

## **ЧАСТ II – ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

## СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА .....	4
1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ .....	4
1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ .....	4
1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ .....	4
1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ .....	4
1.5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ .....	4
1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО .....	5
1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ .....	5
1.8. 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 .....	5
1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ .....	5
1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА СЪЩЕСТВЕНА .....	6
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА .....	7
2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД .....	7
2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО .....	7
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ .....	7
2.2.2. ВЗЕМАНИЯ .....	9
2.2.3. ЗАДЪЛЖЕНИЯ .....	9
2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ .....	9
2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ .....	11
2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО .....	12
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ .....	14
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ .....	15
4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ .....	15
4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ .....	15
4.1.2. ПРИХОДИ .....	16
4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ .....	17
4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ .....	18
4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ .....	18
4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ .....	19
4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (g) .....	23
4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ .....	23
4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ .....	24
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ .....	24
5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ .....	24
5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА .....	26
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ .....	26
7. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА .....	27
8. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО .....	27
9. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ .....	28
10. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ .....	28
11. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ .....	28

## 1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

### 1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ

Цената, предложена от търговия предложител е в размер на 41,93 лв.

### 1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Справедливата цена на акциите в определена на база чл. 6, ал. 1 от Наредба 41 на КФН и е равна на тяхната ликвидационна стойност, понеже последната е по-висока от стойността на акциите, определена съгласно посочените в чл. 5 от Наредба 41 методи.

### 1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ, ИЗЧИСЛЕНА СЪГЛАСНО ВСЕКИ МЕТОД И ТЕГЛОТО НА ВСЕКИ МЕТОД ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	26,741 лв	50%
Нетна стойност на активите	23,949 лв	50%
<b>Справедлива цена</b>	<b>25,345 лв</b>	<b>100%</b>
<b>Ликвидационна стойност</b>	<b>41,93 лв</b>	<b>-</b>

Ликвидационната стойност на 1 акция на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД е изчислена от независимия експерт на **41,93 лева (четиридесет и един лева и деветдесет и три стотинки)**.

### 1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, като неоперативни активи на Дружеството може да се разглеждат част от притежаваните от него терени (ПИ с идентификатор № 68134.511.18 430, ПИ с идентификатор № 68134.511.1453, ПИ с идентификатор № 68134.511.1432 10263 и ПИ с идентификатор № 68134.511.15, описани подробно в Приложение 1 към Оценителски доклад № 202011026166.AR-01, в който е определена ликвидационната стойност на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, приложен към тази обосновка), както и притежаван от Дружеството апартамент в гр. София ,ул. Суходолска №2 с площ 54.46 кв. м. Общата стойност на тези неоперативни активи съгласно цитирания по-горе Оценителски доклад е 1 821 348 лв.

### 1.5. СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

Акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД се търгуват на Алтернативен пазар (BaSe Market) организиран от „Българска фондова борса“ АД (БФБ). За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на предложението (от 9 юни 2020 г. до 9 декември 2020 г.) са изтъргувани 5 574 акции на дружеството на обща стойност 162 397,80 лева. Доколкото датата на обосновката съвпада с последната дата преди регистрацията на Предложението в КФН, то средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на обосновката съвпада със средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на регистрацията на Предложението в КФН.

При изчислението на средната претеглена цена на акциите на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД за предходния 6-месечен период, са отчетени всички сделки с акциите на Дружеството.

Таблица 1: Данни за търговията с акциите на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД

Последна цена на затваряне на акциите – лв.	27,00
Брой изтъргувани акции	5 574
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на обосновката – лв.	29,13
Най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.	30,00

**1.6. ИНФОРМАЦИЯ, НЕОБХОДИМА ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО**

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, не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 237 588 броя акции, а 0,01% от него се равнява на 24 броя акции.

Също така е необходимо през предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции за периода да са сключвани сделки с акции на дружеството през не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по–малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни е не по – малко от пет.

Общият брой изтъргувани акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД за разглеждания период е 5 574 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 42,87 броя (изчислен на база 130 борсови сесии за периода). Следователно е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 130 търговски сесии, акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 6 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б”, б. „бб” от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 6 от Наредба 41.

**1.7. ИНФОРМАЦИЯ ДАЛИ ПРЕЗ ПОСЛЕДНИТЕ 12 МЕСЕЦА Е ИЗГОТВЯНА И ПУБЛИЧНО ОПОВЕСТЕНА ОЦЕНКА НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ НЕЗАВИСИМ ОЦЕНИТЕЛ**

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на Дружеството от независим оценител. Съгласно изискванията на Наредба 41 е направена ликвидационна оценка на Дружеството от независим оценител, която е приложена към търговото предложение и ще бъде оповестена като част от него. Прилагайки утвърдена методика, ликвидационната стойност на 1 акция на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД е изчислена от независимия експерт на **41,93 лева (четиридесет и един лева и деветдесет и три стотинки) на акция.**

Ликвидационната стойност надвишава цената на акциите, определена по реда на чл. 5 от Наредба № 41, поради което се взема предвид при определянето на справедливата цена по търговото предложение.

**1.8. 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 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.

**1.9. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ**

Обосновката е извършена към 09 декември 2020 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на търговото предложение.

**1.10. ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ, КОЯТО ЗАЯВИТЕЛЯТ СМЯТА ЗА  
СЪЩЕСТВЕНА**

Търговият предложител смята, че не съществува друга съществена информация за акциите и цените им, освен представената в тази обосновка.

## 2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

### 2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

„КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД се създава през 1947 г. под името ДИП „Георги Кирков“ чрез обединяването на национализираните предприятия ДИП „Парен котел“ и ДИП „Пиперков Сие Цорна“. През 1951 г. към него се присъединява ДИП „Котел“. Предметът на дейност е производство на парни котли, цистерни, резервоари, тръби и други метални конструкции. От 1964 г. предприятието се нарича Котлостроителен завод „Георги Кирков“. През периода 1980 – 1985 г. е извършена генерална реконструкция, модернизация и разширение на завода, като е построен нов цех, в който е монтирана технологична линия за производство на газоплътни тръбни мембранни панели с марката на германската компания Вабсокс. По същото време заводът е на пряко подчинение на Министерство на машиностроенето.

„КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД е вписано в търговският регистър към Агенция по вписванията на 10.05.2008 г. с ЕИК 121117602 и капитал в размер на 237 588 лева.

„КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД е публично дружество съгласно Закона за публично предлагане на ценни книжа. Акциите на Дружеството са обикновени, безналични и свободно прехвърляеми ценни книжа, които се предлагат публично и се търгуват свободно на Алтернативния пазар на БФБ.

Вписания в Търговския регистър предмет на дейност на дружеството е следния: *производство и монтаж на парни и водогрейни котли, резервоари и съдове под налягане, газоплътни тръбни, мембранни панели, горещо шамповани дъна, елиптичен и сферичен профил, метални конструкции, производство и монтаж на технологично оборудване, инженерингова, транспортна и ремонтна дейност, продажба на стоки от собствено производство, търговско представителство и посредничество, лицензионна и лизингова дейност, отдаване под наем на недвижими имоти, машини и съоръжения, както и всякакви дейности и сделки, незабранени със закон.*

### 2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО

Обичайните приходи на Дружеството включват приходи от продажби на продукция, материали, услуги, както и от отдаване под наем на част от имотите на Дружеството.

Продукцията на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД включва производството на котли, нестандартно оборудване и резервни части. Значителна част от тази дейност се осъществява като подизпълнител на свързаното дружество „Бългериън Бойлер Технолоджис“ ООД.

Дружеството отдава под наем свободни собствени имоти на различни търговци, включително и свързани лица. Договори се сключват за срок от една, три или пет години.

Финансовата информация за „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, представена по-долу, включва данни за последните три финансови години, както и актуална финансова информация на базата на последния публикуван финансов отчет и е извлечена от годишните и междинните финансови отчети, изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти.

#### 2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица 2: Активи на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

АКТИВИ /в хил. лв./	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020-3Q г.
<b>НЕТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>4 778</b>	<b>4 670</b>	<b>4 574</b>	<b>4 456</b>
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	3 842	3 735	3 639	3 681
Земи и сгради	2 634	2 592	2 550	2 633
Машини и съоръжения	1 177	1 116	1 075	1 041
Оборудване и други активи	31	27	14	7
Дългосрочни финансови активи	347	346	346	186
Дългосрочни вземания	589	589	589	589
<b>Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>2 708</b>	<b>2 832</b>	<b>2 829</b>	<b>3 376</b>
Материални запаси	850	871	735	949
Търговски и други краткосрочни вземания	1 635	1 945	1 660	1 903
Парични средства и парични еквиваленти	220	13	36	52
Разходи за бъдещи периоди	3	3	398	472
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>7 486</b>	<b>7 502</b>	<b>7 403</b>	<b>7 832</b>

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Нетекущите активи през анализирания период бележат минимално намаление, като от 4 778 хил. лв. за 2017 г размерът им намалява на 4 456 хил. лв. към 30.09.2020 г.

Дружеството притежава дълготрайни материални активи в размер на 3 681 хил. лв. към 30.06.2020 г. Балансовата група от тези активи намалява през целия анализиран период като за 2017 г. са в размер на 3 842 хил. лв.

Дружеството притежава земи, които през целия анализиран период са в размер на 2 401 хил. лв.

Дружеството притежава сгради, които към 30.09.2020 г. са на стойност 233 хил. лв. През анализирания период в това балансово перо се бележи увеличение вследствие на извършени ремонтни дейности, които са капитализирани.

По баланс, дружеството притежава машини и съоръжения, които намаляват през целия анализиран период вследствие на начислената за съответния период амортизация. По-голямата част от машините и съоръженията са физически и морално остарели.

При първоначалното им придобиване имотите, машините и оборудването се оценяват по цена на придобиване, която включва покупната цена и всички преки разходи, необходими за привеждане на актива в настоящия им вид и местонахождение.

След първоначалното им придобиване, ДМА се оценяват по цена на придобиване, намалена с натрупаните амортизации и евентуалните загуби от обезценка.

Дружеството използва линеен метод на амортизация на дълготрайните материални активи. Земята не се амортизира. Полезният живот по групи активи е определен в съответствие с физическото износване, спецификата на оборудването, бъдещите намерения за употреба и с предполагаемото морално остаряване.

*Таблица 3: Собствен капитал и пасиви на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД*

<b>ПАСИВИ /в хил. лв./</b>	<b>2017 г.</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020-3Q г.</b>
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>	<b>5 856</b>	<b>5 861</b>	<b>5 784</b>	<b>5 690</b>
Основен капитал	238	238	238	238
Резерви	5 348	5 348	5 348	5 348
Неразпределена печалба/загуба	261	270	275	198
Текуща печалба/загуба	9	5	-77	-94
<b>НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>621</b>	<b>611</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>1 009</b>	<b>1 030</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>
<b>Текущи задължения</b>	<b>1 009</b>	<b>1 030</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>
<u>в т. ч. търговски задължения</u>	559	562	1 338	1 689
<u>в т. ч. задължения към персонала и за осигуровки</u>	59	100	81	91
<u>в т. ч. данъчни задължения</u>	75	73	23	114
<u>в т. ч. други</u>	316	295	177	248
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>1 630</b>	<b>1 641</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ</b>	<b>7 486</b>	<b>7 502</b>	<b>7 403</b>	<b>7 832</b>

Собственият капитал на Дружеството се формира от основен капитал, резерви и финансов резултат. Отчетеният размер на собствения капитал към 30.09.2020 г. е положителен и е в размер на 5 690 хил. лв. и е по-малък в сравнение с неговата стойност към 31.12.2019 г. – 5 856 хил. лева. Основният капитал на Дружеството към датата на оценката е в размер на 238 хил. лв. и остава постоянен през целия анализиран период.

Резервите са в размер на 5 348 хил. лв. Не се променят през целия анализиран период. По естеството си се формират от:

- Резерви от последващи оценки на активи в размер на 3 746 хил. лв., които остават непроменени през целия анализиран период. Преоценъчният резерв е формиран на база извършените преоценки на дълготрайните активи.
- Целеви резерви – общият размер възлиза на 1 602 хил. лв., който остава без промяна през целия анализиран период. По естеството си представляват общи резерви в размер на 59 хил. лв. и 1 543 хил. лв. други резерви. Законните резерви са формирани от разпределение на печалбата в предходни години. Те са в размер на законовия минимум от 10 на сто от регистрирания акционерен капитал.

През анализирания период дружеството реализира отрицателен финансов резултат. Натрупаната

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

печалба е в размер на 198 хил. лв. Текущият финансов резултат е загуба към 30.09.2020 г. която възлиза на минус 94 хил. лв.

Към 30 септември 2020 г. “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД няма дългосрочни задължения.

**2.2.2. Вземания**

Вземанията на Дружеството включват вземания от доставчици и клиенти и други вземания. Първите са с незначителна стойност и включват основно дължимите, но неплатени към края на периода приходи от наеми. Другите вземания включват вземания по главници и лихви от дебитори и са сравнително постоянни като размер. Анализът на вземанията показва, че Дружеството няма несъбираеми вземания.

**2.2.3. Задължения**

Пасивите на Дружеството включват основно текущи задължения (към доставчици и клиенти, свързани лица, персонал, социалното осигуряване, данъчни и други задължения).

*Таблица 4: Задължения на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД*

<b>ПАСИВИ /в хил. лв./</b>	<b>2017 г.</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020-3Q г.</b>
<b>ТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>1 009</b>	<b>1 030</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>
<b>Текущи задължения</b>	<b>1 009</b>	<b>1 030</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>
в т. ч. <u>търговски задължения</u>	559	562	1 338	1 689
в т. ч. <u>задължения към персонала и за осигуровки</u>	<b>59</b>	<b>100</b>	<b>81</b>	<b>91</b>
в т. ч. <u>данъчни задължения</u>	75	73	23	114
в т. ч. <u>други</u>	<b>316</b>	<b>295</b>	177	248
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>1 630</b>	<b>1 641</b>	<b>1 619</b>	<b>2 142</b>

По отношение на текущите търговски задължения на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура на годишна база и те са в рамките на обичайните за дейността.

**2.2.4. Приходи и разходи**

Обичайните приходи на Дружеството включват приходи от продажби на продукцията (котли, нестандартно оборудване и резервни части); материали, услуги, както и от отдаване под наем на част от имотите на Дружеството.

*Таблица 5: Приходи от продажби на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД*

<b>ПРИХОДИ /в хил. лв./</b>	<b>2017 г.</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020-3Q (TTM) г.</b>
<b>ПРИХОДИ ПРОДАЖБА ПРОДУКЦИЯ</b>	<b>1 973</b>	<b>1 479</b>	<b>1 045</b>	<b>1 043</b>
годишно изменение	-	-25,04%	-29,34%	-
<b>НАЕМИ</b>	<b>673</b>	<b>667</b>	<b>705</b>	<b>781</b>
годишно изменение	-	-0,89%	5,70%	-
<b>УСЛУГИ</b>	<b>125</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>104</b>
годишно изменение	-	-19,20%	0,00%	-
<b>ДРУГИ ПРИХОДИ</b>	<b>281</b>	<b>483</b>	<b>425</b>	<b>544</b>
годишно изменение	-	-	-12,01%	-
<b>ОБЩО ПРИХОДИ</b>	<b>3 052</b>	<b>2 730</b>	<b>2 276</b>	<b>2 472</b>
годишно изменение	-	-10,55%	-16,63%	-

През разглеждания период оперативните разходи на Дружеството включват основно разходи за материали, персонал и амортизация и са сравнително постоянни в рамките на периода.



**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "КОТЛОСТРОЕНЕ" АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Таблица 5: Оперативни разходи на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

<b>РАЗХОДИ</b>	<b>2017 г.</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020-3Q (TTM) г.</b>
<b>Продажби</b>	<b>3 052</b>	<b>2 730</b>	<b>2 276</b>	<b>2 472</b>
<i>годишно изменение</i>	-	-10,55%	-16,63%	-
Разходи за материали	750	433	345	249
<i>годишно изменение</i>		-42,27%	-20,32%	-
<i>дял от продажбите</i>	24,57%	15,86%	15,16%	10,07%
Разходи за външни услуги и други разходи	873	771	628	457
<i>годишно изменение</i>		-11,68%	-18,55%	-
<i>дял от продажбите</i>	28,60%	28,24%	27,59%	18,49%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	834	988	1 031	1 045
<i>годишно изменение</i>		18,47%	4,35%	-
<i>дял от продажбите</i>	27,33%	36,19%	45,30%	42,27%
Изменение на запасите	232	-10	94	93
<i>годишно изменение</i>		-104,31%	-1040,00%	-
<i>дял от продажбите</i>	7,60%	-0,37%	4,13%	3,76%
Отчетна стойност на продадените материали и стоки	218	418	143	254
<i>годишно изменение</i>		91,74%	-65,79%	-
<i>дял от продажбите</i>	7,14%	15,31%	6,28%	10,28%
<b>ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ</b>	<b>2 907</b>	<b>2 600</b>	<b>2 241</b>	<b>2 098</b>
<i>годишно изменение</i>		-10,56%	-13,81%	-
<i>дял от продажбите</i>	95,25%	95,24%	98,46%	84,87%

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "КОТЛОСТРОЕНЕ" АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

**2.2.5. Финансови коефициенти**

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани неконсолидирани финансови отчети за 2017, 2018 и 2019 г. и междинните неодитирани неконсолидирани финансови отчети към 30 септември 2020 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти. Предложителят смята, че не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от него или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

Таблица 6: Систематизирана финансова информация за „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

Финансови данни и коефициенти (неконсолидирана база)	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020-3Q г.
<b>1. Данни от отчета за доходите (на 12 месечна база):</b>				
1.1. нетни приходи от продажби;	3 052	2 730	2 276	2 472
1.2. оперативни разходи;	2 907	2 600	2 241	2 098
1.3. печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА) (=1.1. - 1.2.)	145	130	35	374
1.4. разходи за амортизация	129	118	103	101
1.5 печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.- 1.4.)	16	12	-68	273
1.6. финансови приходи;	29	30	29	29
1.7. финансови разходи;	36	37	38	195
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.5.+1.6.-1.7.)	9	5	-77	107
1.9. данъци;	0	0	0	0
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	9	5	-77	107
<b>2. Данни от счетоводния баланс:</b>				
2.1. парични средства;	220	13	36	52
2.2. краткосрочни финансови активи;	-	-	-	-
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	1 638	1 948	2 058	2 375
2.4. материални запаси;	850	871	735	949
2.5. краткосрочни задължения	1 009	1 030	1 619	2 142
2.6. краткосрочен дълг	-	-	-	-
2.7. дългосрочен дълг	-	-	-	-
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	1 479	1 789	1 174	1 182
2.9. обща стойност на активите;	7 486	7 502	7 403	7 832
2.10. обща стойност на пасивите;	1 630	1 641	1 619	2 142
2.11. обща стойност на собствения капитал;	5 856	5 861	5 784	5 690
2.12. брой акции	237 588	237 588	237 588	237 588
<b>3. Финансови коефициенти</b>				
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	0,15%	0,09%	-1,33%	1,88%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5.*(1-10%)/2.9.)	0,19%	0,14%	-0,83%	3,14%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	0,29%	0,18%	-3,38%	4,33%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	0,29%	0,18%	-3,38%	4,33%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	8,90%	7,92%	2,16%	17,46%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	1,84	1,90	1,29	1,13
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	2,68	2,75	1,75	1,58
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0,41	0,36	0,31	0,32
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	1,86	1,40	1,11	1,04
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	24,648 лв	24,669 лв	24,345 лв	23,949 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	0,038 лв	0,021 лв	-0,324 лв	0,450 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	12,846 лв	11,490 лв	9,580 лв	10,405 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0,00	0,00	0,00	0,00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0,00 лв	0,0000 лв	0,00 лв	0,00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;		0,21%	-1,32%	5,79%
3.18. Темп на растеж на продажбите;		-10,55%	-16,63%	8,61%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;		-44,74%	-1642,86%	-238,89%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	1,28	1,28	1,28	1,38
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0,00	0,00	0,00	0,00
3.22. заеман/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0,00	0,00	0,00	0,00
3.23. цена на затваряне* към дата	14,000 лв 4.12.2017	15,000 лв 26.10.2018	15,000 лв 3.12.2019	27,000 лв 30.9.2020
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	368,42	714,29	-46,30	60,00
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0,57	0,61	0,62	1,13
3.26. коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	1,09	1,31	1,57	2,59

### **2.3. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО**

В настоящия момент в почти всички региони на света е широко разпространена глобалната пандемия от тежък остър респираторен синдром COVID-19, причинен от коронавируса SARS-CoV-2. Както вирусът, така и болестите, които причинява, са сравнително нови, за момента липсва ефективно лечение и ваксините срещу него тепърва ще се разработват.

Въпреки че COVID-19 все още се разпространява активно и е трудно да се оцени окончателното отражение на пандемията, на този етап е ясно, че тя ще се отрази на живота на голяма част от населението и ще има значителни ефекти.

Коронавирусът атакува световната икономика в период на слаб икономически растеж, висок риск от рецесия, високо равнище на суверенния дълг в много от водещите икономики в света и изчерпани монетарни инструменти за насърчаване на растежа. Всичко това се случи през първото тримесечие на годината, което традиционно е по-слабо икономически. Няма никакво съмнение, че световната икономика ще навлезе в рецесия. Не се знае колко дълбока и колко дълга ще е тя.

Прогнозата е реалният БВП през 2020 г. да се понижи с 3%, като през второто полугодие се очаква частично подобрение на икономическата активност в страната. Очаква се до края на годината потреблението на домакинствата да продължи да се понижава под влияние на повишената несигурност и по-слабото нарастване на доходите. Спадът на частното потребление за цялата 2020 г. ще се ограничи до близо -1% след достигнатите -4% през второ тримесечие, когато бяха наложени ограничителни мерки срещу разпространението на COVID-19. В същото време се очаква публичните разходи както за потребление, така и за инвестиции, да продължат да нарастват и да допринесат положително за динамиката на БВП. Частните инвестиции ще останат потиснати и през втората половина на 2020 г., поради несигурната среда и слабото търсене.

Спадът на световната и най-вече на европейската икономика ще доведе до годишно понижение на износа на стоки и услуги. Безпрецедентните мерки, които бяха въведени в много държави през второто тримесечие, се отразиха съществено на износа на транспортни и туристически услуги. Предвид факта, че не се наблюдава трайна тенденция на затихващо разпространение на вируса, се очаква износът на услуги, и в частност на туристически услуги, да остане потиснат.

През 2020 г., според МФ спадът на реалния износ на услуги ще достигне 30.2%, а общото понижение при стоки и услуги – 10.2%. Ограниченото търсене на стоки за експортно-ориентираните дейности, както и за потребление и инвестиции вътре в страната, ще предизвика и спад на вноса на стоки и услуги, който се оценява на 10.4%. В резултат общият принос на външния сектор към растежа на БВП ще бъде почти неутрален.

През 2021 г. очакваме растежът на БВП да достигне 2.5%. Потреблението на домакинствата ще се възстанови и ще надмине нивата от 2019 г., подкрепено от повишението на заетостта и разполагаемия доход. Спадът на инвестициите ще продължи, но с по-бавен темп. Инвестициите са компонентът, който ще се възстановява най-бавно. Вероятно те ще започнат да нарастват към края на 2021 г. и началото на 2022 г., когато инвеститорите усетят подобрението на икономическата среда по отношение на потреблението и външното търсене. Очакваното благоприятно развитие в основните ни търговски партньори ще доведе до пълно възстановяване на износа на стоки през 2021 г. Прогнозата е той да нарасне с 5.6% и да надвиши нивото си от 2019 г. по постоянни цени. Същевременно износът на услуги ще остане под предкризисните нива, въпреки очаквания съществения реален растеж от 15.2%. Основната причина е забавеното възстановяване на международните пътувания. Те са засегнати пряко от разпространението на вируса и очакваме, дори след овладяване на епидемичната ситуация, нанесените щети върху въздушния транспорт и опасенията на част от туристите да пътуват в чужбина да ограничават възстановяването. Вносът на стоки и услуги ще последва тенденциите във вътрешното търсене и износа, като нито при стоките, нито при услугите ще се наблюдава достигане на нивата от 2019 г. В резултат на по-бързото нарастване на износа спрямо вноса, нетният износ ще има положителен принос от 1.4 пр. п. към растежа на БВП през 2021 г.

Растежът на БВП ще се ускори до 3% през 2022 г. и 3.2% през 2023 г. Повишеното доверие сред потребителите и нарастването на доходите ще доведат до растеж на частното потребление от около 3%. В същото време поради предприемане на консолидационни мерки приносът на публичното потребление за растежа ще е по-слаб спрямо първите две години от прогнозния период. В последната прогноза година се очаква по-високо нарастване на публичните инвестиции, поради достигането на края на периода за усвояването на европейски средства по програмния период 2014-2020 г., както и очакванията за финализиране на инфраструктурни проекти. През 2022–2023 г. растежът на износа на стоки ще остане стабилен, в съответствие с развитието на външната среда.

Износът на услуги ще продължи да нараства с високи темпове в резултат на възстановяване доверието на чуждестранните туристи, дейността на туроператорите и авиопревозвачите. Вносът на стоки ще се ускори, подкрепен от по-високото вътрешно търсене.

Динамиката на пазара на труда през първата половина на 2020 г. бе силно повлияна от кризата, свързана с разпространението на COVID-19 и мерките за нейното ограничение. От средата на март до средата на май (периодът, през който бе в сила въведеното извънредно положение) беше отчетено бързо увеличаване на броя на безработните в страната. След преустановяване на извънредното положение броят на безработните започна да намалява. Тази тенденция се наблюдава без прекъсване до края на септември, най-вече заради относително високия брой лица, започнали работа на първичния пазар на труда.

Ограничителните мерки, свързани с COVID-19, допринесоха за намалението на заетостта през второто тримесечие на годината (с 3.3% на годишна база). С най-много намалена заетостта в някои икономически дейности на услугите (туризъм, търговия и транспорт), както и в добивната и преработваща промишленост.

През втората половина на годината се очаква неблагоприятното влияние на COVID-19 върху икономическата активност на предприятията да продължи, което от своя страна ще окаже негативно влияние и върху динамиката на пазара на труда. Коефициентът на безработица през третото тримесечие на 2020 г. вероятно ще е близък и малко под регистрирания през второто тримесечие на 2020 г., а през четвъртото тримесечие да продължи да се повишава. Така средногодишната стойност на коефициента на безработица (според НРС) се очаква да бъде 5.6%, което е с 0.6 пр. п. по-ниско от стойността в пролетната прогноза. В същото време средногодишният спад на заетостта се очаква да е около 2.6%, което е с 0.5 пр. п. по-голям спад в сравнение с пролетната прогноза. В резултат на това икономическата активност на населението намалява спрямо предходните години, като средногодишният коефициент на икономическа активност за 2020 г. се свива до 72.7% (за населението между 15 и 64 г.).

Очакванията за периода 2021–2023 г. са заетостта постепенно да започне да се възстановява, като за 2021 г. да се увеличи с 0.9%, а през 2022 г. да се ускори до 1.5% заедно с ускоряването на икономическия растеж в страната. Все пак достигане на броя на заетите, наблюдаван през предкризисната 2019 г., се очаква да се случи едва през първите месеци на 2023 г., когато годишният ръст на заетостта се прогнозира да е около 0.4%. През 2023 г. динамиката на заетостта в страната отново ще бъде повлияна от неблагоприятното демографско развитие, което се явява и основен ограничител за екстензивното увеличаване на трудовия ресурс при високо търсене.

Заедно с възстановяването на икономиката през 2021 г. се очаква коефициентът на безработица отново да възстанови низходящия си тренд, наблюдаван през преобладаващата част от последните десет години и средногодишната стойност на показателя за 2021 г. да намалее до 5.2% и до 4.6% през 2022 г. След това прогнозите ни са коефициентът на безработица да се стабилизира около достигнатото ниво през 2022 г. и по-нататъшните му намаления да са маргинални. През периода 2021–2023 г. икономическата активност на населението ще регистрира тенденция на постоянно увеличение, което ще се обуслови както от повишаващата се заетост (през 2021–2022 г.), така и от намалението на населението в трудоспособна възраст (2023 г.). През 2023 г. коефициентът на икономическа активност на населението ще достигне 76%. Това ще е исторически най-високата стойност на показателя.

През 2021 г. компенсацията на един нает ще се характеризира с ускорен темп на нарастване, който се очаква да достигне около 6%. Последното ще отразява ускорението на показателя както в частния сектор, така и ефектите от по-нататъшното увеличение на доходите в сектора на образованието, планираното ново увеличение на разходите за персонал в държавната администрация, в структурите, които са натоварени с дейности по овладяване на пандемията и последствията от нея, минималната работна заплата и др. Възходящото развитие на разглеждания показател ще продължи и през 2022–2023 г., като в края на прогнозния период се очаква да нараства с темп от около 7%.

В условията на запазване на нарастването на компенсацията на един нает за целия прогнозен период, номиналните разходи за труд на единица продукция (НРТЕП) ще продължат да се повишават. Най-висок темп се очаква през 2020 г., тъй като оптимизацията на разходите за труд в икономиката ще се осъществи преди всичко чрез намаление на заетостта, докато при динамиката на компенсацията на един нает беше отчетено единствено забавяне. С възстановяване на положителната динамика на производителността през 2021–2023 г., темпът на растеж на номиналните разходи за единица продукция ще започне да се забавя. Растежът на НРТЕП е оценен на 5.5% през 2020 г. и 4.4% за прогнозния период 2021–2023 г.

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Средногодишната инфлация за 2020 г. се прогнозира да бъде 1.4%. През следващата година нейната динамика ще е зависима от възстановяването на международните цени на суровините и на цените на петрола.

Увеличената несигурност през 2020 г. се отразява в по-висока склонност към спестяване, отлагане на разходи за дълготрайни стоки и в по-ниско търсене на кредити. Нарастването на вземанията от предприятия се очаква да бъде 0.6%, а от домакинствата - 5% през 2020 г. През следващата година търсенето на кредити ще се ускори, но при фирмите то ще бъде по-слабо изразено, поради очакваната за все още слаба инвестиционна активност в частния сектор.

В краткосрочен период рисковете пред прогнозата са отрицателни. Икономическото развитие зависи от динамиката на епидемичната обстановка както в страната, така и в глобален план, а все още не се очертава устойчиво решение за справяне с пандемията.

*Таблица 7: Основни макроикономически показатели за България за периода 2018 г. – 2023 г.*

<b>Индикатор</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020е г.</b>	<b>2021f г.</b>	<b>2022f г.</b>	<b>2023f г.</b>
Световна икономика, реален ръст (%)	3.6	2.9	-4.7	5.1	3.4	3.4
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	2.1	1.5	-8.3	5.8	2.6	2.4
Валутен курс USD/EUR	1.18	1.12	1.14	1.18	1.18	1.18
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	71.1	64.0	36.5	43.8	45.4	49.1
БВП, млн. лв.	109,734	119,772	119,089	124,540	130,976	137,701
БВП, реален ръст (%)	3.1	3.7	-3.0	2.5	3.0	3.2
Заетост, ръст в %	-0.1	0.3	-2.6	0.9	1.5	0.4
Безработица (% от работната сила)	5.2	4.2	5.6	5.2	4.6	4.6
Компенсации на един нает, ръст %	9.7	6.9	5.0	5.9	6.5	6.9
Дефлатор на БВП, %	4.0	5.3	2.5	2.0	2.0	2.0
Инфлация, средногодишна (%)	2.6	2.5	1.4	2.1	2.6	2.5
Текуща сметка (% от БВП)	1.0	3.0	3.1	3.9	4.2	3.4
Търговски баланс (% от БВП)	-4.8	-4.7	-1.7	-1.2	-1.3	-2.1
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.7	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9
Паричен показател МЗ, ръст в %	8.8	9.9	8.0	8.1	7.9	8.1
Кредити за фирми, ръст в %	7.7	9.9	0.6	1.9	3.8	4.6
Кредити за домакинства, ръст в %	11.2	9.5	5.0	5.6	6.7	6.9

*Забележка: Данните за периода 2021 г. – 2023г. са прогнозни, а тези за 2020 г. – предварителни.*

*Източник: Министерство на финансите (МФ)*

### 3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ

Съгласно Наредба № 41 на КФН 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 (Наредба № 41), справедливата цена на акция на действащо дружество е пропорционална част от стойността на дружеството, определена въз основа на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД са приложени следните критерии:

- Методите да отчитат текущото състояние на активите и капиталовата структура;
- Методите да дават достоверна представа за Дружеството като „действащо предприятие“ и възможностите му да генерира приходи;
- Методите да отчитат потенциалните бъдещи доходи за акционерите.

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД:

1. Метод на дисконтираните парични потоци, при използване на е модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2021 г. – 2026 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.

2. Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван междинен неконсолидиран финансов отчет на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД към 30.09.2020 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството.

#### 4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

При представянето на обосновката на предлаганата цена е използвано закръгление на междинните и крайните абсолютни и относителни стойности. Междинните абсолютни стойности в лева са закръглени до цяло число, а относителните (процентните) стойности – до втория знак след десетичната запетая. Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

Крайните стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая, каквато е и практиката за котиране на цени на БФБ.

##### 4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

###### 4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на стойността на парите във времето. Оценъчният метод на базата на стойността на парите във времето е принципен начин за определяне стойността на едно дружество чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци.

Оценката на Дружеството по този метод, се основава на допускането, че дисконтираната настояща стойност на бъдещите парични потоци с дисконтова норма, отразяваща потенциалния риск и съответно очакваната възвръщаемост на инвестицията, е най- надеждният индикатор за ефективността на оценявания обект.

Стойността на капитала на притежателите на обикновени акции е определена непряко, като стойността на дружеството като цяло е намалена с всички дългове и други законни претенции на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и е увеличена със стойността на паричните средства и краткосрочните финансови активи на Дружеството. Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обръщение.

Нетните парични потоци са изчислени, без да се вземат предвид паричните потоци, свързани с получаването на заеми и плащането на лихви по тях.

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

$$FCFF_i = NOPLAT_i + A_i - I_i \pm NWC_i$$

където:

FCFF<sub>i</sub> - нетни парични потоци на предприятието,

NOPLAT<sub>i</sub> - печалба преди финансови и извънредни операции и след данъци,

A<sub>i</sub> - разходи за амортизация,

I<sub>i</sub> - инвестиции в дълготрайни активи,

NWC<sub>i</sub> - изменение в нетния оборотен капитал.

За определяне на настоящата стойност на Дружеството, получените прогнозни стойности на нетните парични потоци за съответния период се привеждат към настоящия период с помощта на коефициент на дисконтиране по формулата:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC_i)^i} + \frac{P_n}{(1 + WACC_n)^n}$$

където:

V<sub>0</sub> – настоящата стойност на оценяваното предприятие,

FCFF<sub>i</sub> – бъдещ нетен паричен от дейността на Дружеството,

P<sub>n</sub> – терминална стойност,

WACC<sub>i</sub> – норма на дисконтиране (среднопретеглена цена на капитала),

i – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

**4.1.2. Приходи**

Историческа и прогнозна информация за приходите от продажби на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД е представена в таблицата по-долу:

*Таблица 8: Приходи на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД за периода 2017 г. –2026 г.*

<b>ПРИХОДИ /в хил. лв./</b>	<b>2017 г.</b>	<b>2018 г.</b>	<b>2019 г.</b>	<b>2020-3Q (TTM) г.</b>	<b>2020 г.</b>	<b>2021 г.</b>	<b>2022 г.</b>	<b>2023 г.</b>	<b>2024 г.</b>	<b>2025 г.</b>	<b>2026 г.</b>
<b>ПРИХОДИ ПРОДАЖБА ПРОДУКЦИЯ</b>	<b>1 973</b>	<b>1 479</b>	<b>1 045</b>	<b>1 043</b>	<b>1 055</b>	<b>1 066</b>	<b>1 077</b>	<b>1 087</b>	<b>1 098</b>	<b>1 109</b>	<b>1 120</b>
годишно изменение	-	-25,04%	-29,34%	-	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>НАЕМИ</b>	<b>673</b>	<b>667</b>	<b>705</b>	<b>781</b>	<b>790</b>	<b>869</b>	<b>938</b>	<b>985</b>	<b>1 024</b>	<b>1 055</b>	<b>1 076</b>
годишно изменение	-	-0,89%	5,70%	-	12,00%	10,00%	8,00%	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%
<b>УСЛУГИ</b>	<b>125</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>107</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>117</b>	<b>121</b>	<b>124</b>
годишно изменение	-	-19,20%	0,00%	-	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<b>ДРУГИ ПРИХОДИ</b>	<b>281</b>	<b>483</b>	<b>425</b>	<b>544</b>	<b>553</b>	<b>558</b>	<b>564</b>	<b>569</b>	<b>575</b>	<b>581</b>	<b>586</b>
годишно изменение	-	-	-12,01%	-	30,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
<b>ОБЩО ПРИХОДИ</b>	<b>3 052</b>	<b>2 730</b>	<b>2 276</b>	<b>2 472</b>	<b>2 502</b>	<b>2 600</b>	<b>2 689</b>	<b>2 755</b>	<b>2 815</b>	<b>2 866</b>	<b>2 907</b>
годишно изменение	-	-10,55%	-16,63%	-	9,91%	14,22%	3,42%	2,48%	2,15%	1,81%	1,45%

За разглеждания исторически период, „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД има приходи от продажби на продукция (котли, нестандартно оборудване и резервни части) от наем на имоти, както и от предоставяне на административни услуги. Другите приходи от своя страна включват продажба на материали, отписани задължения и други нетипични за дейността на Дружеството приходи.

Предоставяните от дружеството имоти под наем включват земи и сгради, намиращи се на производствената площадка на Дружеството на ул. „История Славянобългарска“ във кв. Военна рампа. За прогнозния период е заложено, че наемите ще нарастват с 5,3% средногодишно, което отговаря на очакванията на мениджмънта за ръст на наемите.

По отношение на приходите от предоставяни административни услуги, за прогнозния период е заложено, че те ще нарастват с 3% средногодишно, което отговаря на очакваната от мениджмънта годишна инфлация.

Другите приходи имат непостоянен характер, като за прогнозния период е предвидено нарастването им с 1% най-вече за сметка на продажбата на материали.

Заложените темпове на растеж са прогнозиран на база отчетените такива за периода 2017 г. – 2020 г., както и очакванията на Дружеството. Средногодишния ръст на продажбите за прогнозния период е 2,5%, а конкретните разчети са представени в Таблица 8.

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

**4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ**

Информация за оперативните разходи на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД е представена в таблицата по-долу:

*Таблица 9: Оперативни разходи на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД за периода 2017 г. –2026г.*

РАЗХОДИ	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020-3Q (TTM) г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.
<b>Продажби</b>	<b>3 052</b>	<b>2 730</b>	<b>2 276</b>	<b>2 472</b>	<b>2 502</b>	<b>2 600</b>	<b>2 689</b>	<b>2 755</b>	<b>2 815</b>	<b>2 866</b>	<b>2 907</b>
<i>годишно изменение</i>	-	-10,55%	-16,63%	-	9,91%	14,22%	3,42%	2,48%	2,15%	1,81%	1,45%
Разходи за материали	750	433	345	249	250	260	269	276	281	287	291
<i>годишно изменение</i>		-42,27%	-20,32%	-	-27,54%	4,00%	3,46%	2,60%	1,81%	2,14%	1,39%
<i>дял от продажбите</i>	24,57%	15,86%	15,16%	10,07%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Разходи за външни услуги и други разходи	873	771	628	457	463	481	497	510	521	530	538
<i>годишно изменение</i>		-11,68%	-18,55%	-	-26,27%	3,89%	3,33%	2,62%	2,16%	1,73%	1,51%
<i>дял от продажбите</i>	28,60%	28,24%	27,59%	18,49%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	834	988	1 031	1 045	1 063	1 105	1 143	1 171	1 196	1 218	1 236
<i>годишно изменение</i>		18,47%	4,35%	-	3,10%	3,95%	3,44%	2,45%	2,13%	1,84%	1,48%
<i>дял от продажбите</i>	27,33%	36,19%	45,30%	42,27%	42,50%	42,50%	42,50%	42,50%	42,50%	42,50%	42,50%
Изменение на запасите	232	-10	94	93	100	104	108	110	113	115	116
<i>годишно изменение</i>		-104,31%	-1040,00%	-	6,38%	4,00%	3,85%	1,85%	2,73%	1,77%	0,87%
<i>дял от продажбите</i>	7,60%	-0,37%	4,13%	3,76%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Отчетна стойност на продадените материали и стоки	218	418	143	254	250	260	269	276	281	287	291
<i>годишно изменение</i>		91,74%	-65,79%	-	74,83%	4,00%	3,46%	2,60%	1,81%	2,14%	1,39%
<i>дял от продажбите</i>	7,14%	15,31%	6,28%	10,28%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
<b>ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ</b>	<b>2 907</b>	<b>2 600</b>	<b>2 241</b>	<b>2 098</b>	<b>2 126</b>	<b>2 210</b>	<b>2 286</b>	<b>2 343</b>	<b>2 392</b>	<b>2 437</b>	<b>2 472</b>
<i>годишно изменение</i>		-10,56%	-13,81%	-	-5,13%	3,95%	3,44%	2,49%	2,09%	1,88%	1,44%
<i>дял от продажбите</i>	95,25%	95,24%	98,46%	84,87%	84,99%	85,01%	85,02%	85,04%	84,98%	85,04%	85,03%

Темповете на промяна на основните групи разходи (за персонал, външни услуги и други разходи) са прогнозирани като дял от продажбите за съответния период и на база историческите данни за периода 2017 г. – 30.09.2020 г., както и на база очакванията на мениджмънта на Дружеството.

Предвижда се разходите за материали да са около 10 % от нетните приходи от продажби за целия прогнозен период. Този процент се базира на данните за стойността на разходите за материали, като процент от приходите към септември 2020 (на дванадесетмесечна база). Заложена е известна оптимизация на разходите, свързана с очакваното намаляване на разходите за електроенергия, вследствие на мерките за енергийна ефективност.

Относно разходите за външни услуги и другите разходи се предвижда техният дял през прогнозния период да остане постоянен на равнището към септември 2020 (на дванадесетмесечна база) или около 18,5% от приходите от продажби. Тази прогноза се базира на допускането, че структурата на приходите като видове вече ще е сравнително постоянна, а разходите, свързани с тях са сравнително оптимизирани и тяхната фиксирана компонента не е съществена.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки, са прогнозирани на база отчетените такива към 31.12.2019 г. и 30.09.2020 г. и очакванията за развитие на Дружеството. Заложеният среден ръст на възнагражденията ще се движи успоредно с ръста на приходите, но реалният ръст на нетните разходи за един зает се очаква да е по-висок, вследствие на очаквания по- висок среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Ефектът от повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да се движи в съответствие с ръста на продажбите.

Поради характера на производствен цикъл, част от необходимите материали се закупуват през един отчетен период, а продукцията, произведена с тях се реализира през следващ отчетен период. Отчетната стойност на продукцията и незавършеното производство, разходите за които са направени през минали години, са посочени на ред “Изменение на запасите от продукция и незавършено производство” (част от корективните статии). По отношение на тази статия е направено допускането, че в рамките на периода тяхната стойност като дял от продажбите ще е постоянна.

В статията „отчетна стойност на продадените материали и стоки”, в отчета за приходите и разходите са включени предимно препродажбите на материали. Въпреки че основната дейност на Дружеството



е производствена, закупуването и последващата продажба на материали както на дружества от групата на „Фаворит Холд“ АД, така и на външни контрагенти е обичайна практика. Чрез групирането на заявките се постигат по-добри цени, а освен това „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД има утвърдено име като контрагент и получава по-добри условия за плащане. Допълнително, в Дружеството е налице и необходимата експертиза по отношение на избор на материали с необходимото качество и асортимент. Затова и в прогнозата на приходите е заложено запазване на приходите от продажби на материали.

Прогнозира се, че през следващите години отчетната стойност на препродаваните материали ще е около 8 % от приходите от продажби за същия период, което се базира на данните за средната стойност на балансовата стойност на продадените материали, като дял от приходите през отчетните периоди, като е заложено известно намаление на този дял за сметка на оптимизация на запасите.

Разходите за данъци са планирани на база данъчна ставка от 10 % за целия прогнозиран период.

#### 4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ

Заложените инвестиционни разходи за разглеждания период са минимални – общо около 480 хил. лв. и ще бъдат насочени основно за капитален ремонт и модернизация на наличния сграден фонд, машини и оборудване. В края на прогнозния период, в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41, е направено допускането, че размерът на инвестициите ще е равен на размерът на амортизацията, т.е. компанията ще поддържа постоянен размер на дълготрайните активи.

Разходите за амортизация са изчислени на база отчетната стойност на съществуващите дълготрайни активи (ДА) и на нововъведените такива за съответния период. Средната годишна норма на амортизация на съществуващите ДМА е около 2%, а на нововъведените такива – около 5%.

#### 4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

Нетният оборотен капитал на Дружеството се формира от краткотрайните активи (без парични средства), минус краткосрочните му задължения (без лихвоносния дълг).

Теорията на оценяването изисква паричните средства да не се включват в нетния оборотен капитал, тъй като това би означавало те да се дисконтират с различна дисконтова ставка, равна на очакваната безрискова доходност. За разлика от материалните запаси и вземанията, за които съществува риск, срещу какъв точно паричен еквивалент ще бъдат заменени, то за паричните средства такъв риск не съществува.

Краткосрочните лихвоносни задължения също не се включват в оборотния капитал, тъй като те са част от капиталовата структура на Дружеството, а размерът на лихвоносния дълг не се взема предвид при използването на метода на дисконтираните нетни парични потоци на фирмата.

При определяне стойността по метода на дисконтираните нетни парични потоци, стойността на задълженията (главници и лихви) към „Фаворит Холд“ АД, както и стойността на паричните средства и финансовите активи към датата на последния изготвен финансов отчет, са отчетени като елементи при изчисляването на нетния дълг.

Прогнозата се основава на допускането, че при равни други условия, с нарастването на продажбите, размерът на компонентите на нетния оборотен капитал се променя пропорционално. Конкретният размер на изменението зависи най-вече от провежданата от Дружеството политика за управление на материалните запаси и вземанията, характера на отрасъла и конюнктурата, в който действа компанията, избрания счетоводен метод за отчитане на запасите и т.н.

Плановите на Търговия предложител са размерът на оборотния капитал в рамките на прогнозния период да се запази неизменен като дял от продажбите при относително константни относителни стойности спрямо продажбите на всички негови компоненти.

За целите на настоящата оценка е направена детайлна прогноза на различните компоненти на нетния оборотен капитал като дял от нетните приходи от продажби за съответния период. Данните са представени в таблицата по-долу:

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Таблица 10: Нетен оборотен капитал за периода 2017 г. – 2026 г. (в хил. лв.)

Нетен оборотен капитал (НОК)	2017	2018	2019	2020-3Q (ТТМ)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Материални запаси	850	871	735	949	960	988	1 022	1 047	1 070	1 089	1 105
% от продажбите	27,85%	31,90%	32,29%	38,39%	38,38%	38,00%	38,00%	38,00%	38,00%	38,00%	38,00%
годишно изменение	-	2,47%	-15,61%	29,12%	1,16%	-1,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Вземания	1 638	1 948	2 058	2 375	2 375	2 470	2 554	2 618	2 674	2 722	2 740
% от продажбите	53,67%	71,36%	90,42%	96,08%	94,94%	95,00%	95,00%	95,00%	95,00%	95,00%	94,25%
годишно изменение	-	18,93%	5,65%	15,40%	0,00%	-1,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,79%
Задължения	110	101	597	1 121	1 121	1 170	1 210	1 240	1 267	1 290	1 323
% от продажбите	3,60%	3,70%	26,23%	45,35%	44,81%	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%	45,50%
годишно изменение	-	2,65%	609,00%	72,88%	70,84%	-0,77%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,11%
<b>Нетен оборотен капитал (НОК)</b>	<b>2 378</b>	<b>2 718</b>	<b>2 196</b>	<b>2 203</b>	<b>2 214</b>	<b>2 288</b>	<b>2 366</b>	<b>2 425</b>	<b>2 477</b>	<b>2 521</b>	<b>2 522</b>
% от продажбите	77,92%	99,56%	96,49%	89,12%	88,50%	88,01%	88,00%	88,01%	88,00%	87,97%	86,75%
годишно изменение	-	27,78%	-3,09%	-7,64%	-0,69%	-1,24%	-0,01%	0,02%	-0,01%	-0,03%	-1,39%
<b>Промяна НОК</b>	<b>-</b>	<b>340</b>	<b>-522</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>74</b>	<b>78</b>	<b>59</b>	<b>52</b>	<b>44</b>	<b>1</b>

По отношение на материалните запаси, вземанията и задълженията е заложено тяхното запазване като дял от приходите. Тази прогноза отчита, че размерът им към 30.09.2020 г. спрямо приходите, както и очаквания им размер към края на 2020 г. е нормален за обичайната търговска дейност на Дружеството. Не се очаква нарастване нито на запасите, нито вземанията и задълженията с темп, по-висок от този на растежа на продажбите.

В края на прогнозния и следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41 е направено допускането, че Дружеството ще поддържа приблизително постоянен размер на НОК, което на практика означава, че изменението в размера на оборотния капитал ще има стойности максимално близки до нула.

#### 4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор /коефициент/  $r$  се използва като мярка за възвращаемостта, която съответният инвеститор би търсил при съответно ниво на риск. За определяне на подходящ дисконтов фактор обикновено се използва изискваната възвращаемост на инвестиция с подобни характеристики и сравнимо ниво на риск. При използването на непрекия метод за определяне на стойността на капитала се прилага норма на дисконтиране, която е равна на средно претеглената цена на капитала на дружеството  $WACC$  / цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

Формулата за средно претеглената цена на капитала е следната:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_E + \frac{D}{V} * R_D * (1 - T_c)$$

където:

**$R_E$**  - цена на собствения капитал;

**$R_D$**  - цена на привлечения капитал;

**$E$**  - стойност на собствения капитал;

**$D$**  - стойност на привлечения капитал;

**$V = E + D$** ;

**$E/V$**  - дял на собствения капитал;

**$D/V$**  - дял на привлечения

капитал;  **$T_c$**  - корпоративна

данъчна ставка.

Анализът на счетоводния баланс на Дружеството показва, че то финансира дейността си изцяло посредством елементите на собствения капитал /акционерен капитал и реализирана печалба/, без да използва заеми /привлечен капитал/.

Като привлечен капитал се разглеждат всички задължения по получени заемни средства от банки и други институции, като не се включват безлихвените задължения, както и тези към доставчиците или към персонала, тъй като тяхното възникване и погасяване е свързано по-скоро с обичайната търговска дейност на дружеството, а не с финансовата му структура. В привлечения капитал не влизат и квази-задълженията от типа финансираня и приходи за бъдещи периоди, както и отсрочени задължения, свързани с данъци.

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

*Таблица 11: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2017 г. –2026 г.*

Капиталова структура (в хил. лв.)	2017	2018	2019	2020-3Q (ТТМ)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Собствен капитал	5 856	5 861	5 784	5 690	5 690	5 991	6 303	6 622	6 946	6 946	6 946
Привлечен капитал	899	929	1 022	1 021	1 021	721	521	321	0	0	0
Дял на собствения капитал	86,69%	86,32%	84,98%	84,79%	84,79%	89,26%	92,37%	95,38%	100,00%	100,00%	100,00%
Дял на привлечения капитал	13,31%	13,68%	15,02%	15,21%	15,21%	10,74%	7,63%	4,62%	0,00%	0,00%	0,00%

Както е видно от Таблица 11, за Дружеството (както в исторически план, така и на база прогнози) е характерно използването предимно на собствен капитал в капиталовата му структура. Привлечения капитал се формира от отпуснат от компанията-майка „Фаворит Холд“ АД лихвоносен заем в размер на 1 021 хил. лв. (642 хил. лв. главница и 379 хил. лв. начислени, но неизплатени лихви). Заемът е отпуснат преди 2015 г., но за разглеждания исторически период не е обслужван от Дружеството. В рамките на прогнозния период, плановете на мениджмънта предвиждат постепенно изплащане на този заем за сметка на реализираната от Дружеството печалба. Очакванията са това да стане до края на 2023 г. След това до края на прогнозния период, „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД предвижда да финансира дейността си изцяло със собствен капитал.

Изчисленото съотношение на собствения и привлечения капитал дава капиталовата структура, използвана за определяне на среднопретеглената цена на капитала (СПЦК).

Методологията за определянето на цената на собствения капитал се базира на методите на „гуруто“ на теорията на оценяването проф. Асуат Дамодаран от Университета в Ню Йорк - автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т. нар „развиващи се пазари“.

Професорът публикува на своята Интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> актуални оценки на премиите за риск на развитите и развиващите се пазари, базирани на историческите данни за рисковата премия за акциите на развитите пазари и кредитния рейтинг на съответния развиващ се пазар. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори и институции, сред които Световната банка и Международния валутен фонд.

Методологията и оценките на проф. Дамодаран са използвани и при редица оценки на български компании и/или ценни книжа.

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

$$K_e = R_f + \beta \cdot R_g + R_b,$$

където:

$K_e$  – цена на собствения капитал;

$R_f$  – безрискова норма на

възвращаемост;  $\beta$  – „бета“;

$R_g$  – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

$R_b$  – премия за риска на съответната държава.

За целите на оценката, като безрискова норма на възвращаемост е използвана доходността на германските дългосрочни десетгодишни BUNDS (GTDEM10Y:GOV), публикувана в BLOOMBERG към датата на обосновката, които отговарят на изискването да не носят кредитен и реинвестиционен риск, като същевременно доходността им се определя от общото лихвено ниво в Еврозоната.

Използването на доходността на българските ДЦК като безрискова норма на възвращаемост би било неправилно, тъй като от една страна кредитния риск на България /който се измерва от рейтинговите агенции/, все още е далеч от най-високия рейтинг (пр. „Ааа“ по Moody’s), а от друга – реинвестиционния риск е значителен поради ограничения обем на емисиите.

Рисковата премия за развит пазар е равна на публикуваните на месечна база данни на уеб сайта на проф. Дамодаран към декември 2019 г.

(<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (ТТМ), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за

ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години. Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавно линеен преход от стойността на коефициента на изплащане на дивиденди за последния месец и постоянен коефициент на изплащане на дивиденди. Според Търговия предложител, този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните периоди. Така например в периоди на ниска инвестиционна активност, компаниите често предпочитат да раздават по-високи дивиденди, вместо да държат излишен кеш, като понякога коефициентът на изплащане на дивиденди дори може да надхвърля единица (когато освен текущата, се разпределят и печалби от минали години). Обратното, в периоди на инвестиционен бум компаниите ограничават стойността на дивидентите и предпочитат да реинвестират печалбата и така да увеличават стойността на компаниите в бъдеще.

На база на горепосоченото, използваната стойност на премията за ноември е 4,97%.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа1 (каквото е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в сайта на проф. Дамодаран (post COVID) сочат, че проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 2,80%.

По отношение на коефициента „бета“, според общоприетите методи за оценка, когато липсата на достатъчно история или на ефективен пазар не позволява използването на „бета“ за конкретната компания, то за целите на изчисляване на цената на собствения капитал може да бъде използвана бета на компания от същия отрасъл, търгувана на развит пазар, или /което е по-коректно/ средна „бета“ за даден отрасъл.

Според теорията няма съществена разлика между „бета“ коефициентите по страни в рамките на един отрасъл, тъй като премията за риска, свързан със съответната страна, вече е включена като странова премия в оценката на дисконтовата ставка. Повечето големи информационни източници, като Merrill Lynch, Barra, Value Line, Standard and Poor's, Morningstar, Reuters и Bloomberg публикуват стойности на коефициента „бета“ за основните стопански отрасли, изчислени на база средна между коефициентите на публично търгуваните компании на пазарите в Европа, Азия и Америка.

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „машиностроене“ (Machinery) относно дружества от развиващите се пазари, който към датата на изготвяне на оценката е равен на 1.00. За българския пазар, който е понисколиквиден, по-подходящо е използването на бета именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговият (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираният за дълг (relevered) „бета“ е калкулиран в съответствие с капиталовата структура на Дружеството съгласно последния публикуван отчет, а именно този за третото тримесечие на 2020 г.

Калкулацията на коригиран за дълг (relevered) „бета“ е извършена по следния начин:

$$\beta_l = \beta_u \cdot (1 + (D/E) \cdot (1 - t))$$

където:

$\beta_l$  – коригиран за дълг (relevered) „бета“;

$\beta_u$  – избран пазарен бездългова (unlevered) „бета“;

$D/E$  – общо лихвоносни заеми / общо акционерен капитал на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД;

$t$  – корпоративна данъчна ставка за България.

Получената на база на горните данни цена на собствения капитал за прогнозния период е представена в следната таблица:

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Таблица 12: Цена на собствения капитал на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

Показател	Стойност
Безрискова доходност	-0,57%
Рискова премия за развит пазар	4,97%
Премия за странови риск	2,80%
Сектор	MACHINERY
Бета без дълг	1,00
Данъчна ставка за компанията	10%
Съотношение дълг/собствен капитал за Дружеството	17,94%
Бета с дълг	1,16
<b>Цена на собствения капитал</b>	<b>8,00%</b>

Като краен резултат е получена цена на собствения капитал в размер на 8,00%.

За целите на оценката на цената на привлечения капитал, са използвани данни за изискваните от търговските банки лихви по отпускани кредити на компании, сравними по големина и финансово състояние със „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД. Проучванията показват, че размерът на лихвените нива варира между 4% и 6%, в зависимост от кредитополучателя, срока и обезпечението. За прогнозния период, поради ниските лихвени нива по кредитите, е заложена цена на привлечения капитал от 4%.

В Таблица 13 е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнозния период целева капиталова структура и стойностите на финансиране със собствен и привлечен капитал.

При финансирането с дългов капитал е отчетен данъчния ефект от признаването на финансовите разходи за лихви за данъчни цели. Използваната данъчна ставка е 10% за целия период.

Таблица 13: Среднопретеглена цена на капитала на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД

Среднопретеглена цена на капитала	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Източници на финансиране - съотношение</b>						
Собствен капитал	89,26%	92,37%	95,38%	100,00%	100,00%	100,00%
Привлечен капитал	10,74%	7,63%	4,62%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Стойност на финансирането</b>						
Собствен капитал	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%
Привлечен капитал	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%
Ефективна данъчна ставка	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
<b>Стойност на финансирането след данъци</b>						
Собствен капитал	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%	8,000%
Привлечен капитал	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%
<b>Среднопретеглена цена на капитала</b>						
Собствен капитал	7,140%	7,390%	7,630%	8,000%	8,000%	8,000%
Привлечен капитал	0,390%	0,270%	0,170%	0,000%	0,000%	0,000%
<b>СПЦК</b>	<b>7,530%</b>	<b>7,660%</b>	<b>7,800%</b>	<b>8,000%</b>	<b>8,000%</b>	<b>8,000%</b>
<b>СПЦК - усреднено</b>			<b>7,830%</b>			

Като краен резултат е получена осреднена стойност на среднопретеглена цена на капитала в размер на **7,830 %**. Тази стойност е използвана като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на Дружеството.

За определяне на настоящата стойност на Дружеството, получените прогнозни стойности на нетните парични потоци за съответния период се привеждат към настоящия период с помощта на фактор на дисконтиране по формулата:

$$D = \frac{1}{(1 + r)^i}$$

където:

D – дисконтов фактор за съответния прогнозен период,

r – норма на дисконтиране,

$i$  – степенен фактор.

Степенния фактор се определя като частно на броя дни между датата на оценката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366).

*Пример: За първия прогнозен период броя дни между датата на обосновката (10.12.2020 г.) и края на първия прогнозен период (31.12.2021 г.) е 386, съответно частното между 386 и 365 (броя дни за 2021 г.), закръглено до 6 знак е 1,056088. Аналогично за втория прогнозен период степенния фактор е 2,055657, за третия - 3,055441, за четвъртия - 4,055829, за петия - 5,055657 и за шестия - 6,055534.*

Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

#### 4.1.7. Дългосрочен ръст (g)

Съгласно чл. 11 от Наредба 41, при използване на метода на дисконтираните парични потоци, прогнозните такива се определят по години, като се разграничават два периода - прогнозен период и следпрогнозен период. Следпрогнозният период (наричан още терминална стойност) обхваща годините след изтичането на прогнозния период. Това е периодът, за който се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността и затова се прогнозира, че паричните потоци ще останат постоянни или ще се променят с устойчив темп.

Терминалната стойност се определя по формулата:

$$P_n = \frac{FCFF_n (1 + g_{n+1})}{WACC_{n+1} - g_{n+1}}$$

където:

$g_{n+1}$  – дългосрочен ръст на нетните парични потоци след последната прогнозна година.

Заложеният в модела дългосрочен ръст „g” е равен на очаквания ръст на икономиката в дългосрочен план. Очакванията са, че през следващите 30-50 години икономиката на България ще расте с темпове малко по-високи в сравнение с тази на ЕС, заради процеса на конвергенция.

Съгласно една от най-авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОЕСД) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСД до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж за периода 2023 г. - 2060 г. е 1,8% средногодишно.

Към този процент е добавена и надбавка от 0,6% заради очаквания по-висок ръст на българската икономика в процеса на конвергенция, като така прогнозите са, че тя ще расте с 33% по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2023-2050 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и във връзка с това очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии

Така получената стойност от 2,4% е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период при разглеждания сценарий.

#### 4.1.8. Краен резултат

Чрез прилагането на стандартната процедура за дисконтиране на бъдещи приходи се получава стойността на търговската дейност на Дружеството към датата на обосновката. От получената сума е извадена стойността на нетния дълг - привлечения капитал към 30.09.2020г. в размер на 1 021 хил. лв. (642 хил. лв. главница и 379 хил. лв. начислени, но неизплатени лихви) и е прибавена сумата на паричните средства към 30.09.2020 г. (52 хил. лв.). Прибавена е и стойността на неоперативните активи на Дружеството (описани в т. 1.4. по-горе) съгласно изискванията на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41. Подробни разчети са представени в таблицата по-долу.

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

*Таблица 14: Крайна оценка на стойността на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД*

Крайна оценка по метода на дисконтираните парични потоци (хил. лв.)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026
ЕБИТ	339	351	358	365	367	367
Данъци	34	35	36	36	37	37
NOPLAT (ЕБИТ след данъци)	305	316	322	329	330	330
Амортизация	103	106	110	114	120	126
Инвестиции	-13	-70	-75	-90	-120	-112
Нетен оборотен капитал (НОК)	-74	-78	-59	-52	-44	-1
Нетни парични потоци	<b>321</b>	<b>274</b>	<b>298</b>	<b>301</b>	<b>286</b>	<b>343</b>
Дисконтов фактор	0,923473	0,856443	0,794266	0,736570	0,683093	0,633496
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	296	234	237	221	195	217
Настояща стойност на ДНПП	1 400					
Терминална стойност	4 101					
ДНПП към датата на оценката	5 501					
Стойност на нетния дълг към датата на оценката	-969					
Стойност на неоперативните активи	1 821					
Стойност за акционерите (лв. )	6 353 348					
Стойност на една акция (лв.)	<b>26,741 лв</b>					

#### 4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Методът на нетната стойност на активите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции с използване на модели, основаващи се на стойността на активите на дружеството, намалена със задълженията му.

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 обръщение към датата на счетоводния баланс.

Нетната стойност на една акция по метода на нетната балансова стойност на активите е определена без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на дружеството.

За определянето на цената на една акция на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД по този метод са използвани данни от последния публикуван счетоводен отчет за третото тримесечие на 2020 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции в обращение към тази дата са 237 588 броя.

По отношение на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД, няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

*Таблица 15: Оценка на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД по метода на нетна стойност на активите*

Оценка по метода на нетната стойност на активите (хил. лв.)	Стойност
Сума на активите	7 832
Сума на дългосрочните задължения	0
Сума на краткосрочните задължения	2 142
Нетна стойност на активите	5 690
<b>Нетна стойност на активите на една акция</b>	<b>23,949 лв.</b>

## 5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

### 5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

Един от подходите за непосредствено определяне стойността на акциите на дадено дружество е използването на един или повече методи, които сравняват предмета на оценката с инвестиции в аналогичен обект. При метода на сравнимото предприятие се сравняват рисковия профил и потенциала за растеж на оценяваната компания с тези на избрани сравними публични дружества.



**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Пазарните множители за аналогични предприятия дават индикация за това, колко би платил за компанията един информиран инвеститор на ефективен пазар. Тези множители впоследствие се прилагат към оперативните характеристики на оценяваното дружество, за да се достигне до заключение за неговата стойност.

Съгласно чл. 17 от Наредба №41 на КФН при оценката на дадено дружество на базата на дружества аналози се използват следните методи - метод на съотношението „цена/печалба“, метод на съотношението „цена/счетоводна стойност“, метод на съотношението „цена/приходи от продажби“ и метод на съотношението „цена/печалба преди лихви, данъци и амортизации“. Пазарните множители се изчисляват въз основа на пазарни цени на сходното дружество, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

Най-съществената стъпка при прилагането на сравнителния метод е изборът на дружества-аналози, които са най-подходящи за съпоставяне с оценяваното дружество. Дружество-аналог е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното, предмета на дейност и източниците на приходи. От група „подходящи“ дружества се избират тези, които са най-сравними с оценяваното. Съответствието зависи от наличието на сходни характеристики на оценяваната компания и дружеството-аналог като прилики в предмета на дейност, големина на дружествата, пазари на които оперират и съответния им пазарен дял.

Друг важен фактор при избора на подходящо сходно дружество е то да бъде активно търгувано на регулиран пазар, да осигурява прозрачност и да предоставя навременна и надеждна информация за своята дейност.

Към датата на обосновката на „Българска фондова борса“ няма друго дружество с основна дейност „Производство на парни котли“. Търгуваните дружества от по-общия отрасъл „Машиностроене“ също са малко на брой, а тяхната основна дейност, активи и приходи се различават значително от тези на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД.

Като подкрепа на казаното по-горе, в таблица 16 е направен сравнителен анализ на основните финансови показатели на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД и някои от най-ликвидните дружества с основна дейност в областта на машиностроенето - „М+С Хидравлик“ АД, „КРЗ Одесос“ АД, „Корадо България“ АД и „Хидравлични елементи и системи“ АД. Информацията в нея е базирана на годишните одитирани финансови отчети на посочените дружества към 30.09.2020 г.

*Таблица 16: Основни финансови показатели на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД и избрани машиностроителни дружества*

Показател (хил. лв.)	„КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД (30.09.2020)	„М+С ХИДРАВЛИК“ АД (30.09.2020)	„КРЗ ОДЕСОС“ АД (30.09.2020)	„КОРАДО БЪЛГАРИЯ“ АД (30.09.2020)	„ХЕС“ АД (30.09.2020)
Нетни приходи от продажби (ТТМ)	2 472	97 193	48 138	39 159	51 172
Нетна печалба/ загуба (ТТМ)	107	11 070	7 301	4 379	4 173
Общо активи	7 832	94 636	78 123	30 959	47 796
Собствен капитал	5 690	77 740	71 704	21 856	38 417
Лихвоносен дълг	0	0	13	3 890	0
Брой акции	237 588	39 445 200	586 642	13 168 614	18 193 752
Последна борсова цена (лв.)	27,00 лв.	5,15 лв.	72,00 лв.	5,50 лв.	3,58 лв.
Пазарна капитализация (лв.)	6 414 876 лв.	203 142 780 лв.	42 238 224 лв.	72 427 377 лв.	65 133 632 лв.
Рентабилност на собствения капитал, %	1,88%	14,24%	10,18%	20,04%	10,86%
Рентабилност на активите, %	3,14%	11,70%	9,35%	14,14%	8,73%
коэффициент цена/счетоводна стойност P/BV	1,13	2,613	0,589	3,314	1,695

Както е видно от таблицата, разглежданите компании, освен като продуктова гама и пазари, се различават значително от Дружеството и като стойност на активите, и като приходи, и като акционерен капитал, и като рентабилност. Това според нас ги неподходящи при избора им за аналог на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД.

На Неофициалния пазар на БФБ (BaSe Market), където са листвани акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, също има няколко АД за инвестиции в недвижими имоти. Съгласно информацията, публикувана



на сайта на Неофициалния пазар на БФБ ([www.basemarket.bg](http://www.basemarket.bg)) на пазарния сегмент „Акции“ се търгуват акциите на малко над 10 дружества в областта на машиностроенето. Акциите на нито едно от горепосочените дружества обаче не се търгуват активно по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно техните борсови цени не могат да бъдат използвани за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-аналози.

На база на горепосочения преглед на потенциални дружества-аналози на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, нашият извод е, че на БФБ няма подходящо дружество-аналог, което да покрива изискванията за подобен предмет на дейност, сравним мащаб и сравними оперативни и финансови показатели с „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, чийто акции да могат да се използват за целите на оценка по метода на пазарните множители на дружества-аналози.

Сравнението между „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД и публични дружества от друг отрасъл, според нас е недопустимо, тъй като това би довело до значителни изкривявания заради различната зрялост на пазара, ниво на конкуренция, структура на разходите, съотношение дълг/ капитал и т.н.

Използването на информация за публични дружества-аналози от други държави ще изисква множество корекции – за различия в счетоводни форми, пазарната среда, нормативната уредба, корекции за риск на съответната страна, за мащаб на дейността и др. Поради това считаме, че съществуват ограничения за прилагането на метода пазарни множители в различни страни.

Прилагането на метода посредством използване на общоприет еталон на пазарните множители, вместо дружество-аналог, каквито са борсовите индекси, изчислявани от БФБ, също е свързано с доста условия и считаме, че използването му е неприложимо в конкретния случай.

## **5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА**

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, не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 237 588 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 24 броя акции.

Също така е необходимо през предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най – голям обем акции за периода да са сключвани сделки с акции на дружеството през не по – малко от тридесет търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по–малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни е не по – малко от пет.

Общият брой изтъргувани акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД за разглеждания период е 5 574 броя, а средно дневният обем на търговия с акции за този период е 42,87 броя (изчислен на база 130 борсови сесии за периода). Следователно е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 130 търговски сесии, акции на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 6 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б”, б. „бб” от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 6 от Наредба 41.

## **6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ**

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложили тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД. Предложителят счита, че използваните относителни тегла на оценъчните методи дават достатъчно добра база за сравнение

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество.

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

- Метод на дисконтираните нетни парични потоци – 50%;
- Метод на нетната балансова стойност на активите – 50%.

Методът на дисконтираните нетни парични потоци притежава преимущества при определянето на справедливата стойност на акциите на дружество, попадащо в категорията „действащо предприятие“, каквото е „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД. Основанията за това са следните:

- Методът на дисконтираните нетни парични потоци отчита по-добре възможността на предприятието да генерира в бъдеще доходи за акционерите. При настоящото Търгово предложение от особено важно значение за акционерите е да се оцени именно пазарния потенциал на бизнеса, което се постига най-добре чрез използването на този метод;
- При калкулирането на нетната настояща стойност на паричните потоци, методът на дисконтираните нетни парични потоци взема под внимание /чрез величината на дисконтовия фактор/ и рисковете за дадена инвестиция, докато при метода на нетната балансова стойност на активите, те се приемат за несъществуващи.
- Базиран на изцяло на отчетни данни, методът остойносттава активите и пасивите статично, към определена дата и по този начин не включва динамиката и измененията в бизнеса на оценяваното дружество, които могат да са свързани както с достатъчно добри перспективи за развитие, така и с определени затруднения и недостатъци в следвания бизнес модел;
- Оценката по метода на нетната стойност на активите не отчита липсата на ликвидност за по-голямата част от активите на Дружеството.

Въпреки тези аргументи и доколкото за активите на Дружеството има направени пазарни оценки, то смятаме, че равните тегла на методите в случая са в полза на инвеститорите.

### **7. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА**

Предвид обосновката на съответните относителни тегла на използваните оценъчни методи и в съответствие с разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, цената на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД съгласно оценъчните методи, е определена на 21.047 лв. В Таблицата по-долу синтезирано е представена съответната информация.

*Таблица 17: Справедлива цена на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД*

<b>Метод</b>	<b>Цена за акция</b>	<b>Тегло</b>
ДНПП-FCFF	26,741 лв	50%
Нетна стойност на активите	23,949 лв	50%
<b>Справедлива цена</b>	<b>25,345 лв</b>	<b>100%</b>

### **8. ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО**

Съгласно чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, справедливата цена на акция е ликвидационната стойност, когато тя надвишава справедливата цена, определена по реда на чл. 5 от Наредбата. Когато основателно може да се допусне, че ликвидационната стойност ще е по-висока, то следва да се изготви от независим експерт оценка на ликвидационната стойност.

Макар, че Дружеството не е в ликвидация или несъстоятелност, е изготвена оценка на ликвидационната стойност от независим експерт оценител съгласно чл. 18, ал. 3 от наредбата, приложена към търговото предложение, заедно със заверени копия на сертификата за правоспособност на независимия оценител по Закона за независимите оценители (в сила от 15.12.2008 г.).

**ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА “КОТЛОСТРОЕНЕ” АД**  
**ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА**

Ликвидационната стойност на Дружеството представлява сумата от ликвидационните стойности на неговите активи, намалена с неговите текущи и нетекущи пасиви, разходите за ликвидация и всички законови вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции /чл.18, ал.1 от Наредба № 41/.

Ликвидационната стойност на една акция се изчислява, като ликвидационната стойност на дружеството се раздели на броя акции в обръщение.

В методологичен план, прилагането на метода на ликвидационна стойност се извършва в следната последователност:

Ликвидационната оценка на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД се основава на следните предположения:

- 1. Дружеството се оценява като предприятие, което прекратява дейността си и се пристъпва към ускорена разпродажба на активите му.*
- 2. При оценката на неговите активи се търси онази стойност, която би се постигнала за възможно най-кратък период от време.*
- 3. От получените средства се погасяват всички приоритетни задължения на дружеството, вкл. разходите по самата ликвидация /заплати за ликвидатор, обяви, провеждане на търгове и др./.*

Оценката по този метод е направена на основата на балансовата стойност на отделните групи активи и пасиви според последния публикуван финансов отчет на Дружеството към 30.09.2020 г. /чл.18, ал.4 от Наредба № 41/.

Прилагайки утвърдената методика, ликвидационната стойност на 1 акция на „КОТЛОСТРОЕНЕ” АД е изчислена от независимия експерт на **41,93 лева (четиридесет и един лева и деветдесет и три стотинки)**.

## **9. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ**

Справедливата цена на акциите на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД е равна на тяхната ликвидационна стойност, доколкото тя е по-висока от цената, определена съгласно методите по чл. 5 от Наредба 41 на КФН и е равна на **41,93 лева (четиридесет и един лева и деветдесет и три стотинки)**.

## **10. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ**

Систематизираната финансова информация за „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД е представена в Таблица 6 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41,

Данните към 31 декември 2017 г., 2018 г. и 2019 г. са от одитираните неконсолидирани годишни финансови отчети на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД, а тези към 30 септември 2019 г. и 30 септември 2020 г. – от междинните неконсолидирани отчети за полугодieto.

Предходните финансови резултати не са непременно показателни за бъдещите финансови резултати на Дружеството и резултатите за междинни периоди не са непременно показателни за годишните финансови резултати.

Няма други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от Предложителя или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

## **11. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ**

При изготвянето на настоящата обосновката на цената на акциите използвана информация от следните източници:

Българска народна банка - [www.bnb.bg](http://www.bnb.bg)

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД  
ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Министерство на финансите – [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)

Българска фондова борса - [www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg)

Национален статистически институт -

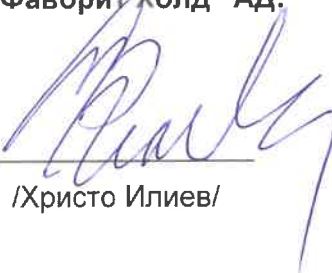
[www.nsi.bg](http://www.nsi.bg)

Данни от публикувани финансови отчети на „КОТЛОСТРОЕНЕ“ АД.

ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА "КОТЛОСТРОЕНЕ" АД  
ЧАСТ II ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

Търговият предложител и ИП „ФАВОРИТ“ АД декларират, че търговото предложение съответства на изискванията на закона.

за "Фаворит Холд" АД:



\_\_\_\_\_

/Христо Илиев/

за „ИП Фаворит“ АД:



\_\_\_\_\_

/Иван Тодоров/



\_\_\_\_\_

/Светлин Георгиев/