо представяне на времевия избор може да бъде проследено до Пол Самюелсън[9], който предлага модел на дисконтираната полезност (DU), където дисконтовите проценти отразяват фактори с интертемпорален ефект като добавъчна (маргинална) полезност на потреблението и риск. Подходът на Самюелсън намира широко приложение преди всичко поради опростената формула, и сходството с формулата за кумулативна лихва.

Първото значима надграждане на модела на Самюелсън е при Куупманс[10], който показва, че моделът на Самюелсън работи при набор от разумни допускания, като хипотезата, че индивидите показват положителни предпочитания във времето (увеличаваща се във времето полезност) и следователно лихвените проценти следва да бъдат положителни, за да измерват правилно стимулите за отлагане на потреблението във времето.

---

[8] Frederick, S., Loewenstein, G., & O'Donoghue, T. 2002, Time discounting and time preference: A critical review, Journal of Economic Literature, 40 (2).
[9] Samuelson, P. 1937, A Note on measurement of utility, Review of Economic Studies, 4 (2).
[10] Koopmans, T. C. 1960, Stationary ordinal utility, and impatience, Econometrica, 28 (2).

Първата съществена критика на подобен подход се отнася към бихевиористичната икономическа теория, която показва редица примери за т. нар. хиперболично дисконтиране, напр. възможността индивид да предпочита на получи доход от X+N единици на ден T+1 вместо X единици на ден T, където T е достатъчно в бъдещето (над едномесечен хоризонт), но същия индивид да предпочита X единици доход днес пред X+N единици доход утре[11]. В този смисъл, индивидуалните дисконтови проценти зависят от избора на времеви хоризонт[12] и съответното индивидите демонстрират намаляващ във времето дисконтов процент вместо постоянен, какъвто презюмира Самюелсън. В съвременната практика са налице достатъчно доказателства за съществуването на не-експоненциално дисконтиране[13] и това допускане е широко застъпен принцип в бихевиористичната икономика.

Във финансовата литература и регулаторната практика, изборът на дисконтов процент се базира или на модели за оценка на активи, или на факторни модели. Началото на тази практика може да се проследи до Марковиц[14] и развитието на модерната портфолио теория и допълнението й от Шарп[15] , което е в основата на модела за оценка на капиталови активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM). На база на този модел, ако дадено дружество използва освен капитал дългово финансиране, подходящият дисконтов фактор при използване на капиталова бета вместо бета на активите е среднопретеглената цена на капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

В значителна степен CAPM се основава на хипотезите за рационални икономически агенти и ефективни пазари, т. нар. „хипотеза за ефективните пазари" (Efficient Markets Hypothesis, EMH), разработена от Фама[16]. В нея рисковете са адекватно ценообразувани и новата информация с ефект върху цените бързо рефлектира в преоценка на бъдещите парични потоци и на рисковете. Съществуват редица доказателства, че EMH хипотезата е некоректна, като може би най-сериозната критика е демонстрираната от Гросман и Щиглиц[17] необходимост при тази хипотеза информацията да е безплатна.

Най-същественото модерно надграждане на CAPM модела е 3-факторния модел на Фама и Френч, който добавя два допълнителни фактора (основно свързани с мащаб)[18].

---

[11] Solnick, J., Kannenberg, C., Eckerman, D., & Waller, M. 1980, An experimental analysis of impulsivity and impulse control in humans, Learning and Motivation, 11 (1); Millar, A., and Navarick, D. 1984, Self-control and choice in humans: Effects of video game playing as a positive reinforcer, Learning and Motivation, 15; Green, L., Fry, A., & Myerson, J. 1994, Discounting of delayed rewards: A life-span comparison, Psychological Science, 5 (1).

[12] Loewenstein, G., and Prelec, D. 1992, Anomalies in intertemporal choice: Evidence and an interpretation, Quarterly Journal of Economics, 107 (2)

[13] Laibson, D. 1997, Golden eggs and hyperbolic discounting, Quarterly Journal of Economics, 112 (2).

[14] Markowitz, H. 1952, Portfolio selection, Journal of Finance, 7 (1)

[15] Sharpe, W. F. 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3).

[16] Fama, E. F. 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance, 25 (2)

[17] Grossman, S. J., and Stiglitz, J. E. 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, The American Economic Review, 70 (3)

[18] Fama, E.F. and French, K. R. 1993, Common risk factors in the returns on stock and bonds, Journal of Financial Economics, 33 (1)

Основната критика към такива факторни модели остава въпросът за принципа, на който се избира кои фактори да влизат в модела[19].

В рамките на европейската практика, напр. при теста за обезценка по МСФО, когато не е налице специфичен за дадения актив дисконтов фактор, параграф А16 на МСС 36 дава право на избор между три алтернативи: WACC базирано на CAPM; инкрементaлния лихвен процент по дълг на дружеството; или други пазарни проценти. Анализирайки тези алтернативи, Хусман и Шмид[20] препоръчват на МСФО Борда да се използва единствено WACC, който подход е залегнал и в регулаторната практика в България. Същевременно Квал[21] оспорва този подход и излага аргументи в полза на избора на инкрементaлния лихвен процент. Съответно, Хусман и Шмид в отговора си на критиката на Квал[22] посочват, че МСС 36 не изисква използването на CAPM при определяне на WACC.

Допълнителен проблем при определянето на подходящ дисконтов процент е свързан с кредитното качество на активите, напр. оценяването на стресирани активи. Очевидно кредитното качество има директен ефект върху стойността и икономическите ползи от даден актив за притежателя му. Същевременно, стойността на актива не е същата като разхода или пасива за създателя му. Разходът, който се докладва от създателя на пасива, е независим от стойността му за трета страна на пазара, и в този смисъл счетоводната стойност на пасивите на дадено дружество не отразяват, нито се влияят от степента на трудност дружеството да ги посрещне във времето. Същевременно, когато този пасив за дружеството се явява актив (напр. вземане) за трета страна, то стойността му за тази трета страна в значителна степен зависи от вероятността дружеството да може да посрещне това задължение, включително, когато то представлява бъдещи парични потоци, те да възникнат както по време, така и в размер, в оригинално договорените рамки. В този смисъл, дружеството няма право да оцени задълженията си по начин, който предполага да не ги посрещне или да ги посрещне частично или не в срок, докато кредиторът следва да отчете тези рискове (конкретно, справедливата стойност на задълженията на дружеството за кредиторите по тях е винаги по-малка или равна на справедливата стойност на същите задължения за самото дружество като длъжник по тях). В този смисъл прилаганият дисконтов процент за определяне на настоящата стойност на настоящи и бъдещи пасиви на дружеството предполага елиминиране изцяло на вероятността от дефолт на дружеството по тези пасиви.

С оглед на гореизложеното, е избрано използването на WACC като дисконтов фактор, следвайки и възприетия от КФН подход.

---

[19] Cochrane, J. 2011, Presidential address: Discount rates, Journal of Finance, 66 (4).
[20] Husmann, S., and Schmidt, M. 2008, The discount rate: A note on IAS 36, Accounting in Europe, 5 (1)
[21] Kvaal, E. 2010, The discount rate of IAS 36 – a comment, Accounting in Europe, 7 (1)
[22] Husmann, S., and Schmidt, M. 2011, The discount rate of IAS 36 – A reply to Kvaal, Accounting in Europe, 8 (1)

11.5.2. Приложими параметри по метод на нетната стойност на активите

Стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение (доколкото са изпълнени хипотезите в параграф 130.4 на IVS 200 за проста капиталова структура).

Доколкото в резултат на планираното преструктуриране чрез вливане, едното дружество ще прекрати съществуването си, необходимо е да бъде извършена допълнителен анализ на икономически ефекти отразени в друг всеобхватен доход (ДВД, Other Comprehensive Income, OCI), и конкретно да бъде извършена оценка на изпълнението на предпоставките за рециклиране през печалба и загуба на компонентите от ДВД подлежащи на рециклиране. При такова рециклиране, тези икономически ефекти ще доведат до промяна на капитала на дружеството и биха имали отражение върху определената справедлива стойност по метода на нетната стойност на активите. След проведения анализ на предоставените от дружеството данни, не считаме, че при планираната форма на преструктуриране ще настъпят обстоятелства, които биха довели до такова рециклиране. Същевременно, следва да бъде отчетено, че КФН не е одобрила не само преобразуването като такова, но и конкретния метод на преобразуване, и при одобряване на друг метод на преобразуване, нашето заключение за липса на обстоятелства предполагащи рециклиране на ДВД през печалба и загуба може да не са валидни.

В резултат на планираното преобразуване ще бъде извършена замяна на емитираните от вливащото се дружество капиталови инструменти срещу фиксирана икономическа изгода (цена по сделката) срещу фиксиран брой капиталови инструменти на приемащото дружество, т.е. изпълнен е принципът fixed-for-fixed. В този смисъл, хипотезата, че справедливата стойност на дружеството е справедлива стойност и на капитала, е изпълнена.

При определянето на справедливата стойност, вземаме под внимание, че счетоводната стойност на определени активи може да не отразява в достатъчна степен наличната пазарна информация за определени класове активи (реферираме напр. към параграф 120.3 на IVS 200 по отношение на активи, които са амортизирани изцяло счетоводно, но не са икономически амортизирани), поради което при наличие на валидна независима оценка за справедливата стойност на определени активи, тази стойност може да бъде използвана вместо счетоводна стойност, когато по професионалното мнение на анализатора тази оценка съдържа пазарна информация, която не е била отразена, или не е била отразена в достатъчна степен в счетоводната стойност на даден актив.

Следва да се отчита в контекста на приложимите счетоводни стандарти също така ефектът от възникване на определени условни задължения или безусловни задължения в резултат на промяната в съществуващата бизнес комбинация и конкретно:

(а) възможни ефекти от несъбиране (частично или пълно) на вземания от свързани лица от страна на преобразуващото се дружество;

(б) възможни ефекти от признаване на условни пасиви при променената бизнес комбинация; и

(в) възможни ефекти от възникване на пасиви при прехвърляне на пасиви от преобразуващото се дружество към приемащото дружество във връзка с договорни клаузи.

По отношение на оценяваното дружество, като отчитаме наличието на бизнес комбинация и консолидиране в рамките на предприятието-майка, което се явява и приемащо дружество, проведеният анализ на вземанията показва, че независимо дали се приложи клауза за нетиране (конкретно, приемащото дружество да придобие собствено задължение и/или задължения на дъщерни предприятия към преобразуващото се дружество), то такова нетиране не предполага въз основа на договорни клаузи редукция в размера на вземането.

Въз основа на предоставената информация от мениджмънта на преобразумащото се и приемащото дружество, и с отчитане на промяната в бизнес комбинацията, не съществуват индикации за възникване на условни пасиви в бизнес комбинацията.

Във връзка с възможно възникване на пасиви при промяна на бизнес комбинацията, ние осъществихме анализ на:

(1) Действащ договора за банков кредит;
(2) Договори за получена държавна помощ.

Дружеството е получило правителствени финансирания по оперативна програма „Развитие на конкурентноспособността на българската икономика" 2007 – 2013 г. (Договор №BG161PO003-2.1.11 на стойност 888 хил. лв. през 2011, Договор №BG161PO003-2.1.13 на стойност 320 хил. лв. през 2012, Договор №BG161PO003-2.3.02 на стойност 257 хил. лв. през 2013) свързани с повишаване ефективността на предприятията и развитие на благоприятна бизнес среда. Дружеството е поело ангажимент за срок от 3 години след приключването н 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 изсквания предоставените финансирания подлежат на възстановяване. Към датата на изготвяне на оценката всички изисквания по

договорите са спазени. Дружеството е получило през 2022 г. съгласно РМС 771/06.11.2021 г. финансиране на разходи за електроенергия в размер на 114 хил. лв. (за 2021 г. съответната сума възлиза на 5 хил. лева). Към 30.09.2023 г. няма отчетени получени енергийни финансирания, съответно не се налага нетиране на такива суми.

При анализа на договора за банков заеми с Обединена Българска Банка АД, ние отчетохме не само договорните клаузи, но и наличието на учредени тежести върху активи на дружеството като обезпечение по полученото финансиране, а именно залог върху автоматична сашет машина за прахообразни фармацевтични продукти с инвентарен номер 204 051 и балансова стойност 24 хил. лв., и върху машина за дозиране на течни лекарствени форми с инвентарен номер 204 054 и балансова стойност 74 хил. лв. При евентуално неизпълнение по договора за банков овърдрафт, банката кредитор (ОББ) може да се удовлетвори от обезпечението по договора, което би довело до намаляване на справедливата стойност на активите на дружеството с пазарната стойност на двете обезпечения, или сума в размер на 98 хил. лв. Като отчетохме липсата на индикации за евентуално неизпълнение, вкл. нулевият дълг по отпуснатия кредит към 30.09.2023 г., ние не считаме, че съществува значителна вероятно да се материализира такъв риск, съответно не считаме за необходимо сумата от 98 хил. лв. да се отнася в коректив на нетните активи.

Не бяха установени други договорни клаузи, от които да произтича вероятно възникване на пасиви при промяна на бизнес комбинацията.

11.5.3. Избор на еталони и приложими параметри по метод на пазарните множители на сходни дружества

Методите на пазарните множители на сходни дружества включват група модели за определяне на стойността на акцията на дружеството на базата на пазарните цени на акциите на сходно дружество или група сходни дружества, като в съответствие с чл. 16 от Наредба №41 приложимите модели са:

1. модел на пазарните множители на сходно дружество; или

2. модел на пазарните множители на общоприет еталон, които са обосновани с характеристиките на оценяваното дружество и на сходното дружество или общоприетия еталон; или

3. модел на пазарните множители, достигнати при сделки за придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, през последната една година.

Сходно дружество, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Допуска се използването на дружества, търгувани на чуждестранни пазари. Изборът на сходно дружество, съответно

общоприет еталон, се обосновава чрез сравнителен анализ и оценка на инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество.

Общоприет еталон се определя като средна стойност от пазарните множители на сходните дружества. Допускат се корекции (премия или дисконт) на средните стойности на пазарните множители, като се изисква обосновка на такава премия или дисконт.

Моделите на пазарните множители на сходно дружество, съответно на общоприет еталон, се прилагат чрез изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на:

1. нетната печалба с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприет еталон, и неговата нетна печалба (P/E), или

2. счетоводната стойност (собствен капитал) с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B), или

3. нетните приходи от продажби с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговите нетни приходи от продажби (P/S), или

4. печалбата преди лихви, данъци и амортизации с пазарен множител, който представлява съотношението между общата стойност на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата печалба преди лихви, данъци и амортизации (EV/EBITDA).

11.5.4. Приложимост на ликвидационна оценка съгласно Наредба 41 на КФН

Съгласно Наредба 41 на КФН, използването на ликвидационна оценка като метод е допустимо при хипотеза за намерение да бъде ликвидирано дружеството или при хипотеза, че тази оценка предполага по-висока цена от другите оценъчни модели.

Същевременно, ликвидационна оценка е приложима тогава, когато съществуват основания за съмнение относно хипотезата за работещо предприятие (going concern), включително ясни индикации за продължаваща декапитализация, свръхзадлъжнялост или ликвидна криза.

По отношение на анализираното дружество, има отрицателен финансов резултат през последния междинен период, но не и през последните три финансови години, съответно не е налице декапитализация, поради което не считаме, че е налице хипотеза за неработещо предприятие, и не считаме, че е приложима ликвидационна оценка.

11.5.5. Други обстоятелства, които имат отношение към определянето на справедлива цена или ограничават приложимостта на използваните методи за определяне на справедлива цена

11.5.5.1 Източници и форма на представяне на финансова информация.

Като дружество част от икономическа група, за която дружеството-майка е публично дружество и изготвя консолидирани финансови отчети, анализираното дружество има задължение да прадставя финансовите си отчети в рамките на т.нар. „консолидационен пакет" в рамките на регулаторно задължение на дружеството-майка да прилага определени стандартизирани правила за финансова отчетност, включително по отношение на форма и обхват на представяната информация, изисквани разяснения по използваната информация и изисквания допълнителни пояснения от страна на мениджмънта на дружеството, когато то използва алтернативни измерители на представянето. При одитирането на такава финансова отчетност, съществена част от одитния ангажимент включва не само потвърждение, че финансовата информация отразява вярно и пълно състоянието на дружеството, но и потвърждение, че дружеството спазва тези изисквания по отношение на формата и методите за предоставяне на допълнителни пояснения и представяне на алтернативни измерители. В бъдеще това одитно задължение ще покрива и представянето на информация относно устойчивостта (ESG). В този смисъл обичайна практика е всички дружества в групата на дружеството-майка, включително анализираното дружество, да изготвят отчетност на индивидуална база най-малко по тези стандарти, дори ако прилагат и национален стандарт. В този смисъл е възможно да има разминавания между финансовата информация, публикувана от дружество, попадащи в обхвата на консолидация в рамките на консолидирани отчети на публично дружество-майка в ЕС и финансова информация, която тези дружества изготвят и публикуват на база на национални стандарти, когато те прилагат и такива.

Към момента на оценката, оценяваното дружество не е финансова институция, нито е част от финансов холдинг или холдинг със смесена дейност, и по отношение на него не са приложими определени изисквания за капитализация и ликвидна позиция, които се прилагат съгласно CRD/CRR, както и определени изисквания за финансови институции, основани на препоръките за добри банкови практики на Базелския комитет за банкови стандарти (BCBS).

11.5.5.2 Използване на алтернативни изчисления

В редица случаи определени методи за оценка изискват използване на финансови показатели, които не се докладват пряко от анализираното дружество, или анализираното дружество изготвя финансовите си отчети по метод, който не предполага възможност за недвусмислено извеждане на такива показатели. Типичен пример в това отношение са широко използваните в академичната литература показатели EBITDA (доход преди лихви, данъци, амортизация и обезценка) и EBIT (доход преди лихви и данъци), които са изведени от стандарт за финансово докладване приложим на пазар

извън ЕС, и нямат еквивалент в ЕС. Доколкото повечето публични и непублични компании в ЕС не публикуват такива одитирани данни, за аналитични цели показателите се извеждат от публикации от международни източници, които се отличават с по-ниска надеждност, доколкото (а) не са оповестени на база на цялата налична информация от самото дружество и (б) не са потвърдени от независим одитор, а такова потвърждение се предполага за надеждност.

11.5.5.3 Пълнота на информация и свободно достъпни източници на информация

Водещ принцип при използването на информационни източници е да се изпълняват едновременно два критерия:

(а) информацията е безплатно публично достъпна; и

(б) информацията е изчерпателна, което изключва възможност за изкривяване на данните (bias).

Винаги, когато е възможно, оценяващите прилагат кумулативно и двата критерия.

Различните публично достъпни безплатни информационни източници често използват различни методи за изчисляване на ключови финансови коефициенти и обновяват данните с честота по-ниска от публикациите на самото дружество, за което те изготвят данни. В този смисъл използването на платен източник на информация, който агрегира и обработва цялата публично налична информация за дадено дружество и допълнителни непублични данни (напр. Терминал Bloomberg, LSE Group информационни продукти) са единственият начин за гарантиране на пълнота, достоверност, надеждност и актуалност на информацията. Доколкото Наредба №41 на КФН не допуска използването на такива източници, налице е информационен риск при изготвяне на настоящата оценка.

11.5.5.4 Разлика между справедлива стойност и справедлива цена

Прилаганите в рамките на ЕС практики за финансова отчетност се основават на принципа за справедлива стойност, който в значима степен е транспониран в международните оценителски стандарти и определени нормативни актове на национални регулатори (напр. Наредба №23 на КФН за условията и реда за оценка на клиентските активи). Тези стандарти определят каскада, която се прилага за определяне на „справедливата стойност" на даден финансов инструмент.

Същевременно законовата рамка в България предлога използване на различен метод за определяне на справедлива цена, който не следва логиката на, и не транспонира в достатъчна степен принципите на справедливата стойност, като в Наредба №41 на КФН е изложена детайлно методиката за извършване на такава оценка на справедлива цена.

С отчитане на гореизложеното, трябва да се прави разграничение между „справедлива цена", каквато е определена в рамките на настоящата обосновка, и „справедлива стойност", като определената в настоящата обосновка справедлива цена на акциите на

анализираното дружество не е, не претендира да бъде, не следва да бъде възприемана като или да бъде представяна като справедлива стойност на акциите на анализираното дружество.

11.5.5.5 Информация след датата на оценката

Доколкото оценката се извършва към конкретна дата, тя не може да отчете съществен факт, а именно вписаното в ТРРЮЛНЦ с вписване 20240305153305 на 05.03.2024 г. в 15:33:05 часа увеличение на капитала на приемащото дружество, което се явява и дружество-майка, от 172,590,578 на 179,100,063 чрез упражняване на 6,509,485 варанта.

Точка 12. Оценка по справедлива цена на активно търгувани акции

Доколкото дружеството не е публично, не може да бъде извършена оценка по справедлива цена на активно търгувани акции.

Точка 13. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци

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-Шнайдер[23] и Линдеман – Вайерщрос[24] може да бъде показано, че значителна част от елементарните функции водят до резултат, който се явява трансцедентална 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 Кейхан[25], 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 754-2019[26].

---

[23] https://mathworld.wolfram.com/GelfondsTheorem.html

[24] https://books.google.bg/books?id=jhlEAQAAMAAJ&pg=PA1067&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

[25] https://people.eecs.berkeley.edu/~wkahan/LOG10HAF.TXT

[26] 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

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

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. 6 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН е възприет само един от четири широкоизползвани FCFE модела[27], конкретно:

$FCFE_i = EBIT_i * (1 - TR_i) + D_i - CAPEX_i - \Delta WC_i + \Delta Debt_i$, където

EBIT – финансов резултат преди лихви и данъци;

TR – ефективна данъчна ставка;

D – амортизация;

CAPEX – дългосрочни инвестиции;

WC – оборотен капитал

$Debt$ – дълг.

Компонентът EBIT*(1-TR) е реферирана в § 1, т. 6 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН като „печалбата преди лихви след данъци", а компонентът CAPEX като „инвестиции в нетекущи активи".

В Приложение № 1 към чл. 8, ал. 3, т. 1 от Наредба №41 на КФН възприетата формула за определяне на стойността на дружеството въз основа на FCFF е

$V_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{FCFF_i}{(1+r_i)^i} + \frac{P_n}{(1+r_n)^n}$, където P_n измерва т. нар. „терминална стойност", а V_0 е „стойността на собствения капитал".

[27] Вж. напр. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/free-cash-flow-to-equity-fcfe, за изчисляване на FCFE на база NI, EBIT, CFO и EBITDA.

За терминалната стойност в Приложение № 1 към чл. 8, ал. 3, т. 1 от Наредба №41 на КФН възприетата формулата

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

$V_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{FCFE_i}{(1+r_i)^i} + \frac{FCFE_n(1+g_{n+1})}{(r_{n+1}-g_{n+1})*(1+r_n)^n}$, където

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

r_i е цената на финансиране със собствен капитал.

В § 1, т. 5 от Допълнителните разпоредби Наредба №41 на КФН са посочени два допустими метода за определяне на r_i, като възприетията в настоящия анализ подход уе посочен в буква б:

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

Следвайки подхода на Европейския Банков Орган по отношение на дефинирането на еталон за финансов инструмент, който носи „нулев риск" и в този смисъл може да се определи като безрисков, можем да използваме основните характеристики, асоциирани с „премия за риск" и да определим кога тази премия би била нулева, и в този смисъл инструментът не се асоциира с ненулево ниво на риск по която и да е характеристика:

Ключови аспекти на риск, подредени по значимост	**Обяснение**	**Най-нисък риск, въз основа на разглеждания критерий**
I. Вероятност от неплащане	Обикновено измервана през кредитен рейтинг на задължената страна. Колкото по-нисък е кредитният рейтинг на даден емитент, толкова по-висок е рискът от неплащане (дефолт) и съответно толкова по-висока е изискуемата доходност по даден инструмент.	Рейтинг AAA или еквивалентен според рейтинговата агенция
II. Срочност	Колкото по-дълъг е срокът по даден инструмент, толкова по-висока е кумулативната вероятност от неплащане по него, съответно толкова по-висока е изискуемата доходност по него.	Овърнайт, като най-кратък практически използван срок по финансови инструменти. Същевременно, преобладаващата практика е анализираните ликвидни интервали да обхващат като най-кратък срок „0 до 7 дни" при търговските банки и „под 1 година" при повечето останали емитенти и в този смисъл може да се приеме като най-дълъг хоризонт с нулева премия за срочност

			срок до 1 година. Това се потвърждава и от изследванията на повечето рейтингови агенции.
III.	Старшинство (приоритетност)	Колкото по-висок по приоритет е даден инструмент (тоест колкото по-рано се изплаща съгласно правната уредба), толкова по-малки са евентуални загуби, съответно толкова по-ниска е изискуемата доходност.	Т. нар. „свръх-старши" (super-senior) инструмент, плащанията по който се извършват преди всяко друго плащане.
IV.	Обезпеченост	Обезпечените инструменти предлагат алтернативен източник на погасяване освен обичайната дейност на емитента, като съответно обезпечението с най-високо качество са парични средства в същата валута, като валутата на инструмента, който обезпечават.	Обезпечение, което покрива изцяло всички изходящи парични потоци по дадения инструмент и всички такси, комисиони и други разходи, свързани с такива изходящи потоци, с учредяването, поддържането и евентуалното упражняване на обезпечението. В случай на парично обезпечение в същата валута, това е обикновено покритие на 105% (въз основа на практиката на водещите международни банки).
V.	Приложимо право и компетентен съд	Приложимото право играе важна роля при елиминиране на несигурност от евентуална промяна на правната рамка, съответно компетентният съд има важно значение по отношение на възможност или невъзможност емитентът да окаже натиск при евентуален съдебен спор.	Утвърдената практика е за най-добро приложимо право да се приема Британско право, съответно като компетентен съд – Лондонския съд за международен арбитраж (LCIA).
VI.	Мораториум, непреодолима сила	Принципно изключване на извънредни събития като държавен мораториум по плащания или възникването на непреодолима сила като събития, които позволяват промяна на начално договорените парични потоци предполага по-ниска изискуема доходност, тъй	Изрично договорно изключване на клаузи за непреодолима сила (следва да се отчете, че при редица законодателства такова изключване не е допустимо).

		като носи по-висока сигурност.	
VII.	Характеристики на пазара (ликвидност, бизнес цикъл)	Инструментите, емитирани при условия на ниска ликвидност на международните пазари (глобална ликвидна криза) или фаза от бизнес цикъла, отличаваща се с инфлационен натиск (глобална инфлационна криза), се характеризират с по-висока изискуема доходност.	Инструменти емитирани в условия на ниски нива на инфлация и на свръх-ликвидност както на международните пазари, така и на пазара, където са емитирани самите инструменти.
VIII.	Ликвидност на емисионната валута	Колкото по-нисколиквидна е валутата, в която е емитиран дадения финансов инструмент, толкова по-висока е изискуемата доходност по него.	Инструмент емитиран в щатски долари или евро, като основни конвертируеми валути.

В този смисъл „инструмент с нулев риск" или „безрисков инструмент" би бил дългов инструмент, деноминиран в евро, емитиран от емитент с рейтинг не по-нисък от ААА, със срочност не по-дълга от 12 месеца, свръх-старши по отношение на всички други инструменти емитирани от дадения емитент (тоест всеки друг настоящ или бъдещ инструмент емитиран от същия емитент е подчинен по отношение на разглеждания инструмент), обезпечен на 105% или повече с парични средства в евро, емитиран при британско право при компетентен съд LCIA, договорно изключващ възможност за предоговаряне, преструктуриране, пълно или частично неплащане при непреодолима сила, емитиран при условия на свръх-ликвидност и ниска инфлация.

Към датата на обосновката, такива инструменти емитирани на публичен пазар няма в обращение. В този смисъл безрисковата доходност не може да се измери като доходност по инструменти с нулев риск.

Това налага използването на алтернативни дефиниции като най-широкоизползваните са посочени по-долу:

Измерител	**EURIBOR / LIBOR**	**Доходност по държавни облигации на суверен с рейтинг ААА**	**Алтернативен подход[28] по държавни облигации на суверен с рейтинг ААА**
Обосновка	Референтна база, над която се ценообразуват рисковите премии за дългови инструменти с плаваща доходност, съставляващи	Референтна база за сравнение на премии по повечето инструменти с фиксирана доходност.	При този подход, доходността по ДЦК се коригира с отчитане на вероятността от неплащане

[28] Конкретно, доходността по необезпечени ДЦК за жизнения цикъл се определя в съответствие с подхода на Европейския Банков Орган по формулата $(1 + y^t_{Aaa}) * (1 - PD^t_{ltc,Aaa}) + (1 - LGD^t_{ltc,AAA}) * (PD^t_{ltc,Aaa}) - 1$, където $PD^t_{ltc,Aaa}$ е вероятността от неплащане за целия жизнен цикъл за период t на емитент с рейтинг Ааа, y^t_{Aaa} е доходността по ДЦК със срочност t и кредитен рейтинг Ааа, съответно $LGD^t_{ltc,AAA}$ е исторически изведената въз основа на статистически данни загуба при неплащане за целия жизнен цикъл за период t на дългов емитент с рейтинг Ааа.

	пазар на стойност над 1 трлн. долара. След ревизията по начина на формиране на тези проценти, методът за определяне на стойността им се основава изцяло на пазарни принципи[29].	Подходът изрично е възприет като единствен приемлив за целите на Наредба №41 от КФН. IASB в свое становище от 27 февруари 2024 също приема този подход[30].	„през жизнения цикъл"[31] за анализирания период в рамките на прогнозните парични потоци. Подходът позволява да се преодолее един от двата основни недостатъка при използване на доходност по ДЦК, конкретно увеличаващият се във времето риск от неплащане по книжа с максимален кредитен рейтинг.
Основни минуси	В практическите указания по тълкуване на Наредба №41, КФН изрично отхвърля този подход. Възможна алтернатива, която в момента се анализира от Европейските регулатори е т.нар. „естествен лихвен процент"[32].	Пазарът на суверенен дълг обичайно е много по-ограничен и по-ниско ликвиден от пазара на дългови инструменти с плаваща доходност. Основните недостатъци на този подход (дълбочина по отношение на баланс между търсене и доходност, ликвидност) могат да бъдат изведени от Financial Stability Review, Ноември 2023 на ЕЦБ, стр. 21-22.	Методът все още е в процес на разработване и към момента не е приет от национален или международен регулатор. Подходът не адресира към момента втората критика към използване на доходност по ДЦК, конкретно въздействието на ликвидността и дълбочината на пазара. Към момента, подходът не е допустима алтернатива по Наредба №41 на КФН.

Доколкото настоящата обосновка се изготвя изрично въз основа на Наредба №41 на КФН, оценяващите не могат да използват друг аналитичен подход, независимо от неговата обоснованост, освен възприетото тълкуване от КФН. В същия контекст, възприетият еталон са 10-годишни немски ДЦК, доколкото това са ДЦК със срочност поне равна на хоризонта в прогнозата, емитирани от държава с рейтинг Ааа, и с най-ниска доходност към датата на обосновката измежду 10-годишните ДЦК емитирани от държавите с максимален кредитен рейтинг в еврозоната и Република България (като държава с валутен курс фиксиран към еврото). За избягване на съмнение, оценяващите нито утвърждават, нито отхвърлят приложимостта на другите два алтернативни подхода за избор на безрискова норма.

На тази база $R_f = Y^{10Y}_{DE\ bonds,14.01.2023}$, където $Y^{10Y}_{DE\ bonds,14.01.2024}$ е доходността по 10-годишни необезпечени немски държавни облигации в края на деня 14.01.2024 (котировка „затваря"), като

[29] Вж. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf стр. 9, т. 3, където IBOR се посочват като широко разпространен дисконтов фактор за регулаторни оценки базирани на CAPM. Съответно като една от основните цели на IBOR реформата Европейските регулатори посочват превръщането на IBOR в „максимално близък до безрисков измерител" (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).

[30] Конкретно в точка 6 от становището си по бъдещата ревизия на МСС 37 се посочва „Бордът е приел под условие, че дружествата могат да оценят бъдещите си разходи с използване на дисконтов процент, отразяващ бъдещата стойност на парите — представляван от безрисков процент—който не следва да бъде коригиран за риск от неизпълнение. На практика, такъв процент може да се определи чрез реферираме към наблюдаем пазарен заместител за безрисков процент, напр. доходност по ДЦК."

[31] Напр. табл. 1, стр. 9 от https://www.z-riskengine.com/media/ylrpyd2z/point-in-time-versus-through-the-cycle-ratings.pdf

[32] Напр. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re202307_en.pdf

ден непосредствено предшестващ датата на оценката, или доколкото 14.01.2024 е неработен ден, то такава котировка „затваря" за последния работен ден, непосредствено предхождащ датата на оценката, в случая това е 12.01.2024 (петък).

Измерваме външния риск и асоцииираната с него рискова премия като два компонента: държавен („външен риск на средата") и корпоративен („вътрешен риск на компанията") рискове за оценяваното дружество, като определяме за външния риск:

$R_{p,ext} = CDS_{BG} - CDS_{DE}$, 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 асоцииираната с него рискова премия като

$R_{p,int} = ROE_o - Y^{10Y}_{DE\ bonds,14.01.2024}$, тоест като капиталова премия над безрисковата норма на доходност.

Въз основа на гореизложеното определяме

$$r = Y^{10Y}_{DE\ bonds,14.01.2024} + CDS_{BG} - CDS_{DE} + ROE_o - Y^{10Y}_{DE\ bonds,14.01.2024}$$

И опростяваме до:

$$r = CDS_{BG} - CDS_{DE} + ROE_o$$

За целите на определяне на стойностите на CDS използваме базата данни на професор Дамодаран:

Country	Bulgaria
Moody's sovereign rating	Baa1
S&P sovereign rating	BBB
CDS spread	1.47%
Excess CDS spread (over US CDS)	0.89%
Country Default Spread (based on ratin	1.74%
Country Risk Premium (Rating)	2.34%
Equity Risk Premium (Rating)	6.94%
Country Risk Premium (CDS)	1.19%
Equity Risk Premium (CDS)	5.79%

Източник:
https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2Fctryprem.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK

Съответно:

Country	Germany
Moody's sovereign rating	Aaa
S&P sovereign rating	AAA
CDS spread	0.29%
Excess CDS spread (over US CDS)	0.00%
Country Default Spread (based on rati	0.00%
Country Risk Premium (Rating)	0.00%
Equity Risk Premium (Rating)	4.60%
Country Risk Premium (CDS)	0.00%
Equity Risk Premium (CDS)	4.60%

Източник:
https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2Fctryprem.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK

Използването на пазарен измерител (CDS) за риск на суверенен емитент вместо рейтинг се аргументира освен с пазарния принцип и с аргументите изложени в "Aswath Damodaran, Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2023 Edition."

Базирано на данните от финансовите отчети на Вета Фарма, определяме

Печалба след данъци (NPAT)	Стойност, хил. лева
NPAT 30.09.2022	92
NPAT 31.12.2022	-38
NPAT 30.09.2023	(165)
TTM NPAT 30.09.2023	**(-295)**

Във финансови отчети към 30.09.2023 г. стойността на капитала възлиза на 7,337 хил. лева, съответно

$ROE_{TTM,30.09.2023} = \frac{-295}{7,337}$= -4.0207169143%, и доколкото цената на финансиране със собствен капитал не може да бъде отрицателна, приемаме, че най-ниската допустима възвръщаемост на собствен капитал е поне равна на капиталовата рискова премия за България от 6.94%, на база данните на професор Дамодаран както е посочено по-горе[33], и определяме

[33] Изискуемата норма на доходност от акционерите не може да факторира риск, по-нисък от нула, и следователно не може да бъде по-ниска от нула стойност.

Входни параметри	Стойност
ROE (приет за равен на капиталовата премия за България)	6.940%
Country Risk Premium (CDS) на България (данни на проф. Дамодаран)	1.19%
Country Risk Premium (CDS) на Германия (данни на проф. Дамодаран)	0%
Цена на финансиране със собствен капитал	8.130%

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

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
Валутен 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 неенергийни суровини [в щ.д., %]	32.7	7.1	-6.6	-1.9	-1.2	-0.7
EURIBOR 3м. [%]	-0.5	0.3	3.4	3.7	3.1	2.6
Брутен вътрешен продукт						
БВП [млн. лв.]	138 979	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
Потребление	6.5	4.2	4.1	3.5	3.3	3.6
Брутообразуване на основен капитал	-8.3	6.5	0.6	9.6	7.9	4.9
Износ на стоки и услуги	11.2	11.6	0.5	4.0	4.1	3.9
Внос на стоки и услуги	10.7	15.0	-1.9	6.0	5.8	5.0
Пазар на труда и цени						
Заетост [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	2.8	2.2
Платежен баланс						
Текуща 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
Преки чуждестранни инвестиции [% от БВП]	2.9	3.6	3.8	3.9	3.8	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	8.5	8.0

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

Заб.: При изготвяне на прогнозата 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 добрите пазарни позиции на Вета Фарма, то нашите очаквания са да бъде реализиран устойчив ръст след терминалната година, който е

близък до ръста на дефлирания БВП на България. С оглед на гореизложените обстоятелства, е направено допускане за константен терминален ръст $g_{n+1} = 4\%$.[34]

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

Първо, прогнозите за 2023 година се базират на резултата към 30.09.2023 г..

Второ, прогнозите за периода 2024 – 2029 година се базират на следните допускания:

- Ръст с около 5% на приходите (с отчитане на очакван ефект от инфлацията);
- Запазване на себестойността на продажбите на нивата от 2023 г.;
- Текущите търговски задължения са моделирани като постоянен процент от продажбите, което отговаря на обичайните търговски условия по доставките;
- Материалните запаси и вземания също са моделирани като постоянен процент 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 (2029) е приложима хипотеза за нулева промяна на оборотния капитал, която хипотеза е транспонирана.

[34] За избягване на съмнение, съществуват редица фактори, които могат да доведат до значителен спад (напр. задълбочаване на военния конфликт в Украйна и разпространението 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).

	Предв.	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза	Прогноза
Прогноза, изготвена от СИС, хил. лв.	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**
Приходи от договори с клиенти	3 240	3 305	3 371	3 438	3 507	3 577	3 649
Други оперативни приходи	372	379	387	395	403	411	419
Оперативни приходи	**3 612**	**3 684**	**3 758**	**3 833**	**3 910**	**3 988**	**4 068**
Промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	37	37	37	37	37	37	38
Разходи за материали	- 1 564	- 1 596	- 1 628	- 1 660	- 1 693	- 1 727	- 1 762
като % от продажбите	-43.31%	-43.31%	-43.31%	-43.31%	-43.31%	-43.31%	-43.31%
Разходи за външни услуги	- 544	- 555	- 566	- 577	- 589	- 601	- 613
като % от продажбите	-15.06%	-15.06%	-15.06%	-15.06%	-15.06%	-15.06%	-15.06%
Разходи за персонала	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103	-1 103
Разходи за амортизации и обезценки	-504	-504	-504	-504	-504	-504	-504
Други разходи за дейността	-27	-27	-27	-27	-27	-27	-27
Оперативни разходи	**-3 705**	**-3 747**	**-3 791**	**-3 834**	**-3 879**	**-3 925**	**-3 970**
EBITDA	**411**	**441**	**471**	**503**	**535**	**567**	**601**
Амортизации	**-504**	**-504**	**-504**	**-504**	**-504**	**-504**	**-504**
EBIT	**-93**	**-63**	**-33**	**-1**	**31**	**63**	**97**
Приходи от финансирания	0	0	0	0	0	0	0
Обезценка на финансови активи	0	0	0	0	0	0	0
Финансови приходи	0	0	0	0	0	0	0
Финансови разходи	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Печалба преди данъци	**-99**	**-69**	**-39**	**-7**	**25**	**57**	**91**
Данъци	**10**	**7**	**4**	**1**	**-2**	**-6**	**-9**
Нетна печалба	**-89**	**-62**	**-35**	**-7**	**22**	**51**	**82**
Привлечен лихвоносен дълг	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Погасявания по лихвоносен дълг	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Нетно изменение на дълга	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Нетни капиталови инвестиционни разходи	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Текущи активи без кеш	1 445	1 474	1 503	1 533	1 564	1 595	1 595
Текущи активи като % Приходи	40.01%	40.01%	40.00%	39.99%	40.00%	40.00%	39.21%
Текущи задължения	556	562	569	575	582	589	589
Текущи пасиви като % Оп. Разходи	15.01%	15.00%	15.01%	15.00%	15.00%	15.01%	14.84%

Източник: Прогноза на СИС, съгласувана с дружеството

На база на тази прогноза определяме паричните потоци на собствения капитал както следва:

	Бюджет	**Прогноза**					
Прогноза в хил. лв.	**2023**	**31.12.2024**	**31.12.2025**	**31.12.2026**	**31.12.2027**	**31.12.2028**	**31.12.2029**
EBIT	-93	-63	-33	-1	31	63	97
TR (данъчна ставка)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
EBIT*(1-TR)	- 84	- 57	- 29	- 1	28	57	88
Амортизация	504	504	504	504	504	504	504
CAPEX (капиталови инвестиции)	15	15	15	15	15	15	15
WC (оборотен капитал)	889	912	934	958	982	1 006	1 006
Промяна в WC	-137	23	22	24	24	24	0
Промяна в нетния лихвоносен дълг Δ Debt	0	0	0	0	0	0	0
FCFE = EBIT*(1-TR)+D-CAPEX-Δ WC+Δ Debt	542.0	409.1	437.7	463.8	492.6	521.9	576.6
Дни от датата на оценката		352	717	1082	1447	1813	2178
Дисконтиран FCFE	542.0	379.5	375.5	368.0	361.4	354.0	361.8
Дисконтова норма	8.13000%						
Дата на оценката	**15.1.2024**						

Сумата от дисконтираните парични потоци за периода възлиза на 2,200.1 хил. лв.

По отношение на терминалната стойност, изчисляваме:

$$P_{2029} = \frac{FCFE_{2029}(1+g_{2030})}{(r_{2030}-g_{2030})} = \frac{576.6*(1+4\%)}{8.13\%-4\%} = 14{,}520.8 \text{ хил. лв.}$$

Дисконтираната терминална стойност се определя:

$$\frac{P_{2029}}{(1+r_{2029})^{(31.12.2029-15.01.2024+1)/365}} = \frac{14{,}520.8}{(1+8.13\%)^{2178/365}} = 9{,}108.2 \textit{ хил. лв.}$$

Съответно сумата от дисконтираните парични потоци и дисконтираната терминална стойност определят $V_0 = 2{,}200.1 + 9{,}108.2 = 11{,}308.3$ хил. лв.

На тази база определяме стойността на капитала по формулата[35]:

$EV = V_0 - Net\ Value\ of\ Debt$, където $Net\ Value\ of\ Debt$ [36] е нетната стойност на дълга определена като от лихвоносните задължения на дружеството бъде извадена сумата на паричните средства и парични еквиваленти:

$Net\ Value\ of\ Debt = IBD - Cash$, където IBD са лихвоносните задължения и $Cash$ е стойността на паричните средства и паричните еквиваленти. Като отчетем, че към 30.09.2023 дружеството няма лихвоносни пасиви, определяме:

$$Net\ Value\ of\ Debt = 0\ -\ 1{,}326 \text{ хил лв.} = -1{,}326 \text{ хил. лв.}$$ [37]

В този смисъл изчисляваме:

EV = 11,308.3 + 1,326 = 12,634.3 хиляди лева

Като се отчете, че дружеството е емитирало и са обращение 4,540,000 акции, получаваме цена на акция (12,634.3 хиляди лева разделено на 4,540,000 акции) от 2.782885463 лева.

При използване на закръгляване до най-близкото число с точност два знака след десетичната запетая, получената стойност се закръглява до 2.78 лева.

Определяме справедлива цена на една акция по модела на дисконтираните парични потоци от **2.78 лева на акция**.

Точка 14. Оценка по метод на нетната стойност на активите

За преобразуващото се дружество е налице хипотезата на чл. 15, ал. 1 от Наредба 41 на КФН, „стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите се

---

[35] Използва се методологията за изчисление на CFA Institute (https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation)

[36] 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.

[37] За избягване на съмнение, следва да се отчита наличието на разрешен овърдрафт, по който към 30.09.2023 дългът е нулев. Няма гаранции, че към датата на вливането това състояние по дълга ще се запази, съответно нетният дълг е възможно да претърпи съществена промяна.

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

Извън изложеното в точка 11.5.2, няма други съществени обстоятелства, които да са относими при определяне на коригирана нетна стойност на активите.

Въз основа на финансовите данни към 30.09.2023 г на дружеството, и с отчитане на факта, че няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции, определяме:

Показател към 30.09.2023 г.	**Хил. лв.**
Общо активи	7,677
Общо пасиви	813
Нетна стойност на активите	6,864
Корекции за отчитане на условни пасиви и пасиви в пасиви при промени в бизнес комбинация[38]	0
Корекции при рециклиране на друг всеобхватен доход през печалба и загуба (във връзка с преобразуване)	0
Брой акции в обращение	4,540,000
Нетна стойност на активите на една акция (лева)	**1.5118942731**

Източник: Изчисления СИС

Определяме справедлива стойност по метода на нетната стойност на активите от **1.51 лева на акция**.

Точка 15. Оценка по метод на пазарните множители на сходни дружества

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 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 идентифицирани 35 дружества, по отношение на които може да бъде извършен анализ за допустимост.

[38] В точка 11.5.2 са описани подробно определени ограничения относно заключението, че размерът на коректива следва да е 0.

При определянето дали дадено дружество може да бъде прието за 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. Бяха идентифицирани 3 дружества, които покриват тези критерии.

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 Юръп 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	потенциален 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
Интерфарма Сървисис ЕООД	Производство и внос	не	не
БЕСТА Фарамсютикълс ЕООД	Производство	не	не
Дикрасин България ООД	Производство	не	не
Кеваро Груп ЕООД	Производство и внос	не	не
Фармагратис ООД	Производство и внос	не	не
Бона Хелт Интернешънъл 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.

По отношение на дружеството Medicofarma Biotech SA, извличаме информацията от два различни източника. По отношение на финансовите данни:

WSJ MARKETS

Latest World Business U.S. Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Fiscal year is January-December. All values PLN Thousands.	2023	2021	2019	2018	5-year trend
Sales/Revenue	750.8	3,336.6	3,184.6	4,969.3	-
Sales Growth	-77.50%	4.78%	-35.92%	0.00%	-
Cost of Goods Sold (COGS) incl. D&A	3,206.9	2,541.6	3,559.5	4,920.7	-
COGS excluding D&A	1,218.3	1,590.5	3,475.1	4,850.8	-
Depreciation & Amortization Expense	1,988.7	951.1	84.5	69.9	-
Depreciation	-	-	-	29.5	-
Amortization of Intangibles	-	-	-	40.4	-
COGS Growth	26.18%	-28.60%	-27.66%	0.00%	-
Gross Income	(2,456.1)	795.0	(375.0)	48.6	-
Gross Income Growth	-408.93%	312.03%	-872.23%	0.00%	-
Gross Profit Margin	-327.13%	-	-	-	-
SG&A Expense	8.9	1.7	4.0	4.9	-
Other SG&A	8.9	1.7	4.0	4.9	-
SGA Growth	412.47%	-57.15%	-16.95%	0.00%	-
Other Operating Expense	76.0	10.8	1.8	7.2	-
EBIT	(2,541.0)	782.5	(380.9)	36.5	-
Unusual Expense	-	-	-	34.0	-
Unusual Expense	-	-	-	34.0	-
Non Operating Income/Expense	48.0	112.5	-	11.9	-
Non-Operating Interest Income	-	-	10.4	22.9	-
Interest Expense	179.0	41.9	6.2	0.9	-
Interest Expense Growth	326.88%	572.91%	630.48%	0.00%	-
Gross Interest Expense	179.0	41.9	6.2	0.9	-
Pretax Income	(2,672.0)	(214.2)	(334.9)	36.5	-
Pretax Income Growth	-1147.31%	36.03%	-1018.16%	0.00%	-
Pretax Margin	-355.88%	-	-	-	-
Income Tax	-	8.5	-	(12.6)	-
Income Tax - Current Domestic	-	-	-	(12.6)	-
Consolidated Net Income	(2,672.0)	(222.8)	(334.9)	49.1	-
Net Income	(2,672.0)	(222.8)	(334.9)	49.1	-
Net Income Growth	1099.49%	33.48%	-781.85%	0.00%	-
Net Margin	-355.88%	-	-	-	-

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/MDB/financials/annual/income-statement

Съответно:

QUARTERLY ANNUAL

Assets

Fiscal year is January-December All values PLN Thousands	2023	2021	2019	2018		5-year trend
Cash & Short Term Investments	2.8	78.5	148.4	353.5	-	
Cash Only	-	-	-	353.5	-	
Cash & Short Term Investments Growth	-96.43%	47.06%	-58.03%	0.00%	-	
Cash & ST Investments / Total Assets	0.02%	0.47%	1.16%	21.66%	-	
Total Accounts Receivable	409.3	1,277.1	84.5	657.4	-	
Accounts Receivables, Net	-	-	-	74.4	-	
Accounts Receivables, Gross	-	-	-	74.4	-	
Other Receivables	-	-	-	583.0	-	
Accounts Receivable Growth	-67.95%	1411.58%	-87.15%	0.00%	-	
Accounts Receivable Turnover	1.03	2.61	37.69	7.56	-	
Inventories	2.3	555.9	344.2	332.4	-	
Finished Goods	-	449.6	-	332.4	-	
Progress Payments & Other	2.3	106.3	-	0.0	-	
Other Current Assets	2,134.4	10.3	2.7	2.5	-	
Prepaid Expenses	2,134.4	10.3	2.7	2.5	-	

WSJ MARKETS

Latest World Business U.S. Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Buildings	-	-	-	256.3	-
Machinery & Equipment	-	-	-	494.7	-
Transportation Equipment	-	-	-	72.4	-
Other Property, Plant & Equipment	-	-	-	17.8	-
Accumulated Depreciation	-	-	-	783.5	-
Buildings	-	-	-	208.4	-
Machinery & Equipment	-	-	-	485.0	-
Transportation Equipment	-	-	-	72.4	-
Other Property, Plant & Equipment	-	-	-	17.8	-
Total Investments and Advances	-	-	56.0	56.0	-
Other Long-Term Investments	-	-	56.0	56.0	-
Long-Term Note Receivable	-	-	550.0	-	-
Intangible Assets	1,073.8	1,984.1	94.4	148.3	-
Net Other Intangibles	-	-	-	148.3	-
Other Assets	-	-	22.5	-	-
Deferred Charges	-	-	22.5	-	-
Total Assets	15,722.4	16,607.5	1,329.8	1,630.3	-
Assets - Total - Growth	-5.33%	1148.90%	-18.43%	0.00%	-

WSJ MARKETS

Latest World Business US Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Provision for Risks & Charges	-	-	18.5	-	-
Deferred Taxes	-	-	-	(20.5)	-
Deferred Taxes - Credit	-	-	-	2.0	-
Deferred Taxes - Debit	-	-	-	22.5	-
Other Liabilities	383.9	479.9	213.2	0.6	-
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	383.9	479.9	213.2	-	-
Deferred Income	-	-	-	0.6	-
Total Liabilities	5,780.1	2,411.3	641.4	607.1	-
Total Liabilities / Total Assets	36.76%	14.52%	48.23%	37.24%	-
Common Equity (Total)	994.2.3	14,196.2	688.4	1,023.2	-
Common Stock Par/Carry Value	6,797.8	6,797.8	679.8	679.8	-
Additional Paid-In Capital/Capital Surplus	8,946.9	8,946.9	-	-	-
Retained Earnings	(5,802.4)	(1,548.6)	(399.9)	(65.0)	-
Other Appropriated Reserves	-	-	417.4	417.4	-
Treasury Stock	-	-	(8.9)	(8.9)	-
Common Equity / Total Assets	63.24%	85.48%	51.77%	62.76%	-
Total Shareholders' Equity	994.2.3	14,196.2	688.4	1,023.2	-
Total Shareholders' Equity / Total Assets	63.24%	85.48%	51.77%	62.76%	-

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/MDB/financials/annual/balance-sheet

И по отношение на цената, както е видно последните сделки преди датата на оценката са към 12.01.2024 и цената затваря е 1.03 полски злоти за акция.

WSJ MARKETS

Latest World Business U.S. Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

OVERVIEW PROFILE FINANCIALS RESEARCH & RATINGS ADVANCED CHARTING

01/01/2023 to 02/29/2024 GO

DOWNLOAD A SPREADSHEET

DATE	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	VOLUME
02/05/24	102	103	0.99	103	2,940
02/02/24	102	102	0.98	102	5,795
02/01/24	102	102	102	102	760
01/31/24	103	103	0.97	102	506
01/29/24	103	103	103	103	830
01/26/24	102	103	0.98	103	4,858
01/25/24	103	103	0.98	102	8,220
01/24/24	103	103	0.99	103	3,154
01/23/24	0.99	105	0.99	105	15,697
01/22/24	0.99	0.99	0.99	0.99	1,629
01/19/24	100	100	0.95	0.99	4,678
01/18/24	102	102	0.95	100	7,930
01/17/24	105	105	0.96	102	8,887
01/16/24	103	106	100	104	3,231
01/15/24	106	106	0.99	103	7,650
01/12/24	100	108	0.99	103	30,323
01/11/24	107	107	0.99	107	9,735
01/09/24	108	108	108	108	202
01/08/24	107	108	102	108	2,292
01/05/24	111	111	102	107	64,649
01/04/24	113	113	105	110	13,048

< Prev 1 2 3 Next >

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/MDB/historical-prices

По отношение на финансовите коефициенти, използваме алтернативен източник:

Investing.com Search Stocks, Currencies Sign In Sign Up

Overview Profile Chart News & Analysis Technical Financials Community Historical Related Indices

Financial Summary Income Statement Balance Sheet Cash Flow Ratios Earnings

MDBP Ratios

Quarterly TTM FISCAL YEAR 5 YEARS

Title	Company	Industry
Valuation Ratios		
Price to Cash Flow / Share	13,381.55	
P/E Excl Extra	-24.17	
P/E Excl Extra High	-	
P/E Excl Extra Low	-	
P/E Incl Extra	-	
Dividend Yield	-	
P/E Ratio	-24.17	5.66
Price to Sales	86.01	250.31
Price to Free Cash Flow	-58.63	-80.6
Profitability		
Free Operating Cash Flow/Revenue	-	
Gross margin	-21.84%	-291.14
Operating margin	-332.07%	-2,440.47
Pretax margin	-355.88%	-2,317.27
Net Profit margin	-355.88%	-2,441.92
Per Share Data		
EPS Basic Excl Extra	-0.04	
Free Cash Flow / Share	-0.02	
EBITD / Share	-0.01	
EPS Incl Extra	-0.04	
Revenue/Share	0.01	8.43
Cash Flow/Share	0	-2.32
Management Effectiveness		
Return on Equity	-0.53%	-23.7
Return on Assets	-0.34%	-17.7
Return on Investment	-0.45%	-14.47

Източник: https://in.investing.com/equities/inbook-sa-ratios?period_type=ttm

На тази база извеждаме следните ключови данни за компанията:

Medicofarma Biotech SA	Национална валута	Лева
Пазар	Полша	
последни данни към	31.12.2023	
Активи	15 722 400	7 048 792
Капитал	9 942 300	4 457 411

EBITDA TTM	-2 541 000	-1 139 201
Приходи TTM	750 800	336 605
Цена затваря последна преди датата на оценката	1.03	0.46
P/B	**-**	
P/E	**-24.17**	
P/S	**86.01**	
Валутен курс 15.01.2024	2.23051 полски злоти за 1 лев	

По отношение на дружеството Read-Gene SA, липсва публична информация за междинни финансови отчети, но има публикувани отчети на дружеството към 31.12.2023, които използваме в анализа:

					QUARTERLY	ANNUAL
Fiscal year is January-December All values PLN Thousands	2023	2022	2021	2020	2019	5 year trend
Sales/Revenue	10,050.5	7,241.4	6,454.0	6,053.8	6,353.0	
Sales Growth	38.79%	12.20%	6.61%	-4.71%	-	
Cost of Goods Sold (COGS) incl D&A	11,382.5	6,878.9	6,567.1	5,668.1	8,723.1	
COGS excluding D&A	10,904.4	6,422.9	6,006.9	5,017.0	7,217.7	
Depreciation & Amortization Expense	478.1	456.0	560.1	651.1	1,505.4	
Depreciation	-	-	-	-	434.5	
Amortization of Intangibles	-	-	-	-	1,070.9	
COGS Growth	65.47%	4.75%	15.86%	-35.02%	-	
Gross Income	(1,332.1)	362.5	(113.1)	385.7	(2,370.1)	
Gross Income Growth	-467.49%	420.59%	-129.31%	116.27%	-	
Gross Profit Margin	-13.25%	-	-	-	-	

WSJ MARKETS

Latest World Business US Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Net Income Growth	-965.98%	462.82%	-89.15%	195.92%	-	
Net Margin	18.37%	-	-	-	-	
Net Income After Extraordinaries	(1,846.5)	213.2	37.9	349.2	118.0	
Net Income Available to Common	(1,846.5)	213.2	37.9	349.2	118.0	
EPS (Basic)	(0.16)	0.02	0.00	0.03	0.01	
EPS (Basic) Growth	-965.19%	465.63%	-89.19%	196.00%	-	
Basic Shares Outstanding	-	11,790.0	11,790.0	11,790.0	11,790.0	
EPS (Diluted)	-	0.02	0.00	0.03	0.01	
EPS (Diluted) Growth	0.00%	462.82%	-89.15%	195.92%	-	
Diluted Shares Outstanding	-	11,790.0	11,790.0	11,790.0	11,790.0	
EBITDA	(1,008.4)	697.0	340.7	948.6	(966.0)	
EBITDA Growth	-244.69%	104.60%	-64.09%	198.19%	-	
EBITDA Margin	-10.03%	-	-	-	-	
EBIT	(1,486.6)	241.0	-	297.5	(2,471.4)	

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/RDG/financials/annual/income-statement

Съответно:

Latest World Business U S Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Buildings	-	7,683.8	5,170.8	5,552.9	7,206.8	
Land & Improvements	-	-	-	592.6	592.6	
Machinery & Equipment	-	3,861.1	344.2	298.9	3,384.4	
Construction in Progress	-	13.6	12.2	477.1	477.1	
Leases	-	592.6	592.6	-	-	
Other Property, Plant & Equipment	-	446.2	155.0	367.7	521.0	
Accumulated Depreciation	-	6,612.9	-	-	4,758.7	
Buildings	-	2,705.1	-	-	1,299.7	
Machinery & Equipment	-	3,562.8	-	-	3,283.2	
Other Property, Plant & Equipment	-	345.0	-	-	175.8	
ıg-Term Note Receivable	-	-	-	-	0.2	
ıngible Assets	133.1	315.3	497.6	694.5	875.0	
Net Other Intangibles	-	315.3	497.6	694.5	875.0	
al Assets	14,534.6	15,647.4	15,395.8	16,197.7	16,253.9	
Assets - Total - Growth	-7.11%	1.63%	-4.95%	-0.35%	-	
Asset Turnover	0.67	-	-	-	-	
Return On Average Assets	-12.24%	-	-	-	-	
Liabilities & Shareholders' Equity						

WSJ MARKETS

Latest World Business U.S. Politics Economy Tech Finance Opinion Arts & Culture Lifestyle Real Estate Personal Finance Health Style Sports

Long-Term Debt excl. Capitalized Leases	-	4,848.3	4,862.3	4,264.0	-	
Non-Convertible Debt	-	4,848.3	4,862.3	4,264.0	-	
Deferred Taxes	(198.8)	(198.8)	-	-	(429.4)	
Deferred Taxes - Debit	198.8	198.8	-	-	429.4	
Other Liabilities	6,264.4	4,400.2	4,194.6	5,678.5	5,307.6	
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	6,264.4	4,400.2	4,194.6	1,075.3	5,307.5	
Deferred Income	-	-	-	4,603.2	-	
Total Liabilities	10,999.6	10,137.1	9,976.1	12,137.2	12,113.2	
Total Liabilities / Total Assets	75.68%	64.78%	64.80%	74.93%	74.53%	
Common Equity (Total)	3,535.1	5,510.4	5,419.8	4,060.4	4,140.6	
Common Stock Par/Carry Value	589.5	589.5	589.5	589.5	589.5	
Retained Earnings	(2,472.9)	(497.7)	(588.3)	(1,721.2)	(1,641.1)	
Other Appropriated Reserves	5,418.5	5,418.5	5,418.5	5,192.2	5,192.2	
Common Equity / Total Assets	24.32%	35.22%	35.20%	25.07%	25.47%	
Total Shareholders' Equity	3,535.1	5,510.4	5,419.8	4,060.4	4,140.6	
Total Shareholders' Equity / Total Assets	24.32%	35.22%	35.20%	25.07%	25.47%	
Total Equity	3,535.1	5,510.4	5,419.8	4,060.4	4,140.6	
Liabilities & Shareholders' Equity	14,534.6	15,647.4	15,395.8	16,197.7	16,253.9	

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/RDG/financials/annual/balance-sheet

По отношение на ключовите финансови коефициенти, използваме алтернативен източник:

Stocks Read-Gene SA

Read-Gene SA RDG Morningstar Rating Unlock

Stock • XWAR • Rating as of Mar 1, 2024

Summary Chart News Price vs Fair Value Sustainability Trailing Returns Financials Valuation Operating Performance Dividends Owners

Valuation

Calendar	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Current	5-Yr	Index
Price/Sales	1.31	0.93	4.70	5.01	5.48	11.08	9.55	—	0.79
Price/Earnings	—	—	29.12	—	76.28	—	—	—	10.01
Price/Cash Flow	5.94	—	—	37.97	16.63	—	—	—	3.92
Price/Book	3.21	4.37	7.60	7.90	5.91	27.03	23.30	—	1.18
Price/Forward Earnings	—	—	—	—	—	—	—	—	—
PEG Ratio	—	—	0.10	—	0.90	—	—	—	—
Earnings Yield %	-10.79	-0.62	3.43	-0.37	1.31	-2.20	-2.56	—	—
Enterprise Value (Mil)	2.89	3.63	24.54	26.46	23.31	62.88	53.45	—	—
Enterprise Value/EBIT	—	14.97	21.82	186.24	49.48	—	—	—	—
Enterprise Value/EBITDA	—	14.97	21.82	31.15	24.22	—	—	—	—

Less Valuation Data

Key Statistics

Overview | Growth | Operating and Efficiency | Financial Health | Cash Flow

Valuation

Price/Book	Price/Cash Flow	Price/Sales	Price/Earnings
22.73	—	9.32	—

As of Mar 04, 2024

Growth (3-Year Annualized)

Revenue %	Operating Income %	Net Income %	Diluted EPS %
4.39	31.82	21.80	44.45

As of Dec 31, 2022 | Restated Data

Financial Health

Quick Ratio*	Current Ratio*	Interest Coverage	Debt/Equity*
1.63	1.64	-6.36	—

As of Sep 30, 2023 | * Restated Data

Profitability

Return on Assets %	Return on Equity %	Invested Capital %	Net Margin %
-11.27	-39.24	-34.33	-24.41

As of Sep 30, 2023

Източник: https://www.morningstar.com/stocks/xwar/rdg/valuation

По отношение на последната цена преди датата на оценката, последните сделки с акции на дружеството преди датата на оценката са от 12.01.2024, като цената затваря е 6.15 полски злоти за акция:

OVERVIEW PROFILE FINANCIALS RESEARCH & RATINGS ADVANCED CHARTING

12/06/2023 to 01/05/2024 GO DOWNLOAD SPREADSHEET

DATE	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	VOLUME
02/05/24	6.00	6.05	5.80	5.95	117
02/02/24	5.90	5.95	5.80	5.95	704
02/01/24	5.75	6.00	5.45	5.90	6 782
01/31/24	5.95	6.00	5.80	6.00	305
01/30/24	5.95	5.95	5.95	5.95	2
01/29/24	5.95	5.95	5.95	5.95	102
01/26/24	6.00	6.00	5.50	5.95	4 944
01/25/24	5.90	6.10	5.75	6.00	1 591
01/24/24	6.10	6.15	5.80	5.90	1 675
01/23/24	6.05	6.15	5.90	5.90	2 097
01/22/24	6.00	6.20	6.00	6.20	1 000
01/19/24	6.20	6.20	6.00	6.15	1 052
01/18/24	6.15	6.20	6.00	6.20	582
01/17/24	6.20	6.20	5.95	6.15	651
01/16/24	6.15	6.15	6.15	6.15	110
01/15/24	6.15	6.15	6.00	6.15	1 635
01/12/24	6.10	6.20	5.95	6.15	1 804
01/11/24	6.20	6.20	5.95	6.10	5 728
01/10/24	5.95	6.05	5.85	6.05	2 366
01/09/24	5.80	5.95	5.80	5.85	678
01/08/24	6.00	6.05	5.70	5.90	2 013

< Prev 1 2 3 4 Next >

Източник: https://www.wsj.com/market-data/quotes/PL/XWAR/RDG/historical-prices

На тази база извеждаме:

Read-Gene SA	Национална валута	Лева
Пазар	Полша	
последни данни към	31.12.2023	
Активи	14 534 600	6 516 268
Капитал	3 535 100	1 584 884
EBITDA TTM	-1 008 400	-452 094
Приходи TTM	10 050 500	4 505 920
Цена затваря последна преди датата на оценката	6.15	2.76
P/B	**23.30**	
P/E	**-**	
P/S	**11.08**	
Валутен курс 15.01.2024	2.23051 полски злоти за 1 лев	

По отношение на дружеството Sintofarm SA, по данни на Румънската Фондова Борса, последните публикувани междинни отчети са към 30.06.2023:

Symbol: **SINT**
Company Name: **SINTOFARM SA BUCURESTI**
Fiscal / Unique Code: **647**

Indicator	- RON -
Fixed assets - Total	3,534,526.00
Current assets - Total	8,867,003.00
Debtors - due within one year	3,736,072.00
Current assets/Net current liabilities	5,875,186.00
Total assets less current liabilities	10,222,455.00
Debtors - due after more than one year	-
Revenues in advance	-
Subscribed paid up capital	9,651,910.00
Shareholders equity - Total	10,222,455.00
Total receivables	5,846,087.00
Total liabilities	3,736,072.00
Net turnover	5,513,170.00
Operating income - Total	5,449,117.00
Operating expenses - Total	5,284,237.00
Operating result	164,880.00
Financial income - Total	12,471.00
Financial expenses - Total	133,677.00
Financial result	-121,206.00
Current result	164,880.00
Extraordinary income	-
Extraordinary expenses	-
Extraordinary result	-
Total revenues	5,461,588.00
Total expenses	5,417,914.00
Gross result	43,674.00
Net result	43,674.00
Result per share	-
Back payments - Total	-
Back payments for suppliers - Total	-
Back payments of liabilities to the social insurance budget	-
Taxes which are not paid to the State budget upon payment date	-
Average number of employees (only full time employees)	48

Note: Financial reports are based on Ministry of Finance regulations.

Източник: https://www.bvb.ro/RapoarteFinanciare/C_rf_fs.aspx?s=SINT&d=06/30/2023

Общите активи се извеждат като сума на текущите и нетекущите активи, т.е. 12,401,529 румънски леи.

Съответно за шестмесечието на 2022 данните са:

Financial information - 30.06.2022

Symbol: **SINT**
Company name: **SINTOFARM SA BUCURESTI**
Fiscal Code / VAT number: **647**

Indicator	-RON-
Non-current assets - Total	4.033.132,00
Current assets - Total	8.237.336,00
Debts to be paid within a period of one year - Total	3.683.616,00
Current assets, i.e. net current liabilities	5.025.039,00
Total assets minus current liabilities	10.004.075,00
Debts to be paid over a period of more than one year - Total	-
Advance income	-
Paid-up subscribed capital	9.651.910,00
Total equity	10.004.075,00
Receivables - Total	5.253.479,00
Payables - Total	3.683.616,00
Net turnover	4.688.483,00
Operating income - Total	5.013.461,00
Operating expenses - Total	4.926.986,00
Operating result	86.475,00
Financial income	4.803,00
Financial expenses	123.442,00
Financial result	-118.639,00
Current result	86.475,00
Extraordinary income	-
Extraordinary expenses	-
Extraordinary result	-
Total revenue	5.018.264,00
Total expenses	5.050.428,00
Gross result	-32.164,00
Net result	-32.164,00
Result / action	-
Overdue payments - Total	205.715,00
Outstanding suppliers - Total	-
Outstanding obligations to the social security budget	131.437,00
Taxes and fees not paid on time to the state budget	74.278,00
Average number of employees (permanent employees only)	46

Note: Financial reports comply with regulations issued by the Ministry of Public Finance.

Източник: bvb.ro/RapoarteFinanciare/C_rf_fs.aspx?s=SINT&d=06/30/2022

И годишните данни за 2022 са:

Financial information - 31.12.2022

Symbol: **SINT**
Company name: **SINTOFARM SA BUCURESTI**
Fiscal Code / VAT number: **647**

Indicator	-RON-
Non-current assets - Total	3.766.782,00
Current assets - Total	8.905.102,00
Debts to be paid within a period of one year - Total	3.877.430,00
Current assets, i.e. net current liabilities	5.669.988,00
Total assets minus current liabilities	10.178.781,00
Debts to be paid over a period of more than one year - Total	-
Advance income	-
Paid-up subscribed capital	9.651.910,00
Total equity	10.178.781,00
Receivables - Total	5.973.195,00
Payables - Total	3.877.430,00
Net turnover	10.448.288,00
Operating income - Total	10.996.328,00
Operating expenses - Total	10.076.490,00
Operating result	919.838,00
Financial income	20.271,00
Financial expenses	247.031,00
Financial result	-226.760,00
Current result	693.078,00
Extraordinary income	-
Extraordinary expenses	-
Extraordinary result	-
Total revenue	11.016.599,00
Total expenses	10.323.521,00
Gross result	693.078,00
Net result	693.078,00
Result / action	-
Overdue payments - Total	202.194,00
Outstanding suppliers - Total	-
Outstanding obligations to the social security budget	116.968,00
Taxes and fees not paid on time to the state budget	85.226,00
Average number of employees (permanent employees only)	47

Note: Financial reports comply with regulations issued by the Ministry of Public Finance.

Източник: bvb.ro/RapoarteFinanciare/C_rf_fs.aspx?s=SINT&d=12/31/2022

Оттук извеждаме Приходи(30.6.2023, TTM) = Приходи(30.6.2023) + Приходи(31.12.2022) − Приходи(30.6.2022) = 5,449,117 + 10,996,328 − 5,013,461 = 11,431,984 леи

И съответно

Оперативен резултат (30.6.2023, TTM) = Оперативен резултат (30.6.2023) + Оперативен резултат (31.12.2022) − Оперативен резултат (30.6.2022) = 164,880 + 919,838 − 86,475 = 998,243 леи

Съответно по отношение на финансовите коефициенти, отново по данни на Румънската Фондова Борса:

Indicators

Market cap. (2/8/2024)	21,427,240.20
PER	27.87
P/BV	2.10
EPS	0.20
DIVY	0.00
Dividend (2006)	0.000000

More information

Indicators based on individual financial statements and EOD market data

Issue info

Total no. of shares	3,860,764
Nominal value	2.5000
Share Capital	9,651,910.00
Start trading date	2/20/1997
Prospectus / Memorandum	

Източник:
https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=SINT

По отношение на последната цена преди датата на оценката, отново по данни на Румънската Фондова Борса, последните сделки с акции на дружеството преди датата на оценката са от 14.11.2023 при цена затваря от 4.50 румънски леи за една акция:

Trading history

Copy CSV Excel PDF

Date	Market	Trades	Volume	Value	Open price	Low price	High price	Avg. price	Last price	Var. (%)
2/8/2024	XRS1	1	50	277.50	5.5500	5.5500	5.5500	5.5500	5.5500	-0.8900
1/17/2024	XRS1	1	10	56.00	5.6000	5.6000	5.6000	5.6000	5.6000	29.6300
11/14/2023	XRS1	1	40	172.80	4.3200	4.3200	4.3200	4.3200	4.3200	-21.4500
11/13/2023	XRS1	1	40	220.00	5.5000	5.5000	5.5000	5.5000	5.5000	22.2200
10/17/2023	XRS1	2	50	223.00	4.4000	4.4000	4.5000	4.4600	4.5000	28.5700
10/12/2023	XRS1	1	39	136.50	3.5000	3.5000	3.5000	3.5000	3.5000	-28.5700

Trading history in the last 6 month

Източник:
https://www.bvb.ro/FinancialInstruments/Details/FinancialInstrumentsDetails.aspx?s=SINT

Съответно можем да изведем за дружеството:

Sintofarm SA	**Национална валута**	**Лева**
Пазар	Румъния	
последни данни към	30.6.2023	
Активи	12 401 529	4 876 118
Капитал	10 222 455	4 019 335

EBITDA TTM	998 243	392 496
Приходи TTM	11 431 984	4 494 906
Цена затваря последна преди датата на оценката	4.50	1.77
P/B	**2.10**	
P/E	**27.87**	
P/S	**-**	
Валутен курс 15.01.2024	2.54332 румънски леи за 1 лев	

За определяне на конверсионните валутни курсове, използваме фиксинга на БНБ за датата на оценката, 15.01.2024, както следва:

Курсове на българския лев към отделни чуждестранни валути и цена на златото, валидни за 15.01.2024

Наименование	Код	За единица валута/ злато	Лева (BGN)	Обратен курс: за един лев
Австралийски долар	AUD	1	1.18903	0.841022
Бразилски реал	BRL	10	3.6672	2.72688
Канадски долар	CAD	1	1.33095	0.751343
Швейцарски франк	CHF	1	2.09157	0.47811
Китайски ренминби юан	CNY	10	2.49058	4.01513
Чешка крона	CZK	100	7.91385	12.6361
Датска крона	DKK	10	2.62211	3.81372
Британска лира	GBP	1	2.27224	0.440094
Хонконгски долар	HKD	10	2.28487	4.37662
Унгарски форинт	HUF	1000	5.15126	194.127
Индонезийска рупия	IDR	10000	1.14835	8708.15
Израелски шекел	ILS	10	4.76172	2.10008
Индийска рупия	INR	100	2.15642	46.3732
Исландска крона	ISK	100	1.3065	76.5404
Японска йена	JPY	100	1.22492	81.638
Южнокорейски вон	KRW	1000	1.35169	739.815
Мексиканско песо	MXN	10	1.05778	9.45376
Малайзийски рингит	MYR	10	3.82686	2.61311
Норвежка крона	NOK	10	1.72868	5.78476
Новозеландски долар	NZD	1	1.1063	0.903914
Филипинско песо	PHP	100	3.20245	31.2261
Полска злота	PLN	10	4.48328	2.23051
Румънска лея	RON	10	3.93187	2.54332
Руска рубла	RUB			
Шведска крона	SEK	10	1.7342	5.76635
Сингапурски долар	SGD	1	1.33952	0.746536
Тайландски бат	THB	100	5.11034	19.5682
Турска лира	TRY	100	5.93674	16.8443
Щатски долар	USD	1	1.78696	0.55961
Южноафрикански ранд	ZAR	100	9.57285	10.4462
Злато (в трой унции)	XAU	1	3663.66	

Забележка: Валутните курсове се определят на основание чл. 12 от Валутния закон и се използват за целите, предвидени по закон.

Източник:
https://www.bnb.bg/Statistics/StExternalSector/StExchangeRates/StERForeignCurrencies/index.htm?downloadOper=&group1=first&firstDays=15&firstMonths=01&firstYear=2024&search=true&showChart=false&showChartButton=false

В групата на аналозите влизат 3 дружества – от 2 от Полша и 1 от Румъния съответно. Средният размер (на база медиана) на активите на тези дружества възлиза на 6,516 хил. лв. в сравнение с 7,677 хил. лева за анализираната компания, а средните им приходи (на

база медиана) на ТТМ база на 4,494 хил. лева в сравнение с 3,466 хил. лева за анализираната компания:

Съпоставка с пазарни аналози	Medicofarma Biotech SA	Read-Gene SA	Sintofarm SA	Медиана за аналозите	Вета Фарма АД
Пазар	Полша	Полша	Румъния		не се търгува
Последни данни към	31.12.2023	31.12.2023	30.6.2023	-	30.9.2023
Активи в лева към последен период	7 048 792	6 516 268	4 876 118	6 516 268	7 677 000
Капитал в лева към последен период	4 457 411	1 584 884	4 019 335	4 019 335	6 864 000
EBITDA в лева към последен период, ТТМ	-1 139 201	-452 094	392 496	-452 094	210 000
Приходи в лева към последен период, ТТМ	336 605	4 505 920	4 494 906	4 494 906	3 466 000
Цена на затваряне към датата на оценката в оригинална валута	1.03	6.15	4.50	N/A	не се търгува
Цена на затваряне към датата на оценката в лева	0.46	2.76	1.77	1.77	не се търгува
Коефициент цена към балансова стойност (P/B), към датата на оценката	-	23.30	2.10	12.7000	1.0000
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката	-24.17	-	27.87	1.8500	1.9804
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E), към датата на оценката	86.01	11.08	-	48.5450	-23.2678

Източник: Изчисления на СИС

Доколкото публикуваните данни за един от аналозите и за оценяваното 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 европейските счетоводни стандарти, 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 неодитираните междинни отчети.

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

Междинни изчисления за Вета Фарма АД	Ст-ст в лв.

Капитал към 30.09.2023	6 864 000
Брой акции в обръщение	4 540 000
Счетоводна стойност на акцията	1.51
Последна цена (равна на счетоводна стойност)	1.51
Коефициент цена към балансова стойност (P/B), към датата на оценката	1.0000
Приходи към 30.09.2023	2 596 000
Приходи към 31.12.2022	3 612 000
Приходи към 30.09.2022	2 742 000
TTM приходи към 30.09.2023	3 466 000
Приходи на една акция (TTM)	0.7634
Последна цена (равна на счетоводна стойност)	1.51
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката	1.9804
Печалба към 30.09.2023	-165 000
Печалба към 31.12.2022	-38 000
Печалба към 30.09.2022	92 000
TTM печалба към 30.09.2023	-295 000
Приходи на една акция (TTM)	-0.0650
Последна цена (равна на счетоводна стойност)	1.51
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E), към датата на оценката	-23.2678
EBITDA към 30.09.2023	196 000
EBITDA към 31.12.2022	469 000
EBITDA към 30.09.2022	455 000
EBITDA къв 30.09.2023 на база TTM	210 000

Източник: Финансови отчети на дружеството и изчисления на СИС

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[39].

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

Считаме гореизведените коефициенти за сравнително показателни, поради следното:

Избор на тегла при анализа на пазарни аналози	Медиана за аналозите	Стойност на показателяза дружеството	Относител на тежест в крайната	Обосновка на относителната тежест в крайната оценка, въз основа на (а) стандартно отклонение в

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

			оценка по метода на пазарните данни	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.	**12.7000**	**1.0000**	20%	Доколкото по коефициента P/B разликата е над 10 пъти, докато разликата по P/S е в рамките на 10%, то коефициентът P/S влиза с тегло от 80%, съответно P/B участва с тегло от 20%.
Коефициент цена към продажби на една акция (P/S), към датата на оценката.	**1.8500**	**1.9804**	80%	
Коефициент цена към печалба на една акция (P/E), към датата на оценката.	**48.5450**	**-23.2678**	0% (неприл.)	Не е приложим, заради отрицателна стойност на коефициента за оценяваното дружество

Източник: Изчисления СИС и данни от БФБ и Блумбърг Терминал

За целите на оценката са използвани двата положителни основни коефициента (P/B, P/S) и е изключен отрицателния (P/E), като им е отредена тежест съобразена с тяхната представителност за конкретното дружество.

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

(а) първо, определя се медиана на приложимия множител (P/B, P/S, P/E) базиран на данните за дружествата-аналози;

(б) второ, определя се базисна стойност на индикатора „стойност на една акция" от съответния клас за оценяваната компания (въз основа на данни към дата, когато се отнася за данни от отчет за финансовото състояние или въз основа на данни базирани на TTM оценка, когато се отнася за данни от отчета за всеобхватния доход);

(в) трето, умножават се получените въз основа на описаните процедури в букви (а) и (б) стойности по-горе, за да се определи приравнена към пазарни аналози стойност на една акция за оценяваната компания; и

(г) получените три оценки в процедурата, описана в буква (в) се умножават по тегловни коефициенти, определени от анализатора по начин, който отразява в максимална степен тяхната релевантност към оценяваната компания.

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-Шнайдер[40] и Линдеман – Вайерщрос[41] може да бъде показано, че значителна част от елементарните функции водят до резултат, който се явява трансцедентална 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 Кейхан[42], 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 754-2019[43].

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

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.

При прилагане на така описания процес получаваме:

ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПАЗАРНА ЦЕНА СЪГЛАСНО МЕТОД НА АНАЛОЗИТЕ	
Коефициент цена към балансова стойност (P/B) въз основа на метод на пазарните аналози	12.7000
Балансова стойност на акция на оценяваното дружество за последния отчетен период, лв.	1.5119
Цена на акция въз основа на коефициента P/B, лв.	**19.2011**
Относителна тежест в крайната оценка	80%

[40] https://mathworld.wolfram.com/GelfondsTheorem.html
[41] https://books.google.bg/books?id=jhIEAQAAMAAJ&pg=PA1067&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false
[42] https://people.eecs.berkeley.edu/~wkahan/LOG10HAF.TXT
[43] 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

Коефициент цена към продажби на една акция (P/S) въз основа на метод на пазарните аналози	1.8500
Продажби на акция към оценяването дружество за последните 12 месеца, лв.	0.7634
Цена на акция въз основа на коефициента P/S, лв.	**1.4124**
Относителна тежест в крайната оценка	20%
Коефициент цена към доход на една акция (P/E) въз основа на метод на пазарните аналози	48.5450
Доход на акция на оценяваното дружество за последните 12 месеца, лв.	-0.0650
Цена на акция въз основа на коефициент P/E, лв.	**-3.1544**
Относителна тежест в крайната оценка	0%
Заключение за пазарна цена въз основа на метода на пазарните аналози, лв.	**15.6433**

Източник: изчисления на СИС

Използвайки закръгление до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, получената стойност 15.6433 се закръглява до 15.64.

Определяме справедлива цена по метода на пазарните аналози от 15.64 лева на акция.

Част III. Систематизирана финансова информация

Информацията по долу е предоставено в съответствие с изискванията на 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.

Точка 16. Данни от отчета за печалбата и загубата и другия всеобхватен доход

По-долу са представени данни за анализираната компания за последните три финансови години и последния междинен отчетен период:

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД				
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Оперативни приходи	**2 596**	**2 742**	**3 612**	**3 701**	**4 361**
- Приходи от договори с клиенти	2446	2456	3 240	3 457	4 099
- Друг оперативен приход	150	286	372	244	262
Оперативни разходи	**-2 778**	**-2 666**	**-3 647**	**-3 673**	**-4 068**
- промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	-56	45	37	2	188
- разходи за материали	-1074	-1152	-1 506	-1 432	-1 880
- разходи за външни услуги	-378	-355	-544	-543	-615
- разходи за персонала	-874	-808	-1 103	-980	-1 032
- разходи за амортизации и обезценки	-378	-379	-504	-680	-691
- други разходи за дейността	-18	-17	-27	-40	-38
Оперативна печалба или загуба	**-182**	**76**	**-35**	**28**	**293**
Приходи от финансирания					
Печалба или загуба преди финансиране и данък печалба	**-182**	**76**	**-35**	**28**	**293**
Обезценка на финансови активи					
Финансови приходи				1	1
Финансови разходи	-3	-4	-6	-7	-15
Печалба или загуба преди данъци	**-185**	**72**	**-41**	**22**	**279**
Данъци	20	20	3	-3	-27
Нетна печалба или загуба	**-165**	**92**	**-38**	**19**	**252**
Компоненти, които няма да бъдат рекласифицирани в печалба или загуба			**20**	**137**	**-5**
Общ всеобхватен доход за годината	**-165**	**92**	**-18**	**156**	**247**
Разпределен дивидент	0	0	197	272	412

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Точка 16.1. Нетни приходи от продажби

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД							
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Оперативни приходи	2 596	2 742	3 612	3 701	4 361	30.1%	-15.1%	-5.3%
- Приходи от договори с клиенти	2446	2456	3 240	3 457	4 099	25.0%	-15.7%	-0.4%
- Друг оперативен приход	150	286	372	244	262	N/A	52.5%	-47.6%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Отбелязваме спад в оперативните приходи от 15.7% през 2021 спрямо 2020 година последват от ръст през 2022 от 30.1% спрямо 2021, а в последствие и спад от 5.3% през първите 9 месеца на 2023.

Точка 16.2. Себестойност на продажбите

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД							
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Оперативни разходи	-2 778	-2 666	-3 647	-3 673	-4 068	32.4%	-9.7%	4.2%
- промени в запасите от готова продукция и незавършено производство	-56	45	37	2	188	2366.7%	-98.9%	-224.4%
- разходи за материали	-1074	-1152	-1 506	-1 432	-1 880			
- разходи за външни услуги	-378	-355	-544	-543	-615	33.6%	-11.7%	6.5%
- разходи за персонала	-874	-808	-1 103	-980	-1 032	50.1%	-5.0%	8.2%
- разходи за амортизации и обезценки	-378	-379	-504	-680	-691	-1.2%	-1.6%	-0.3%
- други разходи за дейността	-18	-17	-27	-40	-38	-10.0%	5.3%	5.9%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Точка 16.3. Брутна печалба/загуба

Таблицата по-долу представя динамиката на оперативната печалба на дружеството за 2020, 2021 и 2022 година и първите 9 месеца на 2023:

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД							
	30.09.2023	30.09.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Оперативни приходи	2 596	2 742	3 612	3 701	4 361	30.1%	-15.1%	-5.3%
Оперативни разходи	-2 778	-2 666	-3 647	-3 673	-4 068	32.4%	-9.7%	4.2%
Оперативна печалба или загуба	-182	76	-35	28	293	-266.7%	-90.4%	-339.5%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Отбелязваме намаляване на оперативната печалба с 90.4% през 2021 сравнено с 2020 и оперативна загуба през 2022 г. През първите 9 месеца на 2023 отново е регистрирана оперативна загуба спрямо оперативна печалба за същия период на 2022 г.

Точка 16.4. Административни разходи и разходи за продажби

Информация е представена в точка 16.2.

За анализираното дружество се наблюдава намаляване на оперативните разходи за 2021 спрямо 2020 от 9.7%, последван от значително увеличение от 32.4% през 2022 спрямо пълната финансова година 2021. За деветмесечието на 2023 има незначителен ръст спрямо същия период на 2022 от 4.2%.

Точка 16.5. Печалба/загуба от дейността

Информация е предоставена в точка 16.3.

Отбелязваме оперативна загуба за 2022 година в размер на 35 хиляди лева, последвана от оперативна загуба от 182 хиляди лева за деветмесечието на 2023 година.

Точка 16.6. Финансови приходи и разходи

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Финансови приходи			1	1	-100.0%	0.0%	N/A
Финансови разходи	-3	-6	-7	-15	14.3%	-53.3%	N/A

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

** стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Точка 16.7. Печалба/загуба (преди разходи за данъци)

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Печалба или загуба преди данъци	-185	-41	22	279	-348.5%	-92.1%	-356.9%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

** стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Отбелязваме негативно развитие, като печалбата преди данъци от 279 хил. лв. за 2020 спада до 22 хил. лв. през 2021, след което е реализирана загуба от 41 хил. лв. през 2022, нарастваща до 185 хил. лв. през деветмесечието на 2023.

Точка 16.8. Нетна печалба/загуба

Информация е предоставена в точка 16.7.

Отбелязваме негативно развитие, като печалбата след данъци от 252 хил. лв. за 2020 спада до 19 хил. лв. през 2021, след което е реализирана загуба от 38 хил. лв. през 2022, нарастваща до 165 хил. лв. през деветмесечието на 2023.

Точка 16.9. Забележки относно представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН

Както е представено в точка 16.8, налице са компоненти на другия всеобхватен доход, които не се очаква да бъдат рециклирани през печалба или загуба. Ефектът на тези компоненти през 2021 година е значителен:

Отчет за печалбата или загубата и другия всеобхватен доход	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2022 / Q3 2021
Печалба или загуба преди данъци	**-185**	**-41**	**22**	**279**	**-348.5%**	**-92.1%**	-356.9%
Данъци	20	3	-3	-27	-233.3%	-88.9%	
Нетна печалба или загуба	**-165**	**-38**	**19**	**252**	**-366.7%**	**-92.5%**	-279.3%
Компоненти, които няма да бъдат рекласифицирани в печалба или загуба		20	137	-5			
Общ всеобхватен доход за годината	**-165**	**-18**	**156**	247	**-115.4%**	**-36.8%**	-279.3%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Точка 17. Данни от отчета за финансовото състояние

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

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД			
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Активи	**7 677**	**8 078**	**9 698**	**10 773**
Текущи активи	**2 851**	**2 889**	**2 794**	**3 393**
Суровини и материали	247	252	233	201
Продукция и стоки	255	311	274	273
Вземания от клиенти и доставчици	809	1	3	23
Вземания от предприятия от групата	213	222	155	235
Други вземания	1	634	1 551	2 148
Парични средства и еквиваленти	1326	1 469	578	513
Нетекущи активи	**4 826**	**5 189**	**6 904**	**7 380**
Земи и сгради	1 561	1 641	1 748	1 855
Машини и оборудване	250	311	389	396
Съоръжения и други	871	928	1 012	1 060
Нематериални активи	2 144	2 309	3 745	4 069
Отсрочени данъци			10	
Собствен капитал	**6 864**	**7 227**	**8 611**	**8 867**
Основен капитал	4 540	4 540	4 540	4 540
Резерви	451	429	398	199
Текуща печалба/(загуба)				
Натрупана печалба/(загуба)	1 873	2 258	3 673	4 128
Пасиви	**813**	**851**	**1 087**	**1 906**
Текущи пасиви	**390**	**394**	**505**	**1 251**
Задължения към финансови предприятия				734
Задължения към доставчици	281	225	270	243
Задължения към предприятия от групата		56	48	80
Задължения към персонала	81	87	89	79
Данъчни задължения	8	6	12	19
Други задължения	20	20	86	96
Нетекущи пасиви	**423**	**457**	**582**	**655**
Пасиви по отсрочени данъци	216	236	395	406
Дългосрочни задължения към персонала	62	62	73	48
Правителствени финансирания	145	159	114	201
Капитал и пасиви	**7 677**	**8 078**	**9 698**	**10 773**

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Наблюдава се спад в активите за 2021 спрямо 2020 година от 10%, последван от спад през 2022 спрямо 2021 година от 16.7% и допълнителен спад през 2023.

Точка 17.1. Парични средства и парични еквиваленти

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Парични средства и еквиваленти	1326	1 469	578	513	154.2%	12.7%	23.7%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Паричните средства на дружеството се увеличават с 12.7% през 2021 сравнено с 2020г като достигат 578 хил. лв и допълнително се растат значително през 2022г спрямо 2021г като отбелязват скок от 154.2% достигайки 1,469 хил. лв. Към края на деветмесечието на 2023г. има лек спад от нивата в края на годината, достигайки 1,326 хил. лв.

Точка 17.2. Нетен оборотен капитал

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Текущи активи	2 851	2 889	2 794	3 393	3.4%	-17.7%	-1.3%
Текущи пасиви	390	394	505	1 251	-22.0%	-59.6%	-14.1%
Нетен оборотен капитал	*2 461*	*2 495*	*2 289*	*2 142*	*9.00%*	*6.86%*	1.1%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Дружеството е със значително повече текущи активи сравнено с текущи пасиви, като към края на деветмесечието на 2023 текущите активи са 7.3 пъти повече от текущите пасиви.

Точка 17.3. Обща стойност на активите

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Активи	7 677	8 078	9 698	10 773	-16.7%	-10.0%	-6.5%
Текущи активи	2 851	2 889	2 794	3 393	3.4%	-17.7%	-1.3%
Нетекущи активи	4 826	5 189	6 904	7 380	-24.8%	-6.4%	-9.4%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

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

Точка 17.4. Обща стойност на пасивите

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Пасиви	813	851	1 087	1 906	-21.7%	-43.0%	-7.2%
Текущи пасиви	390	394	505	1 251	-22.0%	-59.6%	-14.1%
Нетекущи пасиви	423	457	582	655	-21.5%	-11.1%	0.2%

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Точка 17.5. Обща стойност на собствения капитал

Отчет за финансовото състояние	Вета Фарма АД						
	30.09.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	Δ 2022 / 2021	Δ 2021 / 2020	Δ Q3 2023 / Q3 2022
Собствен капитал	6 864	7 227	8 611	8 867	-16.1%	-2.9%	-6.4%
Основен капитал	4 540	4 540	4 540	4 540	0.0%	0.0%	-
Резерви	451	429	398	199	7.8%	100.0%	0.05
Текуща печалба/(загуба)					N/A	N/A	N/A
Натрупана печалба/(загуба)	1 873	2 258	3 673	4 128	-38.5%	-11.0%	(0.21)

Източник: данни от одитирани по МСФО ГФО на компанията за 2022г и 2021г. и междинни отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

* стойностите са в хил. лв. за дружеството „Вета Фарма" АД

Тенденцията в стойността на собствения капитал следва тази на активите.

Точка 17.6. Забележки относно представяната информация

Няма забележки, които оценяващите да правят.

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

Таблицата по-долу представя изискуемата информация по Наредба 41, и съпоставима финансова информация в исторически план.

За целите на пълнота, предоставената финансова информация обхваща одитирани индивидуални данни за 2019, 2020, 2021 и 2022 година и неодитирани междинни данни за 2023 година.

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 цена, без да бъдат считани за одитирана финансова информация:

Историческа информация	Формула за изчисляване

Коефициенти за рентабилност	
Рентабилност на оперативната дейност	Нетна печалба или загуба към приходи от оперативна дейност
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	Паричен поток от оперативна дейност към Пасиви
Възвращаемост на активите	Нетна печалба или загуба към активи
Капацитет за генериране на доход от активи	Общ всеобхватен доход към активи
Възвращаемост на собствения капитал	Нетна печалба или загуба към собствен капитал
Коефициенти за активи и ликвидност	
Обращаемост на активите	Оперативни приходи към активи
Обращаемост на оборотния капитал	Оперативни приходи към положителната разлика между текущи активи и текущи пасиви
Текуща ликвидност	Текущи активи към текущи пасиви
Бърза ликвидност	Текущи активи без материални запаси към текущи пасиви
Абсолютна (незабавна) ликвидност	Парични средства към текущи пасиви
Коефициенти за ливъридж	
Коефициент на финансова автономност	Собствен капитал към пасиви
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	Нетекущи пасиви към собствен капитал
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	Активи към собствен капитал
Коефициенти за една акция	
Коефициент Продажби на една акция	Оперативни приходи към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Печалба на една акция	Нетна печалба или загуба към брой обикновени акции в обръщение
Коефициент Балансова стойност на една акция	Собствен капитал към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за дивидент	
Коефициент на изплащане на дивидент	Разпределен дивидент към финансов резултат след данъци
Коефициент на задържане на печалбата	Неразпределена като дивидент печалба към нетна печалба или загуба
Дивидент на една акция	Разпределен дивидент към брой обикновени акции в обръщение
Коефициенти за развитие	
Темп на прираст на продажбите	Годишно изменение на оперативните приходи
Темп на прираст на нетната печалба	Годишно изменение на финансовия резултат след данъци
Темп на прираст на активите	Годишно изменение на активите
Пазарни коефициенти	

Коефициент Цена/Продажби на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент продажби на една акция
Коефициент Цена/Печалба на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент печалба на една акция
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на акция	Пазарна цена на една акция към коефициент балансова стойност
Счетоводна цена на акциите	В случая, счетоводна цена на акция по МСФО
Дата за определяне на цената	Последния ден от референтния период. Ако тази дата е неработен ден, се реферира към последния работен ден, непосредствено предхождащ дадената дата
Брой обикновени акции	Брой обикновени акции, намален с обратно изкупените собствени акции

Точка 19. 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:

Прогнозна финансова информация (про-форма след вливането за приемащото дружество на консолидирана база) :

Прогнозна информация съгласно чл. 23, ал. 5, буква а	***1.1.2024 (ефективна счетоводна дата на вливането)***
Данни от отчета за доходите	**млн. лв.**
Нетни приходи от продажби	1 851
Себестойност на продажбите	-1 340
Брутна печалба/загуба	511
Административни разходи и разходи за продажби	-404
Печалба/загуба от дейността	107
Финансови приходи	3
Финансови разходи	-13
Печалба/загуба (преди разходи за данъци)	120
Нетна печалба/загуба	108
Данни от счетоводния баланс	**млн. лв.**
Парични средства и парични еквиваленти	17

Нетен оборотен капитал	154
Обща стойност на активите	1 440
Обща стойност на пасивите	708
Обща стойност на собствения капитал	731
Финансови коефициенти	**коефициент**
Коефициенти за рентабилност	
Рентабилност на оперативната дейност	5.83%
Капацитет за генериране на паричен поток от привлечени средства	-13.30%
Възвращаемост на активите	7.50%
Капацитет за генериране на доход от активи	7.51%
Възвращаемост на собствения капитал	14.75%
Коефициенти за активи и ликвидност	
Обращаемост на активите	1.29
Обращаемост на оборотния капитал	9.00
Текуща ликвидност	1.27
Бърза ликвидност	1.24
Абсолютна (незабавна) ликвидност	0.54
Коефициенти за ливъридж	
Коефициент на финансова автономност	1.03
Коефициент на дългосрочна задлъжнялост	0.18
Коефициент Общо активи/Собствен капитал	1.97
Коефициенти за една акция	
Коефициент Продажби на една акция	10.72 лева
Коефициент Печалба на една акция	0.63 лева
Коефициент Балансова стойност на една акция	4.24 лева
Коефициенти за дивидент	
Коефициент на изплащане на дивидент	0.00%
Коефициент на задържане на печалбата	100.00%
Дивидент на една акция	0.00 лева
Коефициенти за развитие	
Темп на прираст на продажбите	13%
Темп на прираст на нетната печалба	12%
Темп на прираст на активите	14.80%
Пазарни коефициенти	
Коефициент Цена/Продажби на акция	0.67
Коефициент Цена/Печалба на акция	11.48
Коефициент Цена/Счетоводна стойност на акция	1.69
Източник: Предварителни изчисления на СИС, базирани на консолидирани данни за приемащото дружество	

Заинтересованите страни следва да вземат под внимание следните два ключови факта:

(а) горната информация ще бъде променена в резултат на публикуването на одитирани финансови отчети на приемащото и вливащото се дружество;

(б) към ефективната дата на вливане се изготвя начален финансов отчет, който подлежи на потвърждаване от независимия одитор на приемащото дружество.

В този смисъл горната информация не следва да се възприема като, нито претендира да бъде, нито следва да бъде представяна като представителна относно окончателните данни в началния финансов отчет след датата на вливането, изготвен на консолидирана база въз основа на европейските стандарти за финансова отчетност.

Прогнозна оценка за очакваните изменения в собствения капитал след вливането на приемащото дружество:

Про-форма преди вливането	**Приемащо дружество**	**Преобразуващо се дружество**
Брой акции в обращение преди вливането	158 262 242	4 540 000
Справедлива стойност на 1 акция преди вливането (в лв)*	**7.57**	**7.42**
Стойност на дружеството (в лв)	1 198 045 171.94	33 686 800.00
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)**	7 791.00	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	0.00	
Справедлива стойност на приемащото дружество след вливането (в лв.)	**1 198 052 962.94**	
Брой акции на придобиващото дружество, заплатени при вливането на миноритарни акционери на преобразуващото се дружество	1 029	
Брой акции в обращение след вливането	158 263 271.00	
Справедлива цена на 1 акция след вливането (в лв.)	**7.57**	
** 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;

Очакванията на двете дружества са, че преди датата на финализиране на вливането, те ще са публикували одитирани финансови отчети за 2023 година, съответно при изготвянето на начални финансови отчети към ефективната дата на вливането, входящата информация ще се базира изключително върху тези одитирани данни, които могат да се различават съществено от направените предварителни изчисления от СИС. В този смисъл горните капиталови ефекти не следва да се считат като окончателни или показателни за окончателните капиталови ефекти.

С отчитане на гореизложеното, преди вливането на консолидирана база справедливата стойност на приемащото дружество се оценява на 1 198 045 171.94 лева, а след вливането се очаква тя да се увеличи до 1 198 052 962.94 лева, съответно справедливата цена на една акция се очаква да остане непроменена - 7.57 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 публично достъпни безплатни източници, а за анализираната компания се основава на одитирани годишни финансови отчети и междинни финансови отчети изготвени по МСФО за целите на консолидация на ниво дружество-майка, предоставени от ръководството на компанията.

Източниците за ценова информация са посочени изрично.

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 ИНТЕРНЕШЪНЪЛ СЕКЮРИТИЗ"

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

_____

/Мартин Радосветов Петров/

_____

/Светозар Светозаров Абрашев/

ОБОСНОВКА НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА ЕДНА АКЦИЯ НА „СОФАРМА" АД ВЪВ ВРЪЗКА С ПРОЦЕДУРА ПО ПРЕОБРАЗУВАНЕ

съгласно 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

Дата на изготвяне на оценката: 15.01.2024

Изготвил оценката: София Интернешънъл Секюритиз АД

Настоящата обосновка е регистрирана в Комисията за финансов надзор на 23.01.2024 г.

Коригирана обосновка е регистрирана в Комисията за финансов надзор на 19.03.2024 г.

СЪДЪРЖАНИЕ

Част I. Резюме на данните от оценката 5

Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата цена 5

Точка 2. Справедлива цена на борсово търгувани капиталови инструменти 7

Точка 3. Справедлива цена на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена 7

Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка определени в Наредба №41 на Комисията за финансов надзор 8

Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци 8

Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите 8

Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества 9

Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет 9

Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката 9

Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца на мястото за търговия с най-голям обем акции 9

Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца 10

Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца 10

Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно 11

Точка 6.1. Информация съгласно Наредба 41 на КФН 11

Точка 6.2. Информация, която може да ограничи приложимостта на хипотезата за активно търгувани акции 12

Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството на дружеството от независим оценител 12

Точка 8. Информация, че комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни 12

Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност 12

Точка 10. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество след преобразуването и друга информация за цените на акциите, която се счита за съществена 12

Част II. Разяснение на извършената оценка 13
Точка 11. Обосновка за използваните методи 13
Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество 18
11.2. Характеристиките на оценяваното дружество в исторически план 28
11.3. Относимите към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света 38
11.4. Характеристики за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество 42
11.5. Други съществени обстоятелства, поради които изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи 43
Точка 12. Оценка по Справедлива стойност на активно търгувани акции 51
Точка 13. Оценка по метод на дисконтирани парични потоци 52
Точка 14. Оценка по метод на нетната стойност на активите 70
Точка 15. Оценка по метод на пазарните множители на сходни дружества 85
Част III. Систематизирана финансова информация 110
Точка 16. Данни от отчета за печалбата и загубата и другия всеобхватен доход 110
Точка 16.1. Нетни приходи от продажби 111
Точка 16.2. Себестойност на продажбите 111
Точка 16.3. Брутна печалба/загуба 111
Точка 16.4. Административни разходи и разходи за продажби 111
Точка 16.5. Печалба/загуба от дейността 112
Точка 16.6. Финансови приходи и разходи 112
Точка 16.7. Печалба/загуба (преди разходи за данъци) 112
Точка 16.8. Нетна печалба/загуба 112
Точка 16.9. Забележки относно представяната информация съгласно Наредба 41 на КФН 113
Точка 17. Данни от отчета за финансовото състояние 113
Точка 17.1. Парични средства и парични еквиваленти 114
Точка 17.2. Нетен оборотен капитал 115
Точка 17.3. Обща стойност на активите 115
Точка 17.4. Обща стойност на пасивите 115
Точка 17.5. Обща стойност на собствения капитал 116
Точка 17.6. Забележки относно представяната информация 116
Точка 18. Финансови коефициенти по чл. 7, ал. 2, букви "г" - "к" от Наредба 41 на КФН и метод за изчисляването им 116

Точка 19. Прогнозна финансова информация след преобразуването. Други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени 118

Част IV. Източници на използваната при обосновката информация 121

Част I. Резюме на данните от оценката

Настоящата е извършена в съответствие с

- Международните стандарти за оценка (International Valuation Standards, IVS), приети от International Valuation Standards Council в сила от 31 януари 2022;
- Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК);
- Търговския закон (ТЗ); и
- Действащите наредби на Комисията за финансов надзор.

Формата и съдържанието на настоящата оценка са съобразени с изискванията на 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 на Комисията за финансов надзор на Република България (наричана нататък за краткост Наредба 41 на КФН).

Съгласно изискванията на Наредба 41 на КФН, съотношението на замяна на 1 акция на преобразуващото се дружество срещу акции на приемащото дружество е определена чрез разделяне на определената справедлива цена на индивидуална основа на една акция на преобразуващото се дружество (**7.42 лева**) на определената справедлива цена на консолидирана основа на една акция на приемащото дружество **7.57 лева**), с приемане на точност на закръгление (два знака след десетичната запетая), което възлиза на съотношение от **0.98**[1] **акции на приемащото за 1 акция на преобразуващото се дружество**.

Точка 1. Изисквания към, и методи за определяне на справедливата цена

Съгласно чл. 123, ал. 1, т.1 от Закона за публично предлагане на ценни книжа, договорът или планът за преобразуване по чл. 262ж от Търговския закон освен данните по чл. 262ж от Търговския закон трябва да съдържа и справедливата цена на акциите на всяко от преобразуващите се дружества, съответно дружество, както и съотношението на замяна на акциите на преобразуващите се дружества, съответно преобразуващото се дружество, срещу акции на новоучредените дружества, съответно дружество, или на приемащото дружество, определени към дата, която не може да е по-рано от един месец преди датата на договора или плана за преобразуване, а съгласно т. 2 от същата алинея, обосновка на цената по т. 1 въз основа на общоприети оценъчни методи, които методи съгласно чл. 123, ал. 2 от ЗППЦК се определят с Наредба, като визираната в ЗППЦК Наредба за оценъчните методи и Наредба №41 за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване,

[1] 0.9801849406 без закръглението.

договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, на Комисията за финансов надзор, доколкото по силата на чл. 1, ал. 1, т. 1 от същата Наредба, с нея се уреждат изискванията към съдържанието на обосновката на справедливата цена на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на 1. преобразуване на търговски дружества с участието на най-малко на едно публично дружество.

Съгласно чл. 262ж, ал. 2, т. 2 от Търговския Закон съотношението на замяна на акциите или дяловете на преобразуващото се дружество и приемащото дружество е задължителна част от договора за преобразуване и се определя към конкретна дата, като тази дата съгласно ал. 4 на същия член не може да е по-рано от 6 месеца преди датата на договора или плана за преобразуване и по-късно от датата на договора или плана за преобразуване.

В съответствие с чл. 5, ал. 1 от Наредба №41 на КФН, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката, и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3.

В съответствие с чл. 5, ал. 3 от 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.

На тази основа, е възприет подход, оценката да бъде извършена в съответствие с изискванията на Наредба №41 на КФН, като за целите на оценката са използвани междинни финансови отчети на преобразуващото се (индивидуални) и приемащото дружество (консолидирани) към 30.09.2023 година, доколкото към датата на изготвяне на оценката двете дружества не се публикували одитирани годишни отчети за 2023 година.

Точка 2. Справедлива цена на борсово търгувани капиталови инструменти

В съответствие с чл. 5, ал. 1 от Наредба №41 на КФН, справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от

(а) средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката ;

(б) стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по чл. 5, ал. 3. от Наредба №41 на КФН (в точка 3 е посочена обобщена информация относно начина за определяне на тази стойност);

(в) вземайки под внимание изискването на Наредба №41 на КФН максималната тежест на използван метод да е 80%, а минималната тежест 20% и с отчитане на изложеното в точка 11.5, основен метод при оценка на активно търгувани акции среднопретеглената цена по сделки на основното място за търговия[2] с тегло 80%:

Оценъчен метод	Цена на 1 Акция	Относително Тегло
Среднопретеглена стойност по сделки на БФБ за последните 6 месеца[3]	6.27 лв	80%
Стойност съгласно оценъчни методи по чл. 5, ал. 3. от Наредба №41 на КФН	12.76 лв	20%
Справедлива Стойност	**7.5680 лв**	

Като използваме закръгляване с точност до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, получаваме стойност 7.57 лева.

Определената справедлива цена в съответствие с изискванията на Наредба №41 на КФН възлиза на **7.57 лв на акция**.

Точка 3. Справедлива цена на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена

Съгласно чл. 5, ал. 5 на Наредба 41 на КФН, претеглянето по чл. 5 ал. 3 се осъществява чрез умножаване на стойността на акциите, получена от пазара и/или съгласно приложените оценъчни методи, по техните относителни тегла. Преобразуващите се дружества или дружествата, страни по договор за съвместно предприятие, съответно търговият предложител, определят тегла, чрез които обосновано считат, че ще се

[2] В точка 11 е предоставена конкретна обосновка относно избора на методи и определянето на конкретна тежест за всеки метод.

[3] В точка 5.3 е предоставена детайлна информация за определяне на цената.

определи по-реалистична оценка на справедливата цена към датата на обосновката й. Не се допуска използването на тегло, по-ниско от 20% и по-високо от 80%.

Съгласно чл. 6, ал. 1 на Наредба 41 на КФН, справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност в случаите, когато:

1. ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5, или

2. общото събрание на акционерите е приело решение за ликвидация на дружеството или дружеството е в производство по несъстоятелност при условията на чл. 630 от Търговския закон.

За оценяваното дружество не е приложима ликвидационна оценка.

Точка 3.1. Среднопретеглена справедлива цена по методи за оценка определени в Наредба №41 на Комисията за финансов надзор

Оценъчен метод	Цена на 1 Акция	Относително Тегло[4]
Пазарни Еквиваленти	14.89 лв	35%
Нетна стойност на активите	5.60 лв	30%
Дисконтирани парични потоци (FCFF модел)	16.77 лв	35%
Справедлива Цена	**12.7610 лв**	

Източник: Изчисления СИС

Използвайки закръгляване до най-близкото число с два знака след десетичната запетая, получаваме **12.76.**

Въз основа на прилагането на три оценъчни метода, определяме справедливата стойност на една акции на **12.76 лева**.

Точка 3.2. Справедлива цена по метод на дисконтираните парични потоци

По отношение на методите от групата на дисконтираните парични потоци, следва изрично да се вземе под внимание изложението в точка 11.

Определената справедлива цена по този метод е **16.77 лева**, като методът е представен детайлно в точка 13.

Точка 3.3. Справедлива цена по метод на нетната стойност на активите

Справедливата цена, определена въз основа на нетната стойност на активите, възлиза на **5.60 лева на акция**.

[4] Тази информация следва да бъде разглеждана задължително в контекста на анализа, предоставен в точка 11.

Методът е разгледан детайлно в точка 14.

Точка 3.4. Справедлива цена по методи, използващи пазарните множители на сходни дружества

Справедливата цена въз основа на метода на пазарните множители на сходни дружества, възлиза на **14.89 лева**.

Методът е представен детайлно в точка 15.

Точка 4. Балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет

Дружеството не е публикувало консолидиран одитиран финансов отчет за 31.12.2023 година към датата на обосновката. За целите на оценката е използван последният междинен неодитиран консолидиран финансов отчет към 30.09.2023 година, който е бил оповестен към датата на оценката.

По данни от последния одитиран консолидиран финансов отчет на дружеството от 31.12.2022 (последен одитиран консолидиран отчет, публикуван преди датата на оценката) и на междинния консолидиран финансов отчет от 30.09.2023 няма неоперативни активи на дружество.

Точка 5. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца; брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средна претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката

Точка 5.1. Средна претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца на мястото за търговия с най-голям обем акции

Акциите на "СОФАРМА" АД са допуснати до търговия на „Българска фондова борса" АД и Варшавска фондова борса (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A).

В точка 5.2 е представена информация, указваща, че мястото за търговия с най-голям обем изтъргувани акции е БФБ.

По-долу представяме информация за търговията с акции от емисията на „Софарма" АД, ISIN код на емисията: BG11SOSOBT18, борсов код на емисията: SFA, осъществена на регулиран пазар на БФБ:

Период	14.07.2023 – 14.01.2024 (6 месеца преди датата на обосновката)

Изтъргуван обем от емисията в периода, акции	2 109 452 акции
Реализиран оборот с емисията в периода, лева	13 222 056.48 лв.
Брой търговски сесии в периода	125 сесии
Брой търговски сесии в периода, в които е имало сделки с емисията	124 сесии
Брой търговски сесии в периода, в които е имало 5 или повече сделки с акции от емисията	113 сесии
Общ реализиран оборот с всички емисии акции на регулиран пазар в периода	315 605 525.91 лв.

Източник: справки БФБ Изх. № 233/05.03.2024 г.

Въз основа на тези данни, средната цена за последните 6 месеца както преди датата на оценката е **6.27 лева** на акция, определена чрез разделяне на реализирания оборот за съответния период на изтъргувания общ обем акции на дружеството, и закръглена до най-близкото число с два знака след десетичната запетая.

Точка 5.2. Брой изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Акциите на "СОФАРМА" АД са допуснати до търговия на „Българска фондова борса" АД и Варшавска фондова борса (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A).

Въз основа на информация на СИС, за шестмесечния период преди датата на оценката на Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A са изтъргувани общо 30,475 акции на дружеството.

Съгласно данни от БФБ, за шестмесечния период преди датата на оценката на БФБ са изтъргувани 2,109,452 акции на дружеството.

Въз основа на гореизложеното, БФБ е определен като мястото за търговия с най-голям брой изтъргувани акции.

Точка 5.3. Средна претеглена цена на сделки с акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за последните шест месеца

Показател	Стойност за 6-месечния период
Общ оборот с акции на дружеството на мястото за търговия с най-голям изтъргуван обем, лева	13 222 056.48 лв.
Изтъргуван обем, акции	2 109 452 акции
Средна цена, лева на акция	6.268005378

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

* Средната цена за периода е определена чрез разделяне на общия оборот с акции на дружеството за периода на броя изтъргувани акции за периода и получената стойност е закръглена до най-близкото число с два знака след десетичната запетая – **6.27 лева**, доколкото цените в Република България се деноминират до 1 стотинка (0.01 лева).

Въз основа на извършения анализ, средната цена за предходните 6 месеца възлиза **на 6.27 лева на акция**.

Точка 6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно

Точка 6.1. Информация съгласно Наредба 41 на КФН

С огледа на текстовете на § 1, точка 1 и точка от Допълнителните разпоредби на Наредба 41 на КФН, бе установено следното.

По отношение на разглежданото дружество, е изпълнена хипотезата от Съгласно § 1, точка 1, буква а, подбуква аа, доколкото изтъргуваният обем акции за 6-месечния период от 14.07.2023 г. до 14.01.2024 г. (доколкото 14.01.2024 г. е неработен ден, последният работен ден, предхождащ датата на оценката е 12.01.2024 г.) е 2 109 452 акции, което при 125 търговски сесии в периода съставлява дневен обем от 16 875.6160 акции при 158,262,242 акции на дружеството в обращение или среднодневният обем съставлява 0.01066307% от капитала, което е над прага от 0.01%.

По отношение на разглежданото дружество, е изпълнена хипотезата от Съгласно § 1, точка 1, буква а, подбуква бб, доколкото при реализиран общ оборот с акции на дружеството на мястото за търговия с най-голям изтъргуван обем от 13 222 056.48 лв., като отчетем, че общият оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем съставлява за този период 315 605 525.91 лв., то относителният дял на на акциите на дружеството в общия изтъргуван обем акции на мястото за търговия съставлява 4.18942490%, което е над прага от 1%.

Във връзка с гореизложеното са изпълнени и двете хипотези, залегнали в буква а, с което е изпълнено изискването на самата буква.

По отношение на разглежданото дружество, е изпълнена хипотезата от § 1, точка 1, буква б, подбуква аа, доколкото сделки с акции на дружеството са сключвани през 124 борсови сесии на БФБ (което е не по-малко от половината от всички 125 търговски сесии, включени в периода), като само в 1 сесия няма сделки с акции на дружеството, с което е изпълнено и условието да има сделки в поне 30 сесии в последното тримесечие.

Налице е и изпълнение на хипотезата от § 1, точка 1, буква б, подбуква бб, доколкото в 113 сесии има повече от 5 сделки с акции на дружеството, с което се преминава изискуемият праг от 30 сесии.

Във връзка с гореизложеното са изпълнени и двете хипотези, залегнали в буква б, с което е изпълнено изискването на самата буква.

Следователно е налице кумулативно изпълнения на изискванията по буква а и буква б, и акциите на дружеството отговарят на изискването за активно търгувани акции.

Точка 6.2. Информация, която може да ограничи приложимостта на хипотезата за активно търгувани акции

Не са налице хипотези, които да предполагат неприложимост на хипотезата за активно търгувани акции.

Точка 7. Изготвена през последните 12 месеца преди датата на обосновката оценка на дружеството на дружеството от независим оценител

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител.

Точка 8. Информация, че комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни

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

Точка 9. Дата на обосновката и срок на валидност

Настоящата обосновка е изготвена на 15.01.2024 и има срок на валидност до 15.07.2024 г (шест месеца от датата на изготвяне).

Точка 10. Прогнозна оценка на акциите на приемащото дружество след преобразуването и друга информация за цените на акциите, която се счита за съществена

В съответствие с изискванията на чл. 21, ал. 2 от Наредба 41, и като отчетохме попадането на оценяваното дружество в обхвата на член 4 от Регламент (ЕО) № 1606/2002 на Европейския парламент и на Съвета от 19 юли 2002 година, и произтичащото от това приложно поле Регламент (ЕС) 2023/1803 на Комисията от 13 септември 2023, оценяващите посочват, че след вливането не се очаква да настъпят значителни промени в консолидираните финансови отчети на дружеството-майка, което е и приемащо дружество.

Същевременно, оценяващите посочват, че липсата на значим счетоводен ефект към определен момент не е показателно за бъдещи икономически ефекти и в този смисъл обръщат внимание на един от най-съществените икономически ефекти от вливането – преустановяване на необходимостта от предоставяне на финансиране от дружеството-майка към преобразуващото се дружество.

Детайлна информация относно извършения анализ на прогнозните ефекти от вливането върху дружество-майка като приемащо дружество е представена в точка 19, като не се

очаква да настъпи промяна в справедливата цена на 1 акция на приемащото дружество в резултат на вливането.

Преди вливането на консолидирана база справедливата стойност на приемащото дружество се оценява на 1 198 045 171.94 лева, а след вливането се очаква тя да се увеличи до 1 198 052 962.94 лева, съответно справедливата цена на една акция се очаква да остане непроменена - 7.57 лева на акция.

Приемащото дружество е емитирало варанти, което следва да се възприема от потенциалните и настоящи акционери на дружеството като съществено основание да очакват бъдещо увеличение на капитала и съответно увеличение на броя акции в обращение, което може да има значителен ефект върху счетоводната стойност на една акция в бъдеще. Този ефект не може да бъде оценен надеждно към датата на изготвяне на настоящата оценка[5].

Няма друга информация за цените на акциите, която да е съществена, извън посоченото в т. 11.5.5.

Част II. Разяснение на извършената оценка

Точка 11. Обосновка за използваните методи

Информацията по-долу е предоставена в изпълнение на изискванията на чл. 7, ал. 1-3 от Наредба 41 на КФН.

Метод на пазарните аналози

Този метод е един от двата метода от групата на „пазарните множители", заедно с метода на „транзакционните множители". Методът на транзакционните множители е основно приложим към сделки по сливания и придобивания, като при него фокусът е основно върху сделки от определен тип в определен времеви хоризонт за даден географски регион, съответно при него съпоставимостта по финансови параметри (активи, приходи, печалба, капитал и т.н.) се използват единствено при определяне на относителна тежест на конкретната сделка в изчисленията. Този метод не попада в обхвата на приемливите методи по Наредба №41 на КФН, поради което се разглежда единствено методът на пазарните аналози от тази група методи.

Методът на пазарните аналози отразява в най-висока степен пазарна информация включително очаквано развитие на самото дружество и алтернативни инвестиции в близки аналози/конкуренти на дружеството. Същевременно доколкото дружеството се оценява въз основа на консолидирани отчети, то съществува несигурност по отношение на съпоставка с емитенти, които публикуват индивидуални данни. Съществуват и

[5] В точка 14 е предоставена допълнителна индикативна информация за потенциалния ефект от упражняване на варантите върху стойността на една акция.

определени ограничения при използването на метод „последни 12 месеца" за целите на определяне на някои финансови измерители (конкретно, приходи и печалба и производни от тях коефициенти).

Също така методът на пазарните аналози има ограничена приложимост за дружества извън големи пазари (САЩ, Великобритания, Западна Европа и Япония), доколкото броят потенциални аналози обикновено е ограничен, и това води до по-ниска представителност на резултата от оценката.

Тези положителни и отрицателни фактори са взети под внимание при определяне на крайната оценка, като на метода е дадено тегло над минимално допустимото (20%), но чувствително под максимално допустимото при прилагане на три метода (60%, доколкото всеки метод има минимално допустимо тегло от 20%), и конкретно е избрана стойност, която е малко по-висока от 1/3, 35%.

Метод на нетната (и коригираната нетна) стойност на активите

Методът на нетна стойност на активите отразява историческа финансова информация и в този смисъл в най-висока степен предоставя точна информация към определен исторически момент. Доколкото дружеството ще погълне дъщерно дружество, което е обект на консолидация и към настоящата дата, и дъщерното дружество ще прекрати съществуването си като отделен стопански субект при вливането, на или около тази бъдеща дата ще бъде извършено ефективна прехвърляне на всички активи и пасиви на дъщерното дружество в приемащото дружество по справедлива стойност.

Същевременно, при този метод има значителни ограничения, доколкото дори неговия по-съвременен вариант (метод на коригираната нетна стойност на активите) се базира основно върху финансова информация и в ограничена степен върху правна (основно във връзка със скрити пасиви) информация, но не и върху техническа информация, която може да има съществен ефект (например необходимост от бъдещи инвестиции във връзка с остарели технологии, дори когато активите не са амортизирани в значителна степен). Допълнително нефинансова информация, която е съществена (напр. относно устойчиво развитие) не намира отражение в оценката, дори когато пазарът реално я отразява в цената.

Тъй като този метод нито отчита пазарна информация (за разлика от метода на аналозите), нито отчита очакваното бъдещо развитие (за разлика от метода на паричните потоци), той е с най-ниска степен на представителност, и конкретно е избрана стойност, която е малко по-ниска от 1/3, 30%.

Методи от групата на дисконтираните парични потоци

По отношение на методите от групата на дисконтираните парични потоци, следва да се отчете следното:

(а) при сделки за вливане (merger) или придобиване (acquisition) преобразуващото се дружество прекратява съществуването си като правен субект, а за придобиващото дружество не е изпълнена хипотезата, че минали финансови данни са показателни за бъдещо представяне, доколкото настъпва съществена промяна в бизнес комбинацията[6] и в този смисъл, за него не може да бъде извършвана прогноза за бъдещ период на индивидуална база. Същевременно доколкото преобразуващото се дружество и приемащото дружество като дружество-майка са обект на консолидация и към настоящия момент, може да бъде извършвана прогноза за бъдещ период на консолидирана основа за приемащото дружество със запазване на съпоставимост с минали периоди;

(б) при избора на конкретен модел от групата на дисконтираните парични потоци, е взето под внимание, че дружеството-майка не е разпределяло дивидент през последните 3 години, и моделът на дисконтираните дивиденти (DDM) не е приложим;

(в) в допълнение на изложеното в букви (а) – (б) по-горе, е взета под внимание следната синтезирана информация по отношение на моделите FCFE и FCFF:

Ключови аспекти	**Свободен паричен поток за дружеството (FCFF)**	**Свободен паричен поток за капитала (FCFE)**	**Анализ в контекста на Софарма**
Какви парични потоци обхваща	Паричните потоци са достъпни за всички инвеститори (капиталови и дългови) в дружеството.	Паричните потоци са достъпни само за акционерите.	Сделката представлява плащане с капиталови инструменти и кеш към лица, които не са непременно акционери на Софарма преди вливането. Поради това FCFE е с ограничена приложимост.
Левъридж	Паричните потоци без левъридж (unlevered) тъй като ефектът на левъридж не се разглежда	Парични потоци с левъридж, тъй като ефектът от левъридж е включен	Двата модела са равнопоставени
Какво измерва	Изчислява се стойността на предприятието	Изчислява се стойността на капитала	Тъй като се определя справедлива стойност на една акция, то FCFE моделът като директен измерител е за предпочитане пред FCFF модела.
Дисконтов фактор	Среднопретеглена цена на финансирането (както дългово, така и капиталово)	Цената на капитала	Производен фактор
Основно поле на приложимост	FCFF намира основно приложение като модел за определяне на	FCFE намира основно приложение като модел за определяне	Като правило FCFE е с по-ниска информативност, когато се използват

[6] Конкретно, визираме липса на регулаторен консенсус при прилагане на два конфликтиращи стандарта, относими към вливане при бизнес комбинация (среща от 22.12.2022 между IASB, EBA, ESMA и EFRAG).

	справедлива стойност на самата компания и е с по-широко поле на прилагане от FCFE.	на разполагаем паричен поток за плащания към акционери (напр. обратни изкупувания, дивиденти и др.)	консолидирани, а не индивидуални данни[7].

С отчитане на гореизложеното, оценяващите са избрали да използват модел FCFF въз основа на консолидирана прогноза за развитие на приемащото дружество (дружество-майка).

Макар методите на дисконтираните парични потоци да са широко разпространена практика в САЩ, следва да се отчетат редица критики по прилагането на тези методи в Европа.

Първо, с изключение на метода на дивидентите, другите два широко разпространени метода се базират изключително на терминология и начини на представяне, характерни за американските стандарти (US GAAP), които се отличават от приложимите стандарти в Европа (дори по отношение на форма и обхват, определени за публичните дружества, изготвящи консолидирани отчети в ЕС въз основа на Регламент (ЕС) 2023/2822 на Комисията от 19 декември 2023 година). Конкретно, определени финансови измерители като EBITDA (печалба преди лихви, данъци, амортизация и обезценка) и EBIT (печалба преди лихви и данъци) изискват официалните отчети на публичното дружество изрично да посочат как тези стойности се извеждат от изготвените в съответствие с Регламент (ЕС) 2023/1803 на Комисията от 13 септември 2023 финансови отчети, като не само получените стойности, но и методът за извеждането им подлежи на независим одит в рамките на одитиране на годишните отчети на публичното дружество. В този смисъл, позоваването на такива показатели, които не са изрично изведени от одитирани отчети и изрично потвърдени от одитор, не могат да бъдат приети за точни или показателни.

Второ, в ЕС протичат консултации със заинтересовани лица на тема „Отчет за паричните потоци и свързани проблеми" в работния си план за 2022-2026, и възможна замяна на отчета за паричните потоци с одитирана информация относно ликвидността и/или нетния дълг биха имали по-висока аналитична стойност.

Трето, в Европа е широко възприета (напр. за целите на InvestEurope) IPEV[8] методиката, която дава по-общи концептуални принципи за прилагане на модели от класа на паричните потоци (конкретно описаните в точки 3.7 и 3.8), например в точка 3.7 изрично

[7] Конкретно, капиталовите инструменти на дружеството-майка дават права по отношение на ресурси на самото дружество-майка, а не директни права и към всички дружествата от групата, попадащи в обхвата на консолидация. В рамките на проекта „капиталови инструменти с характеристики на капитал" (FICE), IASB е в процес на разработване на нови дефиниции за капиталови инструменти, които допълнително ограничават приложимостта на консолидирана информация за FCFE модел (конкретно по отношение на критериите от група „зависимост или независимост от собствени ресурси на дружеството").

[8] https://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202022.pdf

се указва възможността вместо парични потоци да се използват приходи (което е по-близко до практиките за финансово докладване в ЕС), докато в точка 3.8 е описана методология аналогична на използваното по настоящем в ЕС моделиране за дългови инструменти.

При използването на модели на паричните потоци е наложително използването на редица хипотези, което предполага т. нар. „критика на Фейнман" (в лекциите си Ричард Филипс Фейнман[9] отбелязва, че когато даден модел извежда закономерности, за да се достигне до конкретен прост краен резултат, броят на залегналите хипотези и допускания е значително по-голям и тези допускания са по-комплексни отколкото може да бъде описано в представянето на модела, и съответно всеки модел е единствено неточно и приблизително представяне на реалността). Конкретно, налице са имплицитни фактори като напр. поява на заместващи продукти в бъдеще, сливания и придобивания между конкуренти, чието възникване е с висока вероятност, но които не могат да бъдат моделирани надеждно, което води до неточност на прогнозите. Съществуват и експлицитни фактори, които моделът принципно не включва в обхвата си, конкретно нефинансова информация (ESG фактори), които определено влияят на цената за част от пазарните участници, и принципното изключване на такава нефинансова информация от модела го прави непълен.

Тези положителни и отрицателни фактори са взети под внимание при определяне на крайната оценка, като на метода е дадено тегло над минимално допустимото (20%), но чувствително под максимално допустимото при прилагане на три метода (60%, доколкото всеки метод има минимално допустимо тегло от 20%), и конкретно е избрана стойност, която е малко по-висока от 1/3, 35%.

Като бе взето под внимание изложеното по-горе, в съответствие с принципите на МСФО и изискванията на Наредба №41 на КФН справедливата цена на акция на дружеството е изготвена въз основа на <u>три оценъчни метода</u>.

За определяне на относителната тежест на всеки използван метод, оценяващите са взели под внимание и следната допълнителна информация, представена синтезирано:

Каскада на справедлива стойност (вж. бележка 11.5)	Наредба №41 на КФН	Подход при оценката на Софарма

[9] https://www.feynmanlectures.caltech.edu/

Ако капиталовите инструменти се търгуват активно на борсов пазар, то тяхната справедлива стойност е равна на борсовата цена „затваря" за деня, предхождащ датата на оценката.	Следва се принцип на претеглянето. Тежестите на методите са съобразени с тяхната приложимост.	Наредба 41 дава конкретно предписание справедливата стойност да се определи като среднопретеглена стойност между (а) пазарната цена за предходните 6 месеца и (б) среднопретеглената оценка по други методи. Отчитайки аргументацията, залегнала в каскадата за справедлива стойност, сме възприели водеща да е средната пазарна цена за предходните 6 месеца с максималната допустима тежест (80%), а оценката изготвена на база други методи да участва с най-ниската допустима тежест (20%).

С оглед на изложената по-горе информация са възприети следните тегла за всеки от трите използвани метода:

- Метод на нетната стойност на активите – 30%, доколкото методът отразява единствено „моментно" състояние на дружеството и не включва информация за перспективи, конкурентни и аналогични дружества и т.н.;
- Метод на пазарните аналози – 35%, доколкото методът дава възможност дружеството да бъде разгледано в контекста на своя бизнес модел в съпоставка с компании, работещи в сходен сектор, със сходни активи и сходни приходи. Тъй като този метод също дава моментна картина, той не е взет с по-високо тегло;
- Метод на дисконтираните парични потоци – 35%, доколкото методът в най-висока степен инкорпорира перспективите за развитие на дружеството. Тъй като този метод е в значителна степен прогноза на база настоящи данни за продължителен бъдещ период (поне 5 години), за него е приложима критиката на ЕБО за несигурност на бъдещи прогнози с хоризонт над 3 години за дружества, както и риска при дългосрочно прогнозиране на на условията на пазара (конкретно допускания за навлизане на конкуренти, промяна в регулаторни режими, навлизане на заместващи продукти за основни продукти на дружеството и други фактори), съответно затова този метод не присъства с по-високо тегло.

Точка 11.1. Характеристики на оценяваното дружество

Точка 11.1.1. Особеностите на дейността

Дружеството е с предмет на дейност: производство на медикаменти и химико-фармацевтични препарати, търговия в страната и чужбина, научно-изследователска дейност в областта на фитохимията, химията и фармацията.

Основната дейност на дружеството като консолидиращо група от предприятия, съгласно доклада за дейността е концентриран във фармацевтичния сектор, с изключение на отделни дружества, чийто предмет на дейност е и в областта на инвестициите в ценни книжа.

В качеството си на дружеството-майка, оценяваното дружество притежава разрешение за производство на лекарствени средства/внос № BG/MIA-0384 от 28.06.2023 г., издадено от Изпълнителната агенция по лекарствата (ИАЛ).

Предметът на дейност на дружествата, консолидирани от оценяваното дружество е както следва:

- Софарма АД - производство и търговия на лекарствени субстанции (активни съставки) и лекарствени форми; научно-изследователска и инженерно-внедрителска дейност в областта на лекарствените средства;
- Софарма Трейдинг АД - търговия с фармацевтични продукти;
- Фармалогистика АД - вторична опаковка на фармацевтични продукти и отдаване под наем на недвижими имоти;
- Електронкомерс ЕООД - търговия, транспортиране и разфасовка на радиоактивни материали и ядрена техника за медицината, битова електроника и електротехника;
- Фито Палаузово АД – производство, събиране, изкупуване, добив и реализация на билки и лечебни растения;
- Вета Фарма АД - производство на лекарствени, нелекарствени и други продукти;
- Софармаси ЕООД – франчайзинг, ноу-хау, наемане на имоти, търговия и други;
- Софармаси 2 ЕООД - Софармаси 62 ЕООД (с изключение на Софармаси 6 ЕООД) – търговия на дребно с лекарствени продукти;
- Софармаси 6 ЕООД – онлайн и офлайн търговия на дребно с лекарствени продукти;
- Софармаси 63 ЕАД и Софармаси 64 АД - търговия на дребно с лекарствени продукти, франчайзинг и други услуги;
- ПАО Витамини, Украйна - производство и търговия на фармацевтични продукти;
- ООО Софарма Украйна, Украйна - търговия с фармацевтични продукти и изследване на пазара и общественото мнение;
- Софарма Трейдинг Д.о.о. - търговия на едро с лекарствени продукти;
- Софарма Поланд З.О.О, Полша, в ликвидация - изследване на пазара и общественото мнение;
- Софарма Варшава СП. З.О.О, Полша - търговия на едро с фармацевтични и медицински стоки и изследване на пазара и общественото мнение;
- ТОО Софарма Казахстан, Казахстан - търговия с фармацевтични продукти;
- Фармахим ЕООД, Сърбия – консултантска дейност.

На 23.08.2023 г. в Търговския регистър към Агенцията по вписванията е вписано вливането на Биофарм Инженеринг в Софарма АД. Вливането на Биофарм Инженеринг АД (преобразуващо се дружество) в комапнията-майка Софарма АД (приемащо

дружество) е реализирано чрез правната форма на преобразуване, регламентирана в Търговския закон. В резултат на сделката цялото имущество на Биофарм Инженеринг АД преминава в Софарма АД, а Биофарм Инженеринг АД се прекратява без ликвидация.

На 13.10.2023 г.е регистрирано дъщерно дружество в Русия със 100% собственост на Софарма АД от капитала на новоучреденото дружество.

На 10.11.2023 г. Софарма АД придобива 25 % от капитала на Pharmanova d.o.o., Сърбия.

Във връзка с наличието на консолидация и на юридически лица, попадащи в обхвата на консолидация, както от държави в ЕС (Полша), така и в държави извън ЕС (Украйна, Молдова, Сърбия, Република Северна Македония, Русия), при последващия анализ е обърнато особено внимание на допълнителните бележки към консолидирания финансов отчет, като е извършен и анализ на консолидационните пакети на отделните дружества в рамките на този анализ.

Точка 11.1.2. Обща стойност на активи и пасиви по баланс

По-долу е предоставена историческа информация за активите, пасивите и собствения капитал на оценяваната компания:

Отчет за финансовото състояние	Софарма АД						
	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	30.09.2023	%Δ 2022 / 2021	%Δ 2021 / 2020	%Δ Q3 2023 / Q3 2022
Активи	1 253 978	1 204 978	1 242 112	1 439 574	4.1%	-3.0%	14.8%
Собствен капитал	716 634	658 868	566 595	731 385	8.8%	16.3%	1.3%
Пасиви	537 344	546 110	675 517	708 189	-1.6%	-19.2%	33.2%
Текущи пасиви	407 346	423 892	544 451	575 297	-3.9%	-22.1%	47.3%

Източник: изчисления на СИС, одитирани консолидирани ГФО за 2020-2022г, неодитирани междинни консолидирани отчети към 30.09.2023г. и 30.09.2022г.

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

Поради липсата на значителна волатилност, считаме, че финансови коефициенти, използващи в знаменател активи имат представителност и информативност.

Точка 11.1.3. Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите

Силни страни	*Слаби страни*
• *Дългодишен опит във всички сфери на фармацията – от разработването на собствени и генерични лекарствени субстанции, до тяхното производство и дистрибуция;* • *Стабилни пазарни позиция в Източна Европа;* • *Модерна производствена база, която отговаря на най-високите Европейски стандарти;* • *Синергии, породени от междуфирмените операции в Групата;*	• *Слаба популярност на продуктите извън основните пазари;* • *Част от консолидираните приходите се генерират от продажби на държавни болници, което прави Групата зависима от политически решения;* • *Производство на предимно генерични лекарства, които се характеризират с ниска добавена стойност за разлика от оригиналните форми;* • *Зависимост на Групата от дистрибуторския бизнес на Софарма Трейдинг АД;*