

## **АГРОЕНЕРДЖИ ИНВЕСТ АДСИЦ**

на основание чл. 111, ал. 5 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа и във връзка с изискванията на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация

### **ОТПРАВЯ**

### **ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ОБРАТНО ИЗКУПУВАНЕ**

**ПРИ УСЛОВИЯТА И ПО РЕДА НА ТЪРГОВО ПРЕДЛАГАНЕ ПО ЧЛ. 149Б ОТ ЗППЦК**

<b>ISIN НОМЕР:</b>	BG1100025060
<b>ВИД НА АКЦИИТЕ:</b>	ОБИКНОВЕНИ, БЕЗНАЛИЧНИ, ПОИМЕННИ, СВОБОДНО ПРЕХВЪРЛЯЕМИ
<b>НОМИНАЛНА СТОЙНОСТ:</b>	1 (ЕДИН) ЛЕВ
<b>БРОЙ АКЦИИ ОБЕКТ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО:</b>	27 961 916 БРОЯ
<b>ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА НА АКЦИЯ:</b>	1.75 ЛЕВА (ЕДИН ЛЕВ И СЕДЕМДЕСЕТ И ПЕТ СТОТИНКИ)

**КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА ДАННИТЕ В ПРЕДЛОЖЕНИЕТО**

15.03.2021 г.

## ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

## СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА .....	5
1.1. ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА НА АКЦИЯ .....	5
1.2. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ .....	5
1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ .....	6
1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ .....	6
1.5. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 6 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ .....	7
1.6. ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ .....	7
1.7. ОТГОВОРНОСТ НА КОМИСИЯТА .....	8
1.8. ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ .....	8
2. РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА .....	8
2.1. ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН 8	
2.2. ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО .....	9
2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ ПО БАЛАНС .....	10
2.2.2. АКТИВИ .....	10
2.2.3. ПАСИВИ .....	11
2.2.4. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА, ОСНОВНИ ВИДОВЕ ПРИХОДИ .....	11
2.2.5. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ .....	12
2.3. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ .....	12
2.3.1. ДАННИ ОТ ОТЧЕТА ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД .....	12
2.3.2. ДАННИ ОТ ОТЧЕТА ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ .....	13
2.3.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА „АГРОЕНЕРДЖИ ИНВЕСТ “ АД СИЦ... ..	13
2.3.4. ДРУГИ СЪЩЕСТВЕНИ ДАННИ .....	15
2.3.5. ПРЕДХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ .....	15
2.4. ОТНОСИМИТЕ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА .....	15
2.4.1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ .....	15
2.4.2. ПАЗАРНИ ФАКТОРИ .....	18
3. ОЦЕНЪЧНИ МОДЕЛИ .....	19
3.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ .....	19
3.1.1. ПРЕДСТАВЯНЕ И ОБОСНОВКА НА МЕТОДА .....	19
3.1.2. МЕТОДОЛОГИЯ НА ОЦЕНКАТА .....	19
3.1.3. МЕТОДОЛОГИЯ НА ПРОГНОЗИТЕ .....	20
3.1.3.1. ПРОГНОЗНИ ПРИХОДИ .....	20
3.1.3.2. РАЗХОДИ ЗА ИНВЕСТИЦИОННА ДЕЙНОСТ .....	22
3.1.3.3. АДМИНИСТРАТИВНИ РАЗХОДИ .....	23
3.1.3.4. ПРОГНОЗНИ КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ .....	23
3.1.3.5. ПРОГНОЗЕН НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ .....	24

3.1.3.6.	ПРОГНОЗИ ЗА ИНФЛАЦИЯ .....	25
3.1.3.7.	ПОСТОЯНЕН ТЕМП НА НАРАСТВАНЕ НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В СЛЕДПРОГНОЗНИЯ ПЕРИОД (LONG-TERM GROWTH RATE) .....	25
3.1.4.	НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ (WACC) .....	25
3.1.5.	ТЕРМИНАЛНА СТОЙНОСТ .....	28
3.1.6.	ПРОГНОЗНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ И РЕЗУЛТАТИ ОТ МЕТОДА ДИСКОНТИРАНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА ДРУЖЕСТВОТО (FCFF).....	28
3.2.	МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ.....	28
3.3.	МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ.....	30
4.	ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ .....	30
5.	СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА СЪГЛАСНО ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ .....	31
6.	ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ .....	31

## **1.РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА**

### **1.1.ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА НА АКЦИЯ**

Цената за една акция, предложена от търговия предложител, е в размер на **1.75 лв. / един лев и седемдесет и пет стотинки/**.

Съгласно изискването на чл.150, ал.8 от Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), предлаганата цена на акция не може да бъде по-ниска от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца, а когато такава не е налице - от най-високата цена за една акция, заплатена от предложителя, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2, през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението. Предлаганата цена може да бъде справедливата цена на една акция на Дружеството, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи съгласно Наредба № 41 от 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 (Наредба №41).

Съгласно чл.18, ал.5 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация (ЗДСИЦДС), обнародван в Държавен вестник, бр.21 от 12.03.2021 г., ще се прилагат изисквания за цената съгласно чл.150, ал.7 от ЗППЦК. В този случай, предлаганата цена на акция не може да бъде по-ниска от:

- справедливата цена на акцията, посочена в обосновката по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК;
- средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението;
- 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; в случаите, когато цената на акциите не може да бъде определена съгласно предходното изречение, тя се определя като по – високата между последната емисионна стойност и последната цена, платена от търговия предложител.

Предлаганата цена е по-висока от справедливата цена на една акция на Дружеството, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи съгласно Наредба №41. Не е налице средна претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца, тъй като сделки с акции на Дружеството на БФБ не са сключвани. Единственият акционер в Дружеството също не е придобивал акции в Дружеството през последните шест месеца преди регистрацията на предложението. Дружеството също така не е извършвало обратно изкупуване от периода на учредяването си до датата на настоящото предложение за обратно изкупуване. Последната емисионна цена е 1.10 лв.

### **1.2.СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ**

Въз основа на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, поради липсата на активна търговия с акции на Дружеството (виж т. 1.4. по-долу) през последните шест месеца преди датата на обосновката справедливата цена на акциите е стойността на акциите, получена съгласно използваните оценъчни методи и е изчислена като **1.49 лв. на акция**.

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 същата Наредба. 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 на Дружеството. Такава оценка може да бъде изисквана от Комисията за финансов надзор при наличие на някое от обстоятелствата, изброени в чл.6, ал.3 от Наредба №41.

Нашето допускане е, че ликвидационната оценка ще бъде по-ниска от оценката получена съгласно оценъчните методи. Това наше заключение се базира на нетната стойност на активите на Дружеството, която стойност се различава само със 17.6% от определената справедлива цена съгласно оценъчните методи. И теорията и практиката показват че ликвидационната стойност на Дружеството е по-ниска от нетната стойност на активите, поради разходите по ликвидация и дисконтирането на очакваните парични потоци от ликвидацията във времето. Освен това, следва да се има предвид, че Дружеството ежегодно преглежда своите активи и ако е налице основание за преоценка, такава се прави. Поради тези причини ликвидационна оценка на Дружеството не е изготвена.

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи.

### 1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ

Представените по-долу оценки на акциите на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ са изготвени в съответствие с изискванията на Наредба № 41.

Използван метод	Тегло, %	Цена на акция, лв
<i>Оценъчни методи</i>		
ДПП	50.00%	1.23
НСА	50.00%	1.75
Средна претеглена от оценъчните методи		1.49
Справедлива цена съгласно чл.5, ал.3 от Наредба 41		1.49
Цена съгласно чл. 150 от ЗППЦК		1.49
Предлагана цена		1.75

Предлаганата цена на акция съответства на изискванията на чл. 150 от ЗППЦК.

Поради това, че акцията не е търгувана в последните шест месеца преди датата на регистрацията на Предложението в Комисията за финансов надзор, средната претеглена цена не може да бъде използвана за определяне на цената на търговото предложение съгласно изискванията на чл. 150 от ЗППЦК, както и да участва при определяне на справедливата цена на акциите съгласно чл.5, ал.1 от Наредба 41. Справедливата цена на акциите на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ е определена съгласно чл.5, ал.3 от Наредба 41, като са използвани методите, посочени по-горе в таблицата.

### 1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи. Съгласно Наредба №41, „Неоперативни активи“ са активи (имоти, машини, съоръжения, материални запаси, финансови инструменти, благородни метали и други), които не се ползват в дейността на дружеството и за които не се очаква да генерират паричен поток в прогнозния период. Дружеството е предоставило аванси по договори за покупка на земеделска земя, които смятаме, че е обосновано да се приеме, че ще бъдат превърнати в доходоносни активи, а именно в земеделска земя. В тази връзка,

предоставените аванси се очаква да генерират парични потоци към акционерите и не могат да бъдат считани за неоперативни активи.

### **1.5. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 6 МЕСЕЦА И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ**

Съгласно чл.5 на 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, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане, 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.

Съгласно т.1 от § 1 от допълнителните разпоредби на същата наредба, "Акции, търгувани активно" са акции, които отговарят едновременно на следните две условия:

а) за предходните шест месеца преди датата на обосновката:

аа) имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0.01% от общия брой акции на дружеството от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода, или

аб) формират не по-малко от 1% от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода;

б) за предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

аа) сделки с акции на дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или

аб) 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.

Акциите на дружеството не са се търгували в последните шест месеца преди датата на обосновката, както и преди датата на регистрацията на търговото предложение в Комисията за финансов надзор, поради което не отговарят на критериите за "Акции, търгувани активно" и съответно 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 под внимание при определяне на справедливата цена.

Поради това, че акцията не е търгувана в последните шест месеца преди датата на регистрацията на търговото предложение в Комисията за финансов надзор средната претеглена цена не може да бъде използвана за определяне на цената на търговото предложение съгласно изискванията на чл. 150 от ЗППЦК.

### **1.6. ДРУГА СЪЩЕСТВЕНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ЦЕНИТЕ НА АКЦИИТЕ**

Не е налична друга съществена информация за цените на акциите. През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е била изготвена и публично оповестена оценка на Дружеството от независим оценител. Съгласно изискванията на ЗДСИЦ е направена оценка от независим оценител на всеки от притежаваните от Дружеството недвижими имоти. На база на тези оценки, всички имоти на Дружеството към 31.12.2019 г. са преоценени по справедлива стойност. Към датата на обосновката, Дружеството няма изготвена преоценка на недвижимите имоти към 31.12.2020 г.

## **1.7.ОТГОВОРНОСТ НА КОМИСИЯТА**

КФН 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.

## **1.8.ДАТА НА ОБОСНОВКАТА И СРОК НА ВАЛИДНОСТ**

Обосновката на изготвената оценка е направена към 15.03.2021 г. и е валидна до крайния срок за приемане на Предложението.

## **2.РАЗЯСНЕНИЕ НА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА**

### **2.1.ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН**

„Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ е публично акционерно дружество със специална инвестиционна цел за секюритизация на недвижими имоти.

Дружеството е създадено през 2006 г. на Учредително събрание, проведено на 20 февруари 2006 г., и е вписано в търговския регистър на Софийски градски съд с Решение № 1 от 9 март 2006 г. по фирмено дело № 2813/2006 г., парт.№102391, том 1373, страница 131, рег.І.

На проведено Извънредно общо събрание на акционерите, от 12 април 2012 г., е взето решение за промяна на наименованието от „Фонд за земеделска земя Мел Инвест“ АДСИЦ на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ. Промяната е вписана в Търговския регистър към Агенция по вписванията под №20120420155150. Дружеството е регистрирано в Търговския регистър към Агенция по вписванията с единен идентификационен код 175048939.

Дружеството е получило лиценз за извършване на дейността си, на основание на Решение №348-ДСИЦ от 26 май 2006 г. на Комисия за финансов надзор.

С взето решение на Извънредно общо събрание на акционерите от 12 април 2012 г., отпада крайния срок на съществуване на Дружеството, като същото се счита учредено за неограничен срок.

Предметът на дейност на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ е: инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в земеделска земя. Основната дейност на Дружеството е да организира закупуването, отдаването под наем, постепенната концентрация и окрупняване на портфолиото от земеделска земя.

Във връзка с осъществяването на основната дейност на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ, има сключени следните договори:



- Банка депозитар на Дружеството е „Обединена Българска Банка“ АД, със седалище и адрес на управление: гр.София, община Възраждане, ул.Света София №5.,
- Обслужващо дружество – при осъществяване на дейността си Дружеството ползва услугите на „Тера Сървисис“ ООД, със седалище и адрес на управление: гр.София, р-н Красно село, бул. Ген.Тотлебен №85-87.
- Оценители на придобиваните недвижими имоти са консултантска къща Амрита ООД и Колиърс Интернешънъл ЕООД

От учредяването си до момента „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ:

- не е било преобразувано;
- няма дъщерни дружества;
- е част от икономическата група Венчър Екуити България и е обект на консолидация;
- не е осъществявало прехвърляне на предприятието;
- придобивало е и се е разпореждало с активи със значителна стойност;

➤ По реда на чл.15 от Търговския закон Дружеството е придобило части от търговските предприятия (представляващи право на собственост върху земеделски земи и права по договори на аренда и наем) на други дружества: „Агровенчър Норт Уест“-ООД, ЕИК 175366589 (вписани в ТР при АВ с рег.№ 20090717171222 и 20121219153509), „Екопроекти“ ЕООД, ЕИК 105553493 (вписано в ТР при АВ с рег.№ 20121219165127) и АГРОЕНЕРДЖИ АДСИЦ, ЕИК 200087788 (вписано в ТР при АВ с рег.№ 20130103184053).

## 2.2.ОСОБЕНОСТИ НА ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО

Основната дейност на Дружеството е закупуването, отдаването под наем, постепенната концентрация и окрупняване на портфолиото от земеделска земя. Дружеството инвестира в имоти, осигуряващи доход под формата на наеми, арендни вноски и други текущи плащания. Диверсификация на портфейла се постига посредством инвестиране в различни имоти, намиращи се в различни региони на Република България.

Местонахождението и стойността на притежаваните Дружеството недвижими имоти по области и техния дял към 31.12.2020 г. са показани в таблицата по-долу:

Местонахождение по област	Площ към		Стойност	
	31.12.2020 в дка	%	към 31.12.2020 в лв.	%
ОБЛАСТ БУРГАС	6 671	13.30	4 041 375	12.97
ОБЛАСТ ВАРНА	33	0.06	30 337	0.09
ОБЛАСТ ВЕЛИКО ТЪРНОВО	5 425	10.97	3 736 859	12.20
ОБЛАСТ ВИДИН	8 678	16.84	5 497 190	17.20
ОБЛАСТ ВРАЦА	5 798	11.15	3 153 242	9.78
ОБЛАСТ ГАБРОВО	719	1.37	314 788	0.96
ОБЛАСТ ЛОВЕЧ	157	0.30	66 108	0.20
ОБЛАСТ МОНТАНА	3 649	7.31	2 596 525	8.37
ОБЛАСТ ПАЗАРЖИК	21	0.04	10 527	0.03
ОБЛАСТ ПЛЕВЕН	106	0.20	63 533	0.19

ОБЛАСТ ПЛОВДИВ	48	0.09	32 404	0.10
ОБЛАСТ РУСЕ	17	0.03	14 631	0.04
ОБЛАСТ СИЛИСТРА	180	0.34	204 301	0.63
ОБЛАСТ СЛИВЕН	163	0.31	102 091	0.31
ОБЛАСТ СТАРА ЗАГОРА	1 893	3.69	1 343 890	4.22
ОБЛАСТ ТЪРГОВИЩЕ	3 909	8.40	2 634 867	9.14
ОБЛАСТ ХАСКОВО	9 614	19.57	5 229 423	17.19
ОБЛАСТ ШУМЕН	1 029	2.26	724 464	2.58
ОБЛАСТ ЯМБОЛ	1 607	3.77	990 858	3.78
	<b>49 718</b>	<b>100.00</b>	<b>32 647 445</b>	<b>100.00</b>

Източник: Неаудитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството

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

По данни от неаудитирания финансов отчет на Дружеството стойността на активите му към 31.12.2020 г. възлиза на 59 260 хил. лв., а на пасивите - на 10 321 хил. лв.

### 2.2.2. АКТИВИ

Предвид основната дейност на Дружеството, основната част от активите представляват инвестиционните имоти, които към края на 2020 г. формират 52% от общата стойност на активите. Те намаляват с 5.7% спрямо края на предходната година поради извършените продажби през годината.

Инвестиционните имоти се оценяват първоначално по себестойност, включваща цената на придобиване, както и всички преки разходи, които касаят придобиването на имотите. Последващите разходи, свързани с инвестиционния имот, който вече е бил признат, се прибавят към балансовата сума на инвестиционния имот, когато е вероятно, че Дружеството ще получи бъдещи икономически изгоди, надвишаващи първоначално оценената норма на ефективност на съществуващия инвестиционен имот. Всички други последващи разходи се признават като разходи в периода, в който са възникнали.

Последващото оценяване на инвестиционните имоти се извършва като се използва моделът на справедливата стойност, по който се оценява един инвестиционен имот след първоначална оценка по цена на придобиване, като промените в справедливата стойност се признават в отчета за всеобхватния доход.

Справедливата стойност на инвестиционните имоти към 31 декември 2019 и 2018 е определена въз основа на оценка, извършена от лицензиран оценител, по метода на пазарните сравнения. За целта, са използвани пазарни/ офертни цени на имоти, със сходни характеристики, по региони, като са отчетени на следните фактори: размер; категория земя; близост до водни / напоителни системи; топография на терена; и достъпност до главни пътни артерии. В допълнение използваните офертни цени са коригирани с: коректив за офертна цена (отразява разликата между офертната цена и реалната цена, при която се извършва сделката); коректив за време (отразява промяната в цената, когато са използвани оферти от 2019 и 2018); и коректив за аренда (отразява промяната в статуса на земята – арендована/ неарендована). Ръководството на Дружеството счита, че така определената пазарна цена на инвестиционните имоти към 31 декември 2019 и 2018 предоставя достатъчно добро доказателство за тяхната справедлива стойност. Към датата на обосновката, Дружеството няма изготвена оценка на недвижимите имоти към 31.12.2020 г.

Амортизация на инвестиционните имоти не се начислява. На всяка дата на изготвяне на финансовите отчети на Дружеството, разликата между балансовата и справедливата стойност се отчита в отчета за всеобхватния доход.

Съществена част от активите на Дружеството представляват търговските и други вземания, вкл. предоставени аванси за покупка на земеделска земя.

Паричните средства и еквиваленти намаляват с 6.4% г. до 3.4 млн. лв. към края на 2020 г. спрямо края на 2019 във връзка с увеличението на задълженията по лихвени заеми.

### **2.2.3. ПАСИВИ**

Основната част от пасивите се формира от задълженията по лихвени заеми, които към края на 2020 г. представляват 95.6% от пасивите на Дружеството. През последната година Дружеството е сключило договор за банков заем за придобиване на земеделска земя, от „Прокредит банк“ АД с разрешен размер от 5 115 хил. евро. Към 31 декември 2020, Дружеството е усвоило 5 043 хил. евро или 9 863 хил. лв. Крайният срок за изплащане на заема е 09.02.2030г. Договореният лихвен процент е шестмесечен EURIBOR + надбавка от 1.8%, но не по-малко от 1.8% годишно. Като обезпечение по кредита е учреден първи по ред особен залог на търговското предприятие на Дружеството. Към края на 2020 г., търговските и други задължения формират едва 4.2% от пасивите. Исторически, те в основната си част са задължения за дивиденди, изчислени по реда на чл. 10, ал. 3 от ЗДСИЦ. Тъй като към датата на обосновката Дружеството не е изготвило одитиран отчет, не са и формирани задължения за дивиденди.

### **2.2.4. РЕЗУЛТАТИ ОТ ДЕЙНОСТТА, ОСНОВНИ ВИДОВЕ ПРИХОДИ**

Приходите на дружеството са обичайните за този вид дейност и могат да бъдат разделени на три основни типа – приходи от аренда на земеделска земя, печалба/(загуба) от продажба на инвестиционни имоти и печалба от преценка на инвестиционни имоти. Приходите и разходите се начисляват в момента на тяхното възникване, независимо от паричните постъпления и плащания. Отчитането на приходите и разходите се извършва при спазване на съпоставимост между тях, текущо начисляване и предпазливост. Приходите от аренда се признават в отчета за всеобхватния доход на базата на сключени договори за аренда за периода, за който се отнасят на база принципа за начисляване. Последващото оценяване на инвестиционните имоти се извършва като се използва моделът на справедливата стойност, по който се оценява един инвестиционен имот след първоначална оценка по цена на придобиване, като промените в справедливата стойност се признават в отчета за всеобхватния доход.

През 2020 г. „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ реализира приходи от аренда в размер на 460 хил. лв., като те намаляват с 37.8% спрямо предходната година в резултат както и на по-малкия размер на отдадените под аренда площи, така и на по-ниския размер на арендата на единица площ. През годината Дружеството също така реализира брутни приходи от продажба на земеделски земи в размер на 1 694 хил. лв. (-65% на годишна база) в резултат на продажбата на 2 896 дек. земеделска земя, при което Дружеството реализира нетна загуба в размер на 160 хил. лв. Общите разходи намаляват през годината, като това се дължи на по-ниските разходи за инвестиционна дейност, докато административните и финансови разходи се увеличават. Нетният резултат на Дружеството за годината е загуба в размер на 281 хил. лв. спрямо печалба в размер на 644 хил. лв. през 2019 г. Следва да се има предвид, че тези данни се базират на предварителния отчет, като е възможно резултатът от одитирания отчет да се различава, поради преценки на инвестиционните имоти.

## 2.2.5. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

Силните страни на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ са:

- Висока квалификация на персонала;
- Географски диверсифициран портфейл;
- Добро познаване на пазара;
- Дългосрочни договори за аренда;
- Ниско ниво на задлъжнялост.

Слаби страни:

- Сравнително малки по размер парцели земеделска земя;
- Ниски средни нива на аренда спрямо конкурентите;
- Слаба разпознаваемост на Дружеството.

Възможности:

- Ръст в размера на субсидиите и в ефективността на земеделието, което от своя страна би довело до ръст на арендните нива;
- Окрупняване на земеделски имоти;
- Използване на дългово финансиране на цена под доходността на имотите би довела до подобряване на възвращаемостта.

Заплахи:

- Неблагоприятните метеорологични условия могат да доведат до фалит на земеделски производители и съответно до неплащане или забавяне на аренды;
- Силно раздробената собственост на земеделски земи в България;
- Намаляване на икономическата активност;
- Навлизане на по-големи конкуренти с по-евтино финансиране.

## 2.3. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация включва данни за последните четири финансови години.

### 2.3.1. ДАННИ ОТ ОТЧЕТА ЗА ВСЕОБХВАТНИЯ ДОХОД

Отчет за всеобхватния доход	2017	2018	2019	2020
Сумите са в хиляди лева				
Приходи от аренда	896	906	740	460
Приходи от реинтегрирани провизии за обезценка	40	65	86	-
Печалба/(загуба) от продажба на инвестиционни имоти	94	21	(146)	(160)

Печалба от преценка на инвестиционни имоти	1 409	2 182	770	-
Разходи за инвестиционна дейност	(335)	(241)	(501)	(95)
Административни разходи	(148)	(167)	(165)	(253)
Финансови приходи/ (разходи), нетно	(232)	(148)	(140)	(233)
<b>Печалба за периода</b>	<b>1 724</b>	<b>2 620</b>	<b>644</b>	<b>(281)</b>
Друг всеобхватен доход	-	-	-	-
<b>Общо всеобхватен доход</b>	<b>1 724</b>	<b>2 620</b>	<b>644</b>	<b>(281)</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г., Дружеството

### 2.3.2. ДАННИ ОТ ОТЧЕТА ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ

Отчет за финансовото състояние	2017	2018	2019	2020
Сумите са в хиляди лева				
<b>Активи</b>				
Инвестиционни имоти	35 156	36 811	32 648	30 787
Вземания от свързани предприятия	658	658	658	658
Търговски и други вземания	21 172	20 095	19 886	24 396
Парични средства и еквиваленти	111	664	3 652	3 419
<b>Общо активи</b>	<b>57 097</b>	<b>58 228</b>	<b>56 844</b>	<b>59 260</b>
<b>Собствен капитал</b>				
Основен капитал	27 962	27 962	27 962	27 962
Резерви	5 388	5 388	5 388	5 388
Неразпределена печалба	16 270	18 084	16 629	15 589
<b>Общо собствен капитал</b>	<b>49 620</b>	<b>51 434</b>	<b>49 979</b>	<b>48 939</b>
<b>Пасиви</b>				
Задължения по лихвени заеми	6 055	5 861	4 634	9 863
Търговски и други задължения	1 347	850	2 188	431
Други пасиви	75	83	43	27
<b>Общо пасиви</b>	<b>7 477</b>	<b>6 794</b>	<b>6 865</b>	<b>10 321</b>
<b>Общо капитал и пасиви</b>	<b>57 097</b>	<b>58 228</b>	<b>56 844</b>	<b>59 260</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г., Дружеството

### 2.3.3. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ НА „АГРОЕНЕРДЖИ ИНВЕСТ” АД СИЦ

хил. лв.	2017	2018	2019	2020
1 Общо приходи	2 439	3 174	1 450	300
2 Разходи за инвестиционна дейност	(335)	(241)	(501)	(95)
3 Административни разходи	(148)	(167)	(165)	(253)
4 Печалба преди лихви и данъци	1 956	2 766	784	(48)
5 Финансови разходи, нетно	(232)	(146)	(140)	(233)
6 Нетна печалба	1 724	2 620	644	(281)
7 Коригиран финансов резултат - печалба за разпределение	1 334	748	2 251	н.д.
8 Парични средства и еквиваленти	111	664	3 652	3 419

9	Общо вземания	21 830	20 753	20 544	25 054
10	Общо активи	57 097	58 228	56 844	59 260
11	Общо собствен капитал	49 620	51 434	49 979	48 939
12	Общо нелихвоносни пасиви	1 422	933	2 231	458
13	Общо лихвоносен дълг	6 055	5 861	4 634	9 863
14	Нетен оборотен капитал	20 408	19 820	18 313	24 596
15	Брой акции, хил.	27 962	27 962	27 962	27 962
16	Дивидент за периода	1 334	747	2 785	н.д.

Коефициенти на рентабилност		2017	2018	2019	2020
17	Възвръщаемост на собствения капитал* (6/11)	3.5%	5.1%	1.3%	-0.6%
18	Възвръщаемост на общо активи* (6/10)	3.0%	4.5%	1.1%	-0.5%
19	Норма на печалбата преди лихви и данъци (4/1)	80.2%	87.1%	54.1%	н.п.
20	Норма на нетната печалба (6/1)	70.7%	82.5%	44.4%	н.п.
Коефициенти за активи и ликвидност					
21	Коефициент на бърза ликвидност ((8+9)/12)	15.4	23.0	10.8	62.2
22	Обръщаемост на активите* (1/10)	0.0	0.1	0.0	0.0
23	Обръщаемост на вземанията* (1/9)	0.1	0.2	0.1	0.0
Коефициенти за една акция					
24	Собствен капитал за една акция (11/15)	1.8	1.8	1.8	1.8
25	Нетна печалба за една акция (6/15)	0.1	0.1	0.0	(0.0)
26	Приходи за една акция (1/15)	0.1	0.1	0.1	0.0
Коефициенти за дивидент					
27	Коефициент на изплащане на задължителен дивидент (16/7)	100.0%	99.8%	123.7%	н.д.
28	Коефициент на изплащане на дивидент (16/6)	77.4%	28.5%	432.4%	н.д.
29	Коефициент на реинвестирана печалба (100%-28)	22.6%	71.5%	-332.4%	н.д.
30	Дивидент за една акция (27/25)	0.05	0.03	0.10	н.д.
Коефициенти на развитие					
31	Темп на растеж на активи	-2.2%	2.0%	-2.4%	4.3%
32	Темп на растеж на общи приходи	3.9%	30.1%	-54.3%	-79.3%
33	Темп на растеж на нетната печалба	13.1%	52.0%	-75.4%	н.п.
Коефициенти за ливъридж					
34	Съотношение общо активи/собствен капитал (10/11)	1.2	1.1	1.1	1.2
35	Съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал (13/11)	0.1	0.1	0.1	0.2
Пазарни коефициенти					
36	Цена към края на периода	1.05	1.05	1.01	1.01
37	Пазарна цена/приходи (36/26)	12.0	9.3	19.5	94.1
38	Пазарна цена/нетна печалба (36/25)	17.0	11.2	43.9	н.п.
39	Пазарна цена/счетоводна стойност собствен капитал (36/24)	0.6	0.6	0.6	0.6

\*Коефициентите са пресметнати на база на печалбата за последните дванадесет месеца и стойностите на съответните балансови показатели към края на периода.

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г., Дружеството; Изчисления на ПФБК

н.д. - няма данни; н.п. - неприложимо

### 2.3.4. ДРУГИ СЪЩЕСТВЕНИ ДАННИ

Не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от заявителя или са поискани от комисията в хода на съответното административно производство по реда на чл. 152 от ЗППЦК.

### 2.3.5. ПРЕХОДНИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ НЕ МОГАТ ДА СЕ СЧИТАТ ЗА НЕПРЕМЕННО ПОКАЗАТЕЛНИ ЗА БЪДЕЩИТЕ ФИНАНСОВИ РЕЗУЛТАТИ

Акционерите трябва да имат предвид, че предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството. Резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.

### 2.4. ОТНОСИМИТЕ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА

При реализирането на този комплексен анализ следва да се проследят факторите основно от външната заобикаляща среда на „Агроенерджи Инвест“ АД СИЦ. Чрез разглеждане на измененията на елементи от външната среда, може да се прогнозира рисковите ситуации за Дружеството.

#### 2.4.1. МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ФАКТОРИ<sup>1</sup>

Развитието на дейността на Дружеството е пряко обвързана с общите макроикономически тенденции в България.

#### Основни макроикономически показатели за България:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Брутен вътрешен продукт, млн. лв.	89 362	95 131	102 345	109 743	119 772	118 605
Годишен реален темп на изменение на БВП, %	4%	3.8%	3.5%	3.1%	3.7%	-4.2%
ХИПЦ, годишно изменение, %	-0.9%	-0.5%	1.8%	2.3%	3.1%	0%
Безработица, %	10%	8%	7.1%	6.1%	5.9%	6.7%
Средна месечна работна заплата, лв.	878	948	1 037	1 146	1 267	1 387
БВП на глава от населението, лв.	12 339	13 346	14 464	15 622	17 170	17 109
Бюджетен (дефицит)/излишък, млн. лв.**	-2 485.2	1 468.1	845.5	135.1	-1 152.4	-3 531.6
Бюджетен (дефицит)/излишък, % от БВП	-2.8%	1.5%	0.8%	0.1%	-1%	-3%
Основен лихвен процент	0.01	0	0	0	0	0
Брутен външен дълг, % от БВП	74.0%	71.2%	65.4%	61.5%	57.4%	60.7%
Текуща сметка (дефицит)/излишък, % от БВП	0%	1.6%	1.8%	0.5%	1.5%	0.1%
Преки инвестиции в България, % от БВП	5.3%	1.9%	3.1%	1.8%	1.9%	0.9%
Преки инвестиции в България, млн. евро	2 399.1	927.2	1 618.9	983.0	1 138.5	561.7
Валутен курс на лв. за 1 евро	Фиксиран курс на 1.95583 лв. за 1 евро					
Валутен курс на лв. за 1 щ.д., края на периода	1.79	1.86	1.63	1.71	1.74	1.59

\*предварителни данни

<sup>1</sup> Като източници за изготвяне на секцията „Българската икономика“ са използвани статистически данни от Българска народна банка, Национален статистически институт, Министерство на финансите, Eurostat

\*\*на кешова основа

Таблицата по-долу представя обобщена информация за текущия дългосрочен рейтинг на Република България в чуждестранна валута, определен от специализираните международни рейтингови агенции.

#### Рейтинг на Република България:

Рейтингова агенция	Дългосрочен рейтинг	Перспектива	Промяна
Moody's	Baa1	Положителна	9 октомври 2020 г.
Standard&Poor's	BBB/A-2	Стабилна	27 ноември 2020 г.
Fitch	BBB	Положителна	19 февруари 2021 г.

#### Брутен вътрешен продукт

Пандемията от COVID-19, обхванала света през 2020 година и последвалите мерки за нейното овладяване прекъсват положителното развитие на българската икономика в периода 2015-2019 г., когато страната бележи стабилен реален растеж между 3% и 4% на годишна база. В следствие от противоепидемичните мерки цели сектори от икономиката са принудени да преустановят дейност временно или да реорганизируют производствените си процеси. Като резултат, БВП се свива до 118.8 млрд. лв. по текущи цени през 2020 година на фона на възходящата тенденция през предходните години – 2015 – 89.4 млрд. лв.; 2016 – 95.1 млрд. лв.; 2017 – 102.3 млрд. лв.; 2018 – 109.8 млрд. лв. и 2019 – 119.8 млрд. лв. Съществен принос за положителните резултати в периода 2015-2019 г. има нетния износ, който бележи ръст от 854 млн. лв. до 3.8 млрд. лв. Пандемията от COVID-19 и рестрикциите наложени в следствие на нея, дават отражение през 2020 година, като редуцират нетния износ до 2 млрд. лв. или с 47.6% спрямо предходната година. Несигурността води и до спад на брутно капиталобразуване с 11% на годишна база до 22.5 млрд. лв. Единственият компонент на БВП, който бележи ръст през 2020 г. са разходите за крайно потребление, които достигат 94.1 млрд. лв. при 90.6 млрд. лв. през 2019 г. Крайният резултат върху БВП през 2020 г. е реален спад от 4.2% на годишна база по предварителни данни.

Относно приноса и динамиката на основните икономически сектори към брутната добавена стойност, то най-голям дял при формирането на БДС през 2020 г. имат услугите – 69.5%, което е с 1.7% по-ниско от стойността през 2019 г. Намалението най-вероятно се дължи на противоепидемичните мерки, които засегнаха именно сектора на услугите най-силно. За сметка на това, дялът на индустрията и аграрния сектор, бидейки по-слабо засегнати от пандемията, се увеличава съответно до 26.5% (25% през 2019 г.) и 4% (3.8% през 2019 г.).

#### Инфлация

Под влияние на фактори като повишаването на международните цени на петрола и природния газ и експанзивната парична политика на централните банки, инфлацията в България за периода 2015-2019 г. се намира във възходящ тренд, като Хармонизирания индекс на потребителските цени нараства от -0.9% през 2015 г. до 3.1% през 2019 г. Пандемията от COVID-19 и мерките за нейното овладяване прекъсват този тренд. В резултат на строгите рестрикции по отношение на пътуването, цените на петрола достигат многогодишно дъно, а икономическите агенти отложиха част от инвестициите си в условия на несигурност. Това доведе до спад на ХИПЦ до 0% през 2020 г. Най-съществени понижения отчитат цените на транспорта (-6%) и облекло и обувки (-4.1%), докато най-значителен ръст се наблюдава при образovanieto (4.7%) и разнообразни стоки и услуги (3.2%)



## **Заетост**

Пандемията от COVID-19 прекъсна положителния тренд на развитие на безработицата в България. За периода 2015-2019 г. показателят спадна от 10% до едва 5.9%. Затварянето на цели сектори на икономиката за определен период от време през 2020 г. довеждат до нарастване на безработицата до 6.7%. Това става на фона на социално-икономически мерки за запазване на заетост като например програмата 60/40 и нейните разновидности. Без подобни политики е твърде вероятно безработицата да достигне значително по-високи стойности. За сравнение, ЕС приключва 2020 г. с безработица от 7.5%.

## **Платежен баланс**

Платежният баланс на страната показва устойчиви положителни нива на текущата сметка през последните години, най-вече поради ръста на нетния износ на услуги, който компенсира търговския дефицит. В предпандемичната 2019 година, текущата сметка приключва на излишък от 1.8 млрд. лв. при 2.9 млрд. лв. търговски дефицит и 4.9 млрд. лв. излишък в нетния износ на услуги. Пандемията от COVID-19 засяга сериозно търговската активност, като относителният спад във вноса на стоки е по-голям от този при износа, което води до свиване на търговския дефицит до 1.7 млрд. лв. Услугите също са засегнати, като нетния износ намаля до 2.8 млрд. лв. В допълнение, нетен първичен доход от -1.6 млрд. лв. и положителен вторичен доход от 580.3 млн. лв. водят до положителна текуща сметка от едва 67.5 млн. лв. Капиталовата сметка се намира в тенденция на нарастване през последните 4 години, като от 530.4 млн. лв. през 2017 г. достига до 942.1 млн. лв. през 2020 г. Забелязва се особено негативна тенденция при нетните преки чуждестранни инвестиции, които намалят от 1.8 млрд. лв. през 2015 година до едва 824.8 млн. лв. през 2019 и 412.4 млн. лв. през 2020 г.

## **Публични финанси**

Фискалната дисциплина на българските правителства е една от най-положителните характеристики на икономиката на страната. В след кризисните години от 2009-2013 г. България е една от малкото страни, които успяват да свият бюджетния си дефицит под 5% през 2009 г. и да го поддържат под 3% през следващите години. През 2014 г. това се променя, като страната приключи годината на дефицит от 3.7% от БВП. Към 2015 г. дефицитът по консолидираната фискална програма възлиза на 2.5 млрд. лв. (2.8% от БВП), но към 2016 г. бюджетът излиза на излишък от 1.5 млрд. лв., формиращ се от дефицит по националния бюджет в размер на 0.7 млрд. лв. и излишък по европейските средства в размер на 2.2 млрд. лв. Следващите две години – 2017 и 2018 отново приключват с излишък, макар и по-скромен. През 2019 г. дефицитът се завръща (1.2 млрд. лв.; 1% от БВП), като това се дължи основно на извършените еднократни разходи във връзка с реализирането на инвестиционния проект за придобиване на нов тип многофункционален боен самолет за българските военновъздушни сили. Пандемията през 2020 година допринася за задълбочаване на дефицита, като той достига 3.6 млрд. лв. (3% от БВП), като този резултат се формира от дефицит по националния бюджет в размер на 3.5 млрд. лв. и излишък по европейските средства в размер на 19.2 млн. лв. Трябва да се отбележи, че въпреки пандемията, България постига един от най-ниските бюджетни дефицити в ЕС.

България започва 2021 г. с бюджетен излишък от 409.7 млн. лв. (0.3% от БВП), като той е резултат от излишък по националния бюджет от 483.1 млн. лв. и дефицит от 73.4 млн. лв. по европейските средства. Предварителните разчети на Министерството на финансите предвиждат дефицит от 4.9 млрд. лв. (3.9% от БВП) през 2021 г.

## **Задлъжнялост**

Към края на 2020 г. общият държавен дълг (вкл. и държавно-гарантирания дълг) се повишава значително с 5.4 млрд. лв. на годишна база до 29 млрд. лв. (24.3% от прогнозния БВП), като

увеличението се дължи на повишените държавни разходи, целящи да смекчат икономическите негативи от пандемията от COVID-19. Въпреки тежката икономическа година, поради обвързаността на лева към еврото и засилената активност на ЕЦБ на пазара на ДЦК на държавите от Еврозоната, търсенето на български ДЦК се стимулира косвено. Това позволява поддържането на ниска доходност по българският дълг, като последните реализирани емисии през месец Февруари – 300 млн. лв. 10.5 годишни ДЦК и 200 млн. лв. 5 годишни ДЦК са записани при доходност от съответно 0.14% и -0.17%. Следва да се отбележи, че България продължава до е втора по съотношение дълг към БВП в ЕС, след Естония. Актуализираната средносрочна бюджетна прогноза за 2021-2023г. предвижда държавният дълг да продължи да нараства и да достигне 29.4% от БВП през 2023 г. или 40.5 млрд. лв. в номинална стойност.

## 2.4.2. ПАЗАРНИ ФАКТОРИ

Земеделската земя в България е един от най-печелившите активи за периода 2010-2019 година. Средната цена достига 948 лв./декар към края на периода при едва 279 лв./декар през 2010, което представлява ръст от 340% или средногодишен темп на нарастване от 14.56%. При наемите също се наблюдава значителен, макар и по-нисък ръст – от 23 лв./декар през 2010 година, към 2019 година арендата достига 48 лв./декар, което представлява средногодишен темп на нарастване от 8.52%. По слабият ръст на арендните плащания спрямо цената на земеделската земя води до свиване на доходността, като в началото на периода тя е над 8.2%, а в края му малко над 5%. Най-скъпи са парцелите в Североизточния район на България, където средната стойност на декар е 1 397 лв. за 2019 г. Следва да се отбележи, че статистиката взема предвид данъчната оценка на имотите, а реалната пазарна цена е възможно да надвишава отчетената.

### Тенденции в пазара на земеделска земя в България

Статистика земеделска земя	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Средна цена сделки, лв./дек.	279	398	547	594	664	732	761	872	941	948
Годишно изменение		42.7%	37.4%	8.6%	15.2%	7.0%	4.0%	14.6%	7.9%	0.8%
Средна цена на аренда, лв./дек.	23	30	34	36	41	42	44	46	48	48
Годишно изменение		30.4%	13.3%	11.8%	7.6%	2.7%	4.8%	4.5%	4.3%	0.0%
Средна доходност	8.2%	7.5%	6.2%	6.4%	6.0%	5.7%	5.6%	5.3%	5.1%	5.1%

Източник: НСИ

Нарастването на арендните плащания и цената на земята през периода не е равномерно, като е особено силно изразено в началото, а през последните години се наблюдава известно забавяне. Вероятна причина за това е въвеждането на таван на директните плащания и застой в размера на субсидиите на декар. В новия програмен период, не се очакват съществени промени в размера на субсидиите, което може да доведе до забавяне на ръста при цените. Други наблюдавани тенденции са за окрупняване на земеделските имоти и създаване на по-големи стопанства, които позволяват по-ефективно производство. Този процес може да повиши търсенето на земя в районите с най-активно земеделие, където е възможно и цената на декар да нарасне дори при неблагоприятно развитие при политиката относно субсидиите. Също така, като изчерпаем ресурс земята се явява актив-убежище в контекста на експанзионната монетарна политика на централните банки. Основен рисков фактор при земеделската земя е климата, като сушата през 2020 година доведе до рекордно ниски добиви и намаление на арендните плащания в някои райони на страната.

### 3. ОЦЕНЪЧНИ МОДЕЛИ

#### 3.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

##### 3.1.1. ПРЕДСТАВЯНЕ И ОБОСНОВКА НА МЕТОДА

Методът на дисконтираните парични потоци (**Discounted Cash Flows, DCF**) е водещ в световната практика на оценяване, тъй като отразява най-обстойно многообразието от фактори, влияещи върху оперативната дейност на дадена компания. В този смисъл, DCF предоставя сравнително широк поглед върху бъдещето представяне на компанията и по-конкретно върху паричните потоци, които тя би генерирапа.

При прогнозирането на паричните потоци са взети предвид оперативната среда на дружеството (сектор, пазари, вид на предлаганите продукти, конкурентоспособност), текущото му финансово състояние, неговите инвестиционни потребности, макроикономическата рамка на държавата, в която оперира дружеството, както и общата ситуация на международните финансови пазари (чрез рисковите премии и безрисковия лихвен процент).

##### 3.1.2. МЕТОДОЛОГИЯ НА ОЦЕНКАТА

Методът на дисконтираните парични потоци включва в себе си три метода: Метод на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), Метод на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) и Метод на дисконтираните дивиденди (DDM).

Подробно описание на методологията на тези методи може да бъде консултирано в Приложение № 2 от 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, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане.

И трите метода могат да бъдат използвани за оценка на Дружеството, като най-подходящ в случая се откроява метода на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), съгласно който също така се получава най-висока стойност на акция.

Особеното в случая е, че за да бъде получен максимално достоверен резултат от методът на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), той трябва да бъде коригиран с подходяща ефективна данъчна ставка. Въпреки сравнително ниското ниво на дълга, той все пак е наличен и съответно, следвайки методологията на метода, оперативната печалба трябва да бъде намалена с ефективната данъчна ставка. Това обаче се явява в конфликт с принципите на АДСИЦ, при които паричния поток (печалбата) към собствения капитал е необлагаема, докато приходите от лихви и съответно паричния поток към привлечения капитал са облагаеми. В резултат на това, при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), сме намалили стойността на свободния паричен поток на дружеството само с размера на данъка върху лихвените разходи.

Методът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) се явява неподходящ поради динамиката на привлечения капитал. Изплащането на заема на Дружеството съгласно погасителния план (до 2030 г.) ще намали значително стойността на свободния паричен поток до отрицателни стойности през прогнозния период. За да се елиминира това влияние трябва да се направи прогноза в рамките на следващите десет години, за да може при определянето на терминалната стойност да не се взема под внимание изходящия паричен поток при изплащането на заема. Такъв дълъг период, обаче значително намалява надеждността на прогнозите.

Ако се използва метода на дисконтираните дивиденди (DDM), стойността ще бъде по-ниска поради това, че прогнозните дивиденди ще се изплащат с 6 месеца до една година по-късно от реализирането на печалбата на дружеството, което води след себе си по-голям дисконтов фактор и съответно намаляване на оценката. Това би оцетило акционерите, тъй като теоретично цената на акциите отразява наличната информация (напр. печалбата за периода), която в този случай ще бъде достъпна няколко месеца преди изплащането на дивидента.

За да се избегнат тези изкривявания, смятаме че в конкретния случай е най-коректно да се използва метода на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF).

### 3.1.3.МЕТОДОЛОГИЯ НА ПРОГНОЗИТЕ

Прогнозите са изготвени за периода от 2021 г. до 2025 г. като са базирани върху годишни исторически данни за периода 2017 г. - 2020 г.

Прогнозите са разработени на база на принципа на действащо предприятие. Не са предвидени форсмажорни или други обстоятелства, които могат да нарушат нормалната дейност.

#### 3.1.3.1.ПРОГНОЗНИ ПРИХОДИ

Информация относно историческите приходи от продажби на Дружеството е дадена в таблицата по-долу:

Приходи по видове, хил. лв.	2017	2018	2019	2020
Приходи от аренда	896	906	740	460
Приходи от реинтегрирани провизии за обезценка	40	65	86	-
Печалба/(загуба) от продажба на инвестиционни имоти	94	21	(146)	(160)
Печалба от преоценка на инвестиционни имоти	1 409	2 182	770	-
<b>Общо приходи</b>	<b>2 439</b>	<b>3 174</b>	<b>1 450</b>	<b>300</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството.

Приходите на дружеството могат да бъдат разделени на три основни типа – приходи от аренда на земеделска земя, печалба/(загуба) от продажба на инвестиционни имоти и печалба от преоценка на инвестиционни имоти. През разглеждания исторически период, Дружеството също така има и приходи от реинтегрирани провизии за обезценка. Според историческите резултати, с най-съществено значение за Дружеството са приходите от аренда на земеделска земя и печалбата от преоценка на инвестиционни имоти. Прогнозите за приходите се базират на историческите резултати за последните 4 финансови години, както и на очакванията на търговия предложител относно развитието на пазара от гледна точка на търсене, предлагане и ценови нива.

През периода 2017-2020 година средногодишните приходи от аренда са в размер на 751 хил.лв., докато средногодишната размер земя по договори под аренда е била 35 835 хил. декара или около 63.5% от притежаваната земя. През същия период, средната аренда на декара е била около 19.5 лв., като динамиката показва, че промяната в периода 2017 – 2020 г. е около минус 26%. За повече информация виж таблицата по долу:

Приходи от аренда, земи в съществуващ портфейл	2017	2018	2019	2020
Приходи от аренда, хил.лв.	896	906	740	460
Земя към края на периода, хил дек.	61 395	60 590	52 614	49 718
Земя по договори за аренда към края на периода, хил дек.	45 107	36 613	35 724	25 894
<i>Земя под аренда/общо земя</i>	<i>73.5%</i>	<i>60.4%</i>	<i>67.9%</i>	<i>52.1%</i>

Средна аренда на декар, лв.*	20.2	22.2	20.5	14.9
Годишно изменение		9.6%	-7.7%	-27.0%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството; Изчисления на ПФБК

\*на база среден размер на земите под аренда

През прогнозния период не са заложили продажби на инвестиционни имоти, поради голямата субективност на резултата от такива сделки. Видно от историческите резултати, Дружеството има години както с положителни, така и с отрицателни резултати от продажбата на земи, като и в двата случая тези резултати не са съществени на фона на обема на тези сделки. Освен това, продажбата на имоти може да освободи стойност към акционерите в периода на продажбата, но ще намали стойността в последствие, тъй като ще намали размера на доходоносните активи. В тази връзка смятаме, че оценката на инвестиционните имоти е надежден измерител на пазарната им стойност и прогнозирането на печалби или загуби от продажби на тези имоти не е обосновано, като в същото време ще е неутрално от гледна точка на оценката.

През прогнозния период са заложили средна стойност на земите под аренда в размер на 70% от притежаваната земя и ръст на средната аренда на декар съгласно прогнозната инфлация (прогнози на IMF).

Приходи от аренда, земи в съществуващ портфейл	2021	2022	2023	2024	2025
Приходи от аренда, хил.лв.	459	537	548	559	570
Земя към края на периода, дек.	49 718	49 718	49 718	49 718	49 718
Земя по договори за аренда към края на период, дек.	34 803	34 803	34 803	34 803	34 803
Земя под аренда/общо земя	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Средна аренда на декар, лв.	15.1	15.4	15.7	16.0	16.4
Годишно изменение	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

Голяма част от активите на Дружеството са формирани от предоставени аванси за покупка на земеделска земя, които към момента не носят приходи и съответно парични потоци към акционерите, смятаме че е обосновано да се приеме, че тези вземания ще бъдат превърнати в доходоносни активи, а именно земеделска земя. За целите на прогнозата е допуснато, че това ще може реалистично да бъде осъществено в рамките на 3 години. Покупните цени на земеделските земи, както и средните арендни цени са базирани на статистиката на НСИ, като са базисни цени са използвани цените за 2019 г. (последните публикувани данни), и са индексирани с прогнозната инфлация за всяка година от прогнозния период. Относно процента на земи под аренда от притежаваната земя сме заложили по-висок (75%) от този на съществуващия портфейл, тъй като може да се допусне, че ще се купува основно земя, която може по-лесно да бъде отдадена под аренда.

Статистика/прогноза зем. земя	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Средна цена сделки, лв./дек.	948	960	971	991	1 011	1 031	1 052
Годишно изменение	0.8%	1.2%*	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Средна цена на аренда, лв./дек.	48.0	48.6	49.2	50.1	51.2	52.2	53.2
Годишно изменение	0.0%	1.2%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

\* На база 1.2% Средногодишно изменение на Хармонизиран индекс на потребителските цени през 2020 г.

Приходи от аренда, земи в нов портфейл	2021	2022	2023	2024	2025
Приходи от аренда, хил.лв.	302	458	772	942	960

Земя към края на периода, дек.	8 178	16 196	24 053	24 053	24 053
Земя по договори за аренда към края на период, дек.	6 134	12 147	18 040	18 040	18 040
Земя под аренда/общо земя	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
Средна аренда на декар, лв.	49.2	50.1	51.2	52.2	53.2
Годишно изменение	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

В прогнозния период не са заложили печалби от преоценка на инвестиционни имоти, тъй като те по смисъл са непарични потоци и не влияят на свободните парични потоци на Дружеството и съответно на оценката. Не са заложили и приходи от реинтегрирани провизии за обезценка, тъй като Дружеството всяка година има както приходи, така и разходи за обезценки, като разходите за обезценка исторически превишават многократно приходите. Поради това в прогнозния период разходите за обезценки са дадени на нетна база.

### 3.1.3.2. РАЗХОДИ ЗА ИНВЕСТИЦИОННА ДЕЙНОСТ

Информацията относно историческите разходи за инвестиционна дейност на Дружеството е дадена в таблицата по-долу:

Разходи за инвестиционна дейност, хил.лв.	2017	2018	2019	2020
Разходи по покупка на земеделски земи	-	-	-	-
Разходи по продажба на земеделски земи	(95)	(10)	(194)	(71)
% от стойността на сделката	3.0%	1.9%	3.9%	3.8%
Разходи за посредническа услуга	(79)	(43)	(78)	(24)
% от инвестиционните имоти	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
Разходи за обезценка на вземания	(161)	(188)	(229)	-
% от приходите от аренда	13.5%	13.6%	19.3%	0.0%
Общо	(335)	(241)	(501)	(95)

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството; Изчисления на ПФБК

Разходите за покупка на земеделски земи са базирани като 3% върху стойността на сделките, което е близко до средното ниво на разходите върху сделките, осъществявани от Дружеството, наблюденията върху пазара и очакванията на Мениджмънта. Не са планирани продажби на земеделски земи през прогнозния период и съответно разходи за такива. Разходите за посредническа услуга представляват основно разходи за преоценки на инвестиционните имоти, поради което са заложили на база осреднения процент от стойността на инвестиционните имоти. Разходите за обезценка на вземания се формират върху вземания по договори за аренда. В модела те са прогнозирани на нетна база (нетно от приходите от реинтегрирани провизии за обезценка), като тяхната динамика зависи основно от размера на приходите от аренда.

Прогнозните разходи за инвестиционна дейност са дадени в таблицата по-долу:

Разходи за инвестиционна дейност, хил.лв.	2021	2022	2023	2024	2025
Разходи по покупка на земеделски земи	(238)	(238)	(238)	-	-
% от стойността на сделката	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Разходи по продажба на земеделски земи	-	-	-	-	-
% от стойността на сделката	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Разходи за посредническа услуга	(64)	(77)	(90)	(90)	(90)
% от инвестиционните имоти	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

Разходи за обезценка на вземания, нетно	(114)	(149)	(198)	(225)	(230)
% от приходите от аренда	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>Общо разходи за инвестиционна дейност, хил.лв.</b>	<b>(416)</b>	<b>(464)</b>	<b>(526)</b>	<b>(315)</b>	<b>(319)</b>

### 3.1.3.3. АДМИНИСТРАТИВНИ РАЗХОДИ

Информация относно историческите административни разходи на Дружеството е дадена в таблицата по-долу:

Административни разходи, хил.лв.	2017	2018	2019	2020
Възнаграждение на обслужващото дружество	(43)	(43)	(43)	(43)
Разходи за счетоводни, одиторски и консултантски услуги	(33)	(50)	(41)	(128)
<i>Годишно изменение</i>		51.5%	-18.0%	212.2%
Разходи за възнаграждения и социални осигуровки	(47)	(58)	(61)	(59)
<i>Годишно изменение</i>		23.4%	5.2%	-3.3%
Други разходи	(25)	(16)	(20)	(23)
% от приходите от аренда	2.8%	1.8%	2.7%	5.0%
<b>Общо</b>	<b>(148)</b>	<b>(167)</b>	<b>(165)</b>	<b>(253)</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството; Изчисления на ПФБК

С най-съществени дялове в административните разходи са разходите за персонала и разходите за счетоводни, одиторски и консултантски услуги. Разходите за персонала са прогнозирани на база историческите данни и тяхната динамика, както и на увеличение на годишните разходи за служител през прогнозния период. През целия прогнозен период са заложили годишни индексирания на заплатите от 3%, поради всеобщия тренд за увеличение на заплатите и недостига на квалифицирана работна ръка, което води след себе си до естествен ръст на възнагражденията. За целия прогнозен период разходите за счетоводни, одиторски и консултантски услуги също са индексирани с индексирани със същия процент като разходите за персонала, тъй като цената на тези услуги се формира основно от разходи за труд. Възнаграждението на обслужващото дружество е прогнозирано да не се променя в съответствие с действащия договор Тера Сървисис ООД, според който максималният размер на годишното възнаграждение е 36 хил.лв. без ДДС (43 хил.лв. с ДДС).

Прогнозните административни разходи са дадени в таблицата по-долу:

Административни разходи, хил.лв.	2021	2022	2023	2024	2025
Възнаграждение на обслужващото дружество	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)
Разходи за счетоводни, одиторски и консултантски услуги	(132)	(136)	(140)	(144)	(148)
<i>Годишно изменение</i>	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Разходи за възнаграждения и социални осигуровки	(61)	(63)	(64)	(66)	(68)
<i>Годишно изменение</i>	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Други разходи	(19)	(25)	(33)	(38)	(38)
% от приходите от аренда	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>Общо</b>	<b>(255)</b>	<b>(266)</b>	<b>(280)</b>	<b>(291)</b>	<b>(298)</b>

### 3.1.3.4. ПРОГНОЗНИ КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ

През историческия период Дружеството не е придобивало инвестиционни имоти. Прогнозата за бъдещите капиталови разходи е представена в т. "Прогнозни приходи".

### 3.1.3.5. ПРОГНОЗЕН НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

При изготвяне на прогнозите за нетния оборотен капитал – нефинансовите текущи активи минус нелихвените текущи пасиви - са взети предвид планираните капиталови разходи и прогнозираното развитие на приходите, както и историческите данни относно вземанията и търговските и други задължения. Историческите данни за нетния оборотен капитал са показани в следващата таблица:

Нетен оборотен капитал, хил. лв.	2017	2018	2019	2020
<b>Нефинансови текущи активи, вкл.</b>				
Вземания от свързани лица	658	658	658	658
Предоставени аванси за покупка на земеделска земя	20 440	19 326	19 299	23 831
Вземания по арендни договори	732	769	587	565
% от приходите от аренда	81.7%	84.9%	79.3%	122.8%
Търговски и други вземания	21 172	20 095	19 886	24 396
<b>Нелихвени текущи пасиви, вкл.</b>				
Търговски и други задължения, от които:	1 347	850	2 188	431
Задължения за съучастия	1 201	673	2 026	-
% от задължението за дивидент за съответната година	100.0%	100.0%	100.0%	н.д.
Други	146	177	162	431
% от административните разходи	98.6%	106.0%	98.2%	170.4%
Други пасиви	75	83	43	27
% от приходите от аренда	8.4%	9.2%	5.8%	5.9%
<b>Нетен оборотен капитал, хил. лв.</b>	<b>20 408</b>	<b>19 820</b>	<b>18 313</b>	<b>24 596</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2017 г., 2018 г. и 2019 г.; Неодитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Дружеството; Изчисления на ПФБК

н.д. няма данни

Основните елементи формиращи нетния оборотен капитал са предоставените аванси за покупка на земеделска земя и търговските и други задължения. Относно предоставените аванси за покупка на земеделска земя сме допуснали, че ще бъдат превърнати в доходоносни активи, а именно земеделска земя в рамките на 3 години, което е и основния фактор, поради който нетния оборотен капитал в прогнозата намалява. Размерът на търговските и други задължения зависи основно от задълженията за дивиденти, поради което задължението за съучастия е прогнозирано като 100% от прогнозираното задължение за дивидент за съответната година, а другите задължения са базирани на административните разходи на Дружеството. Вземанията от свързани лица са оставени без промяна, като това допускане е направено на база историческите данни. Вземанията по арендни договори са базирани на основа на процент от приходите от аренда. Другите пасиви, които са незначителни по размер се формират от приходи за бъдещи периоди и също така са прогнозирани на база приходите от аренда.

Прогнозните елементи на нетния оборотен капитал са дадени в таблицата по-долу:

Нетен оборотен капитал, хил. лв.	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Нефинансови текущи активи, вкл.</b>					
Вземания от свързани лица	658	658	658	658	658
Предоставени аванси за покупка на земеделска земя	15 887	7 944	-	-	-



Вземания по арендни договори	532	696	924	1 050	1 071
% от приходите от аренда	70.0%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
Търговски и други вземания	16 420	8 640	924	1 050	1 071
<b>Нелихвени текущи пасиви, вкл.</b>					
Търговски и други задължения, от които:	306	410	669	1 043	1 086
Задължения за съучастия	-	90	332	693	729
% от задълженията за дивидент за съответната година	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Други	306	320	336	349	358
% от административните разходи	120.0%	120.0%	120.0%	120.0%	120.0%
Други пасиви	61	80	106	120	122
% от приходите от аренда	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Нетен оборотен капитал, хил. лв.	16 711	8 809	808	545	520

### 3.1.3.6. ПРОГНОЗИ ЗА ИНФЛАЦИЯ

Използвани са прогнозите на Международния валутен фонд за инфлацията през периода 2021 - 2025 г.

	2021	2022	2023	2024	2025
Прогнозна инфлация IMF	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

Източник: International Monetary Fund, IMF Staff Country Report February 1, 2021

### 3.1.3.7. ПОСТОЯНЕН ТЕМП НА НАРАСТВАНЕ НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В СЛЕДПРОГНОЗНИЯ ПЕРИОД (LONG-TERM GROWTH RATE)

Постоянният темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период е един от показателите, които в най-голяма степен влияят на резултантната величина от модела на дисконтираните парични потоци. В модела е заложен дългосрочен номинален ръст на компанията от 2% на годишна база. Този ръст се базира на финансовата и икономическа теория, която предвижда зряла и развита компания да достигне до темповете на растеж на индустрията, в която оперира, а една развита индустрия да конвергира към темповете на растеж на икономиката. Финансовата теория не допуска за този показател да бъдат използвани текущи и краткосрочни ръстове, чиито стойности са компрометирани като неустойчиви поради самото си естество.

Нашите очаквания за дългосрочен ръст се базират на дългосрочната прогноза на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за ръста на БВП на страните-членки на организацията до 2060 г. <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm>. Според тази прогноза очаквания средногодишен кумулативен ръст за периода 2025г. – 2060 г. е 1.9%. Поради това, че продажбите на дружеството се реализират изцяло в България, където се очаква тренд на конвергенция към по-развитите икономики в ЕС сме заложили малко по-висок темп на растеж, а именно 2%. Възможността за конвергенция, от друга страна, е лимитирана както поради общоевропейското определяне на субсидиите в сектора, така и поради демографската криза в България, която води до постепенно намаляване както на работната сила, така и на потребителското търсене. Така определения темп на растеж се потвърждава и от историческите стойности за развитие на европейската икономика, според които средният темп на растеж за последните 30 г. е почти 2%.

### 3.1.4. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ (WACC)

Нормата на дисконтиране е цената на финансиране на Дружеството като тя отразява търсената възвращаемост от инвеститорите. В метода на дисконтираните парични потоци на дружеството, това е среднопретеглената цена на капитала (СПЦК/WACC). Среднопретеглената цена на капитала е изчислена по формулата:

$$WACC = K_e \cdot (E/(E+D)) + K_d \cdot (D/(E+D)) \cdot (1-T)$$

където:

$K_e$  - цената на финансиране със собствен капитал

$K_d$  - цената на финансиране с привлечен капитал

$E$  – размер на собствения капитал (балансова стойност)

$D$  – размер на привлечения капитал

$T$  – данъчна ставка на Дружеството

Цената на финансиране със собствен капитал е изчислена съгласно методологията за определяне на цената на собствения капитал на проф. Асват Дамодаран, един от „гурутата“ на оценяването и оценъчните методи.

Цената на финансиране със собствен капитал е определена по следната формула:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_b$$

където:

$K_e$  - цената на финансиране със собствен капитал

$R_f$  - безрискова норма на възвръщаемост

$\beta$  – бета на сектора

$R_m$  – рискова премия за развит пазар на акции

$R_b$  – рискова премия за държавата

Безрисковата норма на възвръщаемост – “0.206%” - е определена на база на доходността на емисията германски дългосрочни ценни книжа с 30-годишен остатъчен матуритет (GTDEM30YR Corp), тъй като тези книжа отговарят най-добре на идеята за безрискова инвестиция, която да е с времеви хоризонт отразяващ основната част от стойността получена по метода на дисконтираните парично потоци, а именно терминалната стойност. Използваната информация е публикувана в Bloomberg към датата на обосновката.

Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран, който публикува на своята интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> актуални оценки на рисковите премии за развитите и развиващите се пазари, които се базират на исторически данни за рисковите премии на развитите пазари и съответните кредитни рейтинги за останалите пазари. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори по света и в България. Съгласно данните на проф. Дамодаран <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>, рисковата премия за инвестиране в акции на развит пазар е 4.63%. Използвани са данните към март 2021 г. като рисковата премия е изчислена на база стойността на индекса S&P 500 към 1 март 2021 г., стойността на изплатените дивиденди и обратно изкупени акции от дружествата от индекса за последните 12 месеца, както и стойността на прогнозните дивиденди и обратно изкупени акции за следващите 5 години. Прогнозата е осреднена консенсусна на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса, докато за терминален ръст е използвана доходността на дългосрочните американски ценни книжа. Този метод на определяне на рисковата премия за

развит пазар е най-подходящ, тъй като отчита очакванията на инвеститорите за бъдещето, представлявайки по своята същност средна геометрична от анюализираните риск премии за бъдещи периоди. ако избраната премия дава най-точна представа за очакванията на инвеститорите в дългосрочен план.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на акции с рейтинг Baa1 (каквато е рейтинга на България според Moody's към датата на обосновката) и рисковата премия за развит пазар на акции. Страновият риск е изчислен като произведение на разликата в доходността на акции с рейтинг Baa1 (1.41%) и коефициентът за волатилност на пазара на акции (1.10). Съгласно <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremApr20.xlsx> пазарната премия за странови риск е определена на 1.55%.

Бета коефициентът отразява системния риск на акциите на Дружеството. Той измерва волатилността на акцията спрямо движението на пазара като цяло. Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>, където коефициентът „бета без дълг“ (unlevered beta) за отрасъл „REIT“ за дружествата опериращи в Европа е определен на 0.491. Коефициентът „бета без дълг“ е коригиран с нивото на финансов ливъридж на Дружеството, като по този начин е изчислен коефициент „бета с дълг“ (levered beta). Изчислението на коефициентът „бета с дълг“ е постигнато чрез следната формула:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + (1 - T) * (D/E))$$

където:

$\beta_l$  - коефициент „бета с дълг“ (levered beta)

$\beta_u$  - коефициент „бета без дълг“ (unlevered beta)

T – данъчна ставка на Дружеството

D/E – съотношението на дългов капитал към собствен капитал (балансова стойност)

Мениджмънтът предвижда запазване на настоящите нива на дълг спрямо собствен капитал през прогнозния период. За целта при изчислението на коефициента „бета с дълг“ (levered beta) е използвано съотношението дълг към собствен капитал – 16.77/83.23. При определянето на относителните тегла на собствен и привлечен капитал сме използвали техните балансови стойности съгласно последния публикуван отчет. Използването на пазарни стойности е неприложимо, тъй като дългът е под формата на банкови заеми, тоест не се търгува и няма пазарна стойност. Собственият капитал също така не се търгува активно и няма пазарна цена от 2 октомври 2019 г., поради което е използвана балансовата му стойност. Така изчисленият коефициент „бета с дълг“ (levered beta) е:

$$\beta_l = 0.491 * (1 + (1 - 0\%) * 16.77/83.23) = 0.5901$$

Финализирането на цената на финансиране със собствен капитал е представено по-долу:

$$K_e = 0.206\% + 0.59 * 4.63\% + 1.55\% = 4.4848\%$$

За цената на финансиране с дългов капитал са използвани данни от Дружеството. Съгласно условията по револвиращия банков заем за придобиване на земеделска земя от „Прокредит банк“ АД, лихвеният процент е шестмесечен EURIBOR + надбавка от 1.8%, но не по-малко от 1.8% годишно, плюс 0.15% от непогасената част от главницата на годишна база.

Имайки предвид горепосочените данни, среднопретеглената цена на капитала е:

$$WACC = 4.4848\% * 0.8323 + 1.95\% * 0.1677 * (1 - 10\%) = 4.0269\%.$$

### 3.1.5.ТЕРМИНАЛНА СТОЙНОСТ

Терминалната стойност е изчислена чрез капитализация на паричните потоци за следпрогнозния период по метода за растеж на Гордън (Gordon Growth Model), съгласно формулата и изискванията в Приложение № 2 на Наредба № 41.

### 3.1.6.ПРОГНОЗНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ И РЕЗУЛТАТИ ОТ МЕТОДА ДИСКОНТИРАНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА ДРУЖЕСТВОТО (FCFF)

Прогнозираните парични потоци за периода януари'2021 – дек'2025 са дисконтирани към датата на оценката. Прогнозните разчети и калкулации са дадени в таблицата по-долу:

Сумите са в хиляди лева	2021	2022	2023	2024	2025
Приходи от аренда	760	995	1 320	1 500	1 530
Приходи от реинтегрирани провизии за обезценка	-	-	-	-	-
Печалба/(загуба) от продажба на инвестиционни имоти	-	-	-	-	-
Печалба от преоценка на инвестиционни имоти	-	-	-	-	-
Разходи за инвестиционна дейност	(416)	(464)	(526)	(315)	(319)
Административни разходи	(255)	(266)	(280)	(291)	(298)
<b>Оперативна печалба</b>	<b>90</b>	<b>264</b>	<b>513</b>	<b>894</b>	<b>913</b>
- данъци*	(18)	(16)	(14)	(14)	(13)
Оперативна печалба след данъци	71	248	499	881	899
- инвестиции в нетекущи активи	(8 178)	(8 018)	(7 857)	-	-
- увеличение/+намаление на нетния оборотен капитал	7 885	7 902	8 001	262	25
<b>Свободен паричен поток</b>	<b>(222)</b>	<b>132</b>	<b>643</b>	<b>1 143</b>	<b>924</b>
Норма на дискотиране	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
Дисконтов фактор	1.03	1.07	1.12	1.16	1.21
Настояща стойност на паричните потоци	(215)	123	576	984	765
Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период					2%
<b>Терминална стойност</b>					<b>46 514</b>
Настояща стойност на терминалната стойност	38 489				
<b>Справедлива стойност на дружеството</b>	<b>40 721</b>				
- лихвоносен дълг	9 863				
+ парични средства и еквиваленти	3 419				
<b>Справедлива стойност на собствения капитал</b>	<b>34 277</b>				
Брой акции в обръщение, хил.	27 962				
<b>Стойност на акция (лв)</b>	<b>1.23</b>				

### 3.2.МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВА-АНАЛОЗИ

Методът Пазарни множители на дружества-анализи (peer multiples) се състои в изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на неговата печалба на акция, продажби, нетна стойност на активите или друг финансов параметър с пазарен множител. Пазарният множител изразява съотношението между цената на дружество - аналог, и съответно неговата печалба на акция, продажби на акция, нетна стойност на активите или друг избран параметър.

Този метод за оценка отразява възприятието на инвеститорите на капиталовия пазар за стойността на компаниите в даден сектор. Стойността на оценяваното дружество се определя непосредствено само с помощта на пазарните множители на дружествата – аналози, при наличие на дружества със сходни инвестиционни и рискови характеристики.

Критериите, на които трябва да отговарят дружествата-аналози, са да бъдат в сектор от икономиката, в който оценяваната компания оперира, да предлагат сходно продуктово портфолио, да имат сходно географско покритие, да имат аналогичен размер на приходите и активите и подобна балансова структура. За да бъдат определени техните пазарни множители, аналозите също така трябва да имат публикувани финансови отчети и активно котирана цена.

Една селекция на компании-аналози традиционно стартира с подбор на група от дружества с аналогичен предмет на дейност и географски пазар, която впоследствие допълнително се прецизира, за да включва компании със сходен размер на операциите и приходите, балансова структура и пазарни коефициенти.

„Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ е дружество, което оперира в отрасъл „недвижими имоти“ като генерира приходи основно от продажба и отдаване под аренда на земеделска земя. Към датата на обособката има и други дружества със специална инвестиционна цел регистрирани на Българска Фондова Борса, които оперират в този отрасъл и в същото време генерират основната част от приходите си от операции със земеделска земя. Такива са „Аванс Терафонд“ АДСИЦ, „Агро Финанс“ АДСИЦ и „Агроенерджи“ АДСИЦ. При детайлен анализ на въпросните дружества се вижда, че те не отговарят на критериите за аналози. „Аванс Терафонд“ АДСИЦ е дружество, което се търгува активно на БФБ, но има активи, капитал и приходи значително по-високи от тези на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ. „Агро Финанс“ АДСИЦ е дружество, което в най-голяма степен се приближава до „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ по размер на активи и собствен капитал, но от друга страна има по-високи приходи и по-добра рентабилност. Освен това „Агро Финанс“ АДСИЦ не е активно търгувано дружество, като за последните 6 месеца има само две сделки с акции на БФБ, което я прави неприложима за използване за целите на метода. „Агроенерджи“ АДСИЦ, от своя страна, е много по-малко по обем на приходите, на загуба е в последните години и няма сделки с акции от 2008 г., което също го прави неприложимо за целите на метода.

Основни данни за сходни дружества, 2020 (хил. лв.)	Агроенерджи Инвест	Аванс Терафонд	Агро Финанс АДСИЦ	Агроенерджи АДСИЦ
Правна форма	АДСИЦ	АДСИЦ	АДСИЦ	АДСИЦ
Приходи	300	9 691	7 151	(21)
Нетна печалба (загуба)	(281)	4 489	6 761	(108)
Активи	59 260	246 420	70 449	24 095
Собствен капитал	48 939	242 589	66 546	23 514
Пазарна капитализация	28 242	177 029	103 103	24 050
Изтъргуван обем през последните 6 мес. % от капитала	0.0000%	1.4847%	0.0011%	0.0000%

Източник: Неодитирани годишни финансови отчети на Дружествата за 2020 г.; БФБ; Изчисления на ПФБК

Сравнението с публични дружества от друг отрасъл, регистрирани за търговия на БФБ е неприложимо, поради различните пазарни тенденции, типа продукти, нива на рентабилност, конкуренция, размер на активите и др.

Използването на компании-аналози, които се търгуват на други борси ще изисква множество корекции – за различия в нормативната уредба, счетоводните принципи, данъчната среда, пазарната ликвидност и др. Поради това, можем да кажем, че на практика няма публични дружества, които могат коректно да бъдат квалифицирани като аналози на „Агроенерджи Инвест“

АДСИЦ. Опитът за сравняване на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ с други публични компании при такава степен на същественост на разликите не може да генерира достоверен резултат. По тази причина методът на пазарни множители на дружества-аналози не е реалистично приложим, тъй като би довел до некоректни изходни данни и съответно е изключен от изчисленията на справедливата цена на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ.

### 3.3.МЕТОД НА НЕТНАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

Стойността на акциите по метода на нетната балансова стойност на активите се определя като стойността на активите по баланса на Дружеството, намалена със стойността на краткосрочните и дългосрочните задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя обикновени акции в обръщение. Стойността на активите и задълженията на Дружеството се определят на базата на информацията от последния изготвен счетоводен баланс към датата на изготвяне на обосновката.

Цената на една акция на Дружеството по метода на нетната балансова стойност на активите е определена, съгласно изискванията на чл. 15 от Наредба № 41, на база последно публикувания счетоводен баланс на Дружеството към 31.12.2020 г. Нетната стойност е изчислена като от сумата на актива са извадени задълженията и получената сума е разделена на броя акции в обръщение на Дружеството. Към 31.12.2020 г. обикновените акции на дружеството в обръщение са 27 961 916 броя.

**Нетна стойност на активите на една акция на „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ към 31.12.2020 г.**

Балансови стойности към 31.12.2020	в хиляди лева
Общо активи	59 260
Общо пасиви	10 321
<b>Нетна стойност на активите</b>	<b>48 939</b>
Брой акции в обръщение, хил.	27 962
<b>Нетна стойност на активите на една акция в обръщение, лв</b>	<b>1.75</b>

*Източник: Неаудитиран годишен финансов отчет за 2020 г.; Изчисления на ПФБК*

### 4.ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

Методът на дисконтираните парични потоци отразява най-обстойно многообразието от фактори, влияещи върху оперативната дейност на компанията и взима предвид оперативната среда на дружеството (сектор, пазари, продукти, конкурентоспособност), текущото му финансово състояние, неговите инвестиционни потребности, макроикономическата рамка на държавите, в която оперира дружеството, както и общата ситуация на международните финансови пазари. Като недостатък на модела следва да се отбележи факта, че той се основава на предположения за бъдещото развитие на компанията, които биха могли да не се сбъднат, поради проявлението на различни фактори, които са във и/или извън контрола на компанията. При все това, прогнозите за развитието на дружеството са направени след задълбочен анализ на инвестиционните планове на дружеството и на пазара на земеделска земя.

Методът на нетната балансова стойност на активите има редица недостатъци, като това че счетоводната стойност на собствения капитал е слабо показателна за стойността на едно действащо предприятие каквото е Дружеството, това че балансовата стойност се влияе от възприетите счетоводни практики, и че балансовата стойност е също така силно повлияна от

странични фактори като външни оценки за нетната реализируема стойност на активи в теоретични ситуации, инфлация, променящо се търсене и предлагане на активи и т.н. Въпреки това за компания с високо ниво на нетекущи активи този метод е широко използван в практиката.

В тази връзка смятаме, че равните тегла на двата метода най-добре отразяват справедливата стойност на Дружеството.

## 5. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА СЪГЛАСНО ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

Изчислената справедлива цена на акцията съгласно оценъчните методи е 1.49 лв.

Използван метод	Цена на акция, лв	Тежест	Претеглена цена на акция, лв
Дисконтирани парични потоци	1.23	50%	0.61
Нетна стойност на активите	1.75	50%	0.88
<b>Среднопретеглена цена на акцията</b>			<b>1.49</b>
<b>Справедлива цена на акцията</b>			<b>1.49</b>

Източник: Изчисления на ПФБК

## 6. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

В обосновката е използвана информация от следните източници:

- Публична информация от дружеството, обект на търговото предложение – „Агроенерджи Инвест“ АДСИЦ;
- БНБ – статистика от сайта на БНБ ([www.bnb.bg](http://www.bnb.bg));
- НСИ – статистика от сайта на НСИ ([www.nsi.bg](http://www.nsi.bg));
- Министерство на финансите – статистика от сайта на Министерство на финансите ([www.minfin.bg](http://www.minfin.bg));
- КФН – информация и нормативни документи от сайта на КФН ([www.fsc.bg](http://www.fsc.bg));
- БФБ – информация от сайта на БФБ ([www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg));
- МВФ - информация от сайта на МВФ ([www.imf.org](http://www.imf.org));
- Информация от терминала на Bloomberg;
- Информация от сайта на Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>);
- Информация от сайтовете на Moody's ([www.moody.com](http://www.moody.com)), Standard & Poor's ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)) и Fitch ([www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))

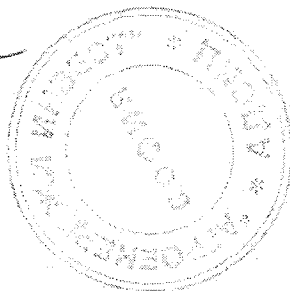
Представената в Обосновката информация от тези източници е точно възпроизведена и дотолкова, доколкото отговорните лица са осведомени и могат да проверят информацията, публикувана от тези трети лица, не са пропуснати никакви факти, които биха направили възпроизведената информация неточна или подвеждаща.

Предложителят и упълномощеният инвестиционен посредник "Първа финансова брокерска къща" ЕООД с положените подписи по-долу декларират, че настоящото предложение съответства на изискванията на закона.

За Предложителя:

Паулина Халачева,  
Изпълнителен директор

Гергана Маркова,  
Изпълнителен директор



За „ПФБК“ ЕООД:

Стоян Николов  
Управител

Мартин Димитров  
Управител

