

на основание чл.149, ал.6 във връзка с чл. 149, ал.1 и чл. 149а, ал. 1  
от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК)

## **БАРЕК ОВЪРСИЙЗ ЛИМИТИД**

отправя

### **ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

към акционерите на

**„ДРУЖБА СТЬКЛАРСКИ ЗАВОДИ“ АД**

**ГР. СОФИЯ**

за закупуване на **405 652** броя обикновени, поименни, безналични акции акции с право на глас от капитала на

**„Дружба стъкларски заводи“ АД**

гр. София

---

|                          |                                                                               |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| Присвоен номер по ISIN   | BG11DRPLAT19                                                                  |
| Вид на акциите           | Обикновени, поименни, безналични, с право на глас                             |
| Номинална стойност       | 1 (един) лев                                                                  |
| Предлагана цена на акция | <b>6.118 лв. (шест лева, единадесет стотинки и осем десети от стотинката)</b> |

---

***КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА НА ДАННИТЕ В ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.***

Дата на регистрация на Търговото предложение в Комисията за финансов надзор:

09.02.2017 г.

## СЪДЪРЖАНИЕ

|                                                                                                                        |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>1. ДАННИ ЗА ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ.....</b>                                                                           | <b>7</b>   |
| <b>2. ДАННИ ЗА УПЪЛНОМОЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК.....</b>                                                          | <b>10</b>  |
| <b>3. ДАННИ ЗА ДРУЖЕСТВОТО – ОБЕКТ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ („ДРУЖЕСТВОТО“) .....</b>                                  | <b>10</b>  |
| <b>4. УЧАСТИЕ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ В ГЛАСОВЕТЕ НА ОБЩОТО СЪБРАНИЕ НА ДРУЖЕСТВОТО – ОБЕКТ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ..</b>     | <b>11</b>  |
| 4.1. Данни за емисията .....                                                                                           | 11         |
| 4.2. Участие на Предложителя в гласовете на общото събрание на дружеството – обект на търговото предложение .....      | 11         |
| 4.3. Основание за Търговото предложение .....                                                                          | 13         |
| 4.4. Акции, обект на Търговото предложение .....                                                                       | 13         |
| <b>5. ПРЕДЛАГАНА ЦЕНА НА АКЦИЯ.....</b>                                                                                | <b>13</b>  |
| <b>6. ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА НА АКЦИЯ .....</b>                                                                | <b>13</b>  |
| 6.1. Резюме .....                                                                                                      | 13         |
| 6.1.2. Справедлива цена на акция, определена въз основа на общоприети оценъчни методи .....                            | 15         |
| 6.2. Обосновка в детайли – разяснение на извършената оценка.....                                                       | 18         |
| 6.2.1. Основна информация относно „Дружба стъкларски заводи“ АД.....                                                   | 18         |
| 6.2.2. Формулиране на сценарии за бъдещото развитие на дружеството - обект на търговото предложение.....               | 21         |
| 6.2.3. Прогнози за бъдещото развитие на дружеството - обект на търговото предложение .....                             | 24         |
| 6.2.4. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акцията.....                                         | 51         |
| 6.2.5. Резултати от различните методи на оценка.....                                                                   | 54         |
| 6.2.5 Окончателна оценка според трите оценъчни метода.....                                                             | 104        |
| 6.3 СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ .....                                                                         | 105        |
| 6.4 ИЗПОЛЗВАНИ ИЗТОЧНИЦИ НА ИНФОРМАЦИЯ .....                                                                           | 119        |
| - .....                                                                                                                | 120        |
| <b>7. ОБЕЗПЕЧЕНИЕ ЗА ПРАВАТА НА АКЦИОНЕРИТЕ, КОИТО МОГАТ ДА БЪДАТ ОГРАНИЧЕНИ СЪГЛАСНО ЧЛ.151А, АЛ.4 ОТ ЗППЗК .....</b> | <b>120</b> |
| <b>8. СРОК ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....</b>                                                              | <b>120</b> |
| <b>9. УСЛОВИЯ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....</b>                                                        | <b>121</b> |
| <b>10. РЕД ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.....</b>                                                               | <b>121</b> |

|                                                                                                                                                                                  |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 10.1. ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....                                                                                                                                    | 121 |
| 10.2. Допълнителни документи, които се прилагат към заявлението.....                                                                                                             | 122 |
| 10.2.1. Документ за легитимиране, както следва:.....                                                                                                                             | 122 |
| 10.2.2. Други документи, както следва: .....                                                                                                                                     | 122 |
| 11. МЯСТО, КЪДЕТО ПРИЕЛИТЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕТО АКЦИОНЕРИ ПОДАВАТ ПИСМЕНО ЗАЯВЛЕНИЕ ЗА НЕГОВОТО ПРИЕМАНЕ И ДЕПОЗИРАТ УДОСТОВЕРИТЕЛНИТЕ ДОКУМЕНТИ ЗА ПРИТЕЖАВАНИТЕ АКЦИИ .....           | 123 |
| 12. ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЧРЕЗ ПОДАВАНЕ ПРЕЗ ДРУГ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК .....                                                                                      | 123 |
| А. СРОК ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.....                                                                                                                              | 123 |
| В. НАЧИН ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.....                                                                                                                             | 124 |
| С. РАЗХОДИ ЗА АКЦИОНЕРИ, ПРИЕЛИ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....                                                                                                                      | 124 |
| 13. НАМЕРЕНИЯ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА БЪДЕЩАТА ДЕЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО - ОБЕКТ НА ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ, И НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ, ДОКОЛКОТО Е ЗАСЕГНАТ ОТ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ .....          | 125 |
| 14. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРИЛОЖИМИЯ РЕД, АКО ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ .....                                                                                 | 132 |
| 15. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ВЪЗМОЖНОСТТА ПРИЕМАНЕТО НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ДА БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРИЕЛИЯ ГО АКЦИОНЕР .....                                                                        | 133 |
| 16. ДОСТЪП ДО ГОДИШНИТЕ СЧЕТОВОДНИ ОТЧЕТИ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 3 ГОДИНИ. ПОЛУЧАВАНЕ НА ДОПЪЛНИТЕЛНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.....                            | 134 |
| 17. РАЗХОДИ ПО ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.....                                                                                                                                        | 134 |
| 18. ЦЕНТРАЛНИ ЕЖЕДИЕВНИЦИ, В КОИТО ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ ЩЕ ПУБЛИКУВА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ, СТАНОВИЩЕТО НА УПРАВИТЕЛНИЯ ОРГАН НА ДРУЖЕСТВОТО И РЕЗУЛТАТА ОТ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ..... | 134 |
| 19. ПРИЛОЖИМО ПРАВО ОТНОСИО ДОГОВОРИТЕ МЕЖДУ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ И АКЦИОНЕРИТЕ ПРИ ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ. КОМПЕТЕНТЕИ СЪД.....                                              | 135 |
| 21. ОТПИСВАНЕ НА ДРУЖЕСТВОТО ОТ РЕГИСТЪРА НА КОМИСИЯТА.....                                                                                                                      | 135 |
| 22. ДРУГИ ДАННИ, КОИТО ПО ПРЕЦЕНКА НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ИМАТ СЪЩЕСТВЕНО ЗНАЧЕНИЕ ЗА ОСЪЩЕСТВЯВАНОТО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.....                                                          | 135 |

**Основни документи приложени към Търговото предложение:**

1. Образци за заявление за приемане на Търгово предложение и на заявление за оттегляне на приемането на Търговото предложение;
2. Удостоверение за учредяване, за актуално състояние, удостоверение за директори и за регистриран адрес на Барек Овърсийз Лимитид;
3. Пълномощно от Барек Овърсийз Лимитид за „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД (БКК ИП ЕАД) за целите на Търговото предлагане и преупълномощаване ;
4. Документи относно наличието на средствата за финансиране на Търговото предложение – Договор за заем от 25.01.2017 г. и анекс към него от 27.03.2017 г., банкова референция от 06.04.2017 г., удостоверение за регистрация на заемодателя;
5. Декларация по чл. 151, ал. 3 от ЗППЗК във връзка с чл. 152, ал. 4 изр. 2, че Барек Овърсийз Лимитид като търгов предложител е подало необходимите уведомления;
6. Удостоверение, издадено от "Българска Фондова Бурса–София" АД с обобщени данни за борсовата търговия на емисия ISIN код BG11DRPLAT19;
7. Удостоверение за актуално състояние на БКК ИП ЕАД;
8. Лиценз на БКК ИП ЕАД;
9. Акционерна структура на Предложителя

### Списък на използваните съкращения

|              |                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| АД           | Акционерно дружество                                                                                                                                                                                                                                         |
| БНБ          | Българска народна банка                                                                                                                                                                                                                                      |
| БФБ          | „Българска фондова борса-София“ АД                                                                                                                                                                                                                           |
| ДДС          | Данък добавена стойност                                                                                                                                                                                                                                      |
| ДМА          | Дълготрайни материални активи                                                                                                                                                                                                                                |
| ДНА          | Дълготрайни нематериални активи                                                                                                                                                                                                                              |
| ДПП          | Дисконтирани парични потоци                                                                                                                                                                                                                                  |
| ДППД         | Дисконтирани парични потоци към дружеството                                                                                                                                                                                                                  |
| ЕАД          | Еднолично акционерно дружество                                                                                                                                                                                                                               |
| ЕООД         | Еднолично дружество с ограничена отговорност                                                                                                                                                                                                                 |
| ЗКПО         | Закон за корпоративното подоходно облагане                                                                                                                                                                                                                   |
| ЗППЦК        | Закон за публичното предлагане на ценни книжа                                                                                                                                                                                                                |
| ИП           | Инвестиционен посредник                                                                                                                                                                                                                                      |
| КФН          | Комисия за финансов надзор                                                                                                                                                                                                                                   |
| Наредба № 13 | Наредба № 13 от 22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции                                                                                                                                                                          |
| Наредба № 41 | Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане |
| НСА          | Нетна стойност на активите                                                                                                                                                                                                                                   |
| НСИ          | Национален статистически институт                                                                                                                                                                                                                            |
| ПМДА         | Пазарни множители на компании-аналози                                                                                                                                                                                                                        |
| ПП           | Паричен поток                                                                                                                                                                                                                                                |
| СППК         | Свободни парични потоци към собствения капитал                                                                                                                                                                                                               |
| СППФ         | Свободни парични потоци към фирмата                                                                                                                                                                                                                          |
| СПЦК         | Среднопретеглена цена на капитала                                                                                                                                                                                                                            |
| ЦК           | Цена на собствения капитал                                                                                                                                                                                                                                   |

**1. Данни за търговия предложител**

|                                |                                                              |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| Наименование                   | Барек Овърсейз Лимитид (Bareck Overseas Limited)             |
| Седалище и адрес на управление | 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър |
| Телефон:                       | +357 25 25 71 20                                             |
| Факс:                          | +357 25 25 71 21                                             |
| Електронен адрес (e-mail):     | няма                                                         |
| Електронна страница(web-site): | няма                                                         |
| Регистрационен номер           | HE 92148                                                     |

**Наименование**

Наименованието на търговия предложител („Предложителя“) не е променяно от учредяването на дружеството до датата на внасяне на настоящото Търгово предложение в Комисията.

**Предмет на дейност**

Предметът на дейност на Предложителя включва: осъществяване на търговска дейност чрез продажба на едро и дребно, производство, индустриална дейност, внос, износ, покупка, продажба, администриране, доставка, дистрибуция, представителство и агентска дейност, както и услуги от всякакъв вид.

**Управление и представителство**

Едноличен собственик на капитала на Предложителя е Гласинвест Лимитид (Glassinvest Limited), дружество учредено и съществуващо съгласно законодателството на Кипър, вписано в Търговския Регистър с идентификационен номер HE 82418 със седалище: гр. Никозия и адрес: Кипър, 1660 Никозия, ул. „Карпенисиу“ № 30.

Понастоящем директори на Предложителя са:

- Харис Петриду – Шарп, гражданин на Великобритания, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Георгиос Константиу, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Интертръст Дайректър Сървисиз Лтд., Кипър, адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Интертръст Секретариъл Сървисиз Лтд., Кипър, адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;

- Сандра Мария Соарес Сантос, гражданка на Португалия, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия;
- Алберто де Соуса Араужо Соарес, гражданин на Португалия, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия;
- Абелардо Лопез Ернандез, гражданин на Испания, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия.

Предложителят се представява пред трети лица от:

Всеки двама от следните директори:

- Харис Петриду – Шарп, гражданин на Великобритания, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Георгиос Константину, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Интертръст Дайректър Сървисиз Лтд., Кипър, адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;
- Интертръст Секретариъл Сървисиз Лтд., Кипър, адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър;

заедно с един от:

- Сандра Мария Соарес Сантос, гражданка на Португалия, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия;
- Алберто де Соуса Араужо Соарес, гражданин на Португалия, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия;
- Абелардо Лопез Ернандез, гражданин на Испания, адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-508 Авинтес, Португалия.

Корпоративните директори на Предложителя Интертръст Дайректър Сървисиз Лтд., Кипър и Интертръст Секретариъл Сървисиз Лтд., Кипър се представляват пред трети лица както следва:

Интертръст Дайректър Сървисиз Лтд (рег. № НЕ 234599) се представлява от следните директори заедно:

- Поликарпос Темистоклеос, Георгиос Константину, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър
- Георгиос Константину, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър
- Харис Петриду – Шарп, гражданин на Великобритания, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър

Интертръст Секретариъл Сървисиз Лтд., Кипър (рег. № НЕ 288667) се представлява от следните директори заедно:

- Поликарпос Темистоклеос, Георгиос Константину, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър
- Георгиос Константину, гражданин на Кипър, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър
- Харис Петриду – Шарп, гражданин на Великобритания, с адрес: 47 Спиру Киприану, ет. 1, Меса Гейтония, 4004 Лимасол, Кипър



## Акционерна структура на Предложителя и споразумения за упражняване на глас в Предложителя

100% от капитала и правата на глас в Предложителя се притежават от Гласинвест Лимитид (Glassinvest Limited), Кипър (регистрационен номер: HE 82418), чието седалище е в Кипър, с адрес на управление: 1660 Никозия, ул. „Карпенисиу“ № 30. Съответно, не съществуват споразумения за упражняване правото на глас директно в Предложителя.

100% от капитала и гласовете в Гласинвест Лимитид се притежават от Гластанк Би Ви (Glasstank BV), дружество, учредено в Холандия, (регистрационен номер: 58210385), чието седалище е на Веена 327, 3013 AL Ротердам, Холандия.

На 26.01.2017 г. 100% от капитала и правата на глас в Гластанк Би Ви бяха придобити от дружеството Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей (BA Glass I - Serviços de Gestão e Investimentos, SA), регистрирано в Португалия, с регистрационен номер 506586057 и регистриран адрес Avenida Vasco da Gama, 8001, Авинтес, Португалия.

Едноличен акционер в Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей е Би Ей Глас Би Ви (BA Glass B.V.), дружество, учредено в Холандия, регистрационен номер: 34310991, чието седалище е на Принс Бернхардплеин 200, Амстердам 1097 JB, Холандия

Акционери в дружество Би Ей Глас Би Ви са:

- Тийк Кенитъл Ес Ей (Teak Capital, S.A.) – дружество учредено и съществуващо в Португалия, с регистриран адрес Avenida Dr. Nicolau Carneiro, n.º 15, 3.º Esquerdo, Трасейрас, Пашъш де Ферейра, Португалия, вписано в Търговската камара под номер 503872075, притежаващо 26.30% от акциите
- Фим до Диа СГПС, Ес Ей (Fim do Dia SGPS, SA), дружество учредено и съществуващо в Португалия, с регистриран адрес Avenida Vasco da Gama, 8001, Авинтес, Португалия, вписано в Търговската камара под номер 507225600 – притежаващо 47.40% от акциите и
- Атанагорас СГПС Ес Ей (Atanógoras SGPS, SA), дружество учредено и съществуващо в Португалия, с регистриран адрес Rua Afonso Baldaia, 185, Порто, Португалия, вписано в Търговската камара под номер 507197836- притежаващо 26.30% от акциите.

Акционери, притежаващи над 5% от правата на глас и контролиращи всяко от горните дружества, са:

- **Тийк Кенитъл Ес Ей** - 98,725% от правата на глас се притежават от Teak Capital BV, Холандия, което, съответно се контролира от:
  - Карлос Антоние Роха Морейра да Силва, с постоянен адрес: Avenida Vasco da Gama, 8001, 4434-509, Авинтес, Португалия – притежаващ 40% от правата на глас
  - Фернанда Карнейро де Алмейда Арепия, с постоянен адрес: Rua de Timor, 133, 4150-518, Порто, Португалия - притежаваща 45% от правата на глас
- **Фим до Диа СГПС, Ес Ей** – 39,662% от гласовете се притежават от Атанагорас СГПС Ес Ей, а 31,438% - от Тийк Кенитъл Ес Ей. Останалите 28.9% са разпределени в различни физически лица, които не контролират дружеството
- **Атанагорас СГПС Ес Ей** се контролира от:
  - Франсиско Жозе Местре Мира да Силва Домингуш, с постоянен адрес: Praceta Mestre de Avis, 185, 4150-120 Порто, Португалия – притежаващ 32,5% от правата на глас
  - Антониу Мигел Местре Мира да Силва Домингуш с постоянен адрес: Rua Afonso Baldaia, 185, 4150-017 Порто, Португалия – притежаващ 32,5% от правата на глас

- Рита Мигел Местре Мира да Силва Домингуш с постоянен адрес: Rua de Cabo Verde, 45, 4150-159 Порто, Португалия – притежаваща 32,5% от правата на глас

На Предложителя не са известни споразумения между които и да е от горните лица за упражняване право на глас в капитала на Би Ей Глас Би Ви и, съответно, непряко в Предложителя.

Описание на акционерната структура в Предложителя представлява Приложение № 9 към настоящото предложение.

## 2. Данни за упълномощения инвестиционен посредник

|                                                                     |                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Наименование                                                        | „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ - ИП“ ЕАД                                                                                     |
| Седалище и адрес на управление                                      | гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4                                                              |
| Телефон:                                                            | +359 2 981 35 59;<br>+359 2 400 19 20;                                                                                          |
| Факс:                                                               | +359 2 980 39 54;                                                                                                               |
| Електронен адрес (e-mail):                                          | <a href="mailto:alex@bac.bg">alex@bac.bg</a> ;<br><a href="mailto:p.krastev@bac.bg">p.krastev@bac.bg</a> ;                      |
| Електронна страница(web-site):                                      | <a href="http://www.bac.bg">www.bac.bg</a>                                                                                      |
| Единен идентификационен код (ЕИК)                                   | Вписано в Търговския регистър при Агенцията по вписванията под ЕИК № 131112767                                                  |
| Дата/Лиценз № за извършване на дейност като инвестиционен посредник | Лиценз издаден на основание Решение №90-ИП/28.05.2003 г., Решение 0169-ИП/08.03.2006 г. и Решение №1597-ИП/17.12.2008 г. на КФН |

## 3. Данни за дружеството – обект на Търговото предложение („Дружеството”)

|                                |                                                      |
|--------------------------------|------------------------------------------------------|
| Наименование                   | “Дружба стъкларски заводи“ АД (Drujba Glassworks AD) |
| Седалище и адрес на управление | Гр. София 1220, р-н Сердика, ул. „Проф. Йордан       |

|                                   |                                                  |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------|
|                                   | Георгов” № 1                                     |
| Телефон:                          | 02/9216551                                       |
| Факс:                             | 02/9311247                                       |
| Електронен адрес (e-mail):        | office@drujba.bg                                 |
| Електронна страница(web-site):    | <a href="http://www.drujba.bg">www.drujba.bg</a> |
| Единен идентификационен код (ЕИК) | ЕИК № 825269233                                  |

#### **4. Участие на Предложителя в гласовете на общото събрание на дружеството – обект на търговото предложение**

##### **4.1. Дании за емисията**

“Дружба стъкларски заводи“ АД

ISIN код: BG11DRPLAT19

Брой ценни книжа : 53 516 496 обикновени, поименни, безналични акции с право на глас с номинална стойност 1 (един) лев всяка.

##### **4.2. Участие на Предложителя в гласовете на общото събрание на дружеството – обект на търговото предложение**

Предложителят притежава пряко 28 004 612 броя акции с право на глас, представляващи приблизително 52.33 % от общия брой обикновени акции, респективно от гласовете в Общото събрание на „Дружба стъкларски заводи“ АД.

Гласинвест Лимитед, Кипър, което е едноличен собственик на капитала на Предложителя притежава пряко 25 106 232 броя акции право на глас, представляващи приблизително 46.91% от общия брой обикновени акции, респективно от гласовете в Общото събрание на „Дружба стъкларски заводи“ АД.

С оглед на горното, Предложителят и свързаното с него дружество (едноличен собственик на капитала на Предложителя) Гласинвест Лимитид, Кипър заедно притежават общо 53 110 844 броя акции на Дружеството, равни на 99.24% от капитала, съответно правата на глас.

Членовете на управителния и контролния орган на Предложителя не притежават акции с право на глас от капитала на „Дружба стъкларски заводи“ АД.

Всички притежавани от Предложителя и от Гласинвест Лимитид, Кипър акции в „Дружба стъкларски заводи“ АД са обикновени, поименни, безналични, с номинална стойност от 1 (един) лев, дават еднакви права и са от един клас. Всяка акция дава право на един глас в Общото събрание на акционерите на „Дружба стъкларски заводи“ АД, право на дивидент и право на ликвидационна квота съразмерно на номиналната ѝ стойност. Книгата на акционерите се води от „Централен депозитар“ АД.

Сделки, в резултат на които Предложителят е придобил притежаваните акции в „Дружба стъкларски заводи“ АД:

- През 1997 г. е сключен Договор за приватизационна продажба на 70% от акциите на „Стинд“ ЕАД, гр. София между Агенция за приватизация и Гласинвест Лимитед.
- През 1998 г. Барек Овърсийз Лимитед придобива 51% от акциите в „Дружба“ АД, гр. Пловдив чрез Договор за приватизационна продажба.
- „Дружба“ АД е вписано като публично дружество в регистъра на публичните дружества и други емитенти на ценни книжа към Държавна комисия по ценните книжа съгласно уведомително писмо изх. номер Р-05-1076 от 04.12.1998 г.
- След приватизацията всяко от Барек Овърсийз Лимитед и Гласинвест Лимитид увеличава акционерното си участие в приватизираното дружество посредством увеличения на капитала, вследствие на което към 19.08.2002 г. Барек Овърсийз Лимитед притежава 3 452 006 акции (представляващи 97.29% от капитала) в „Дружба“ АД, а към 25.09.2002 г. Гласинвест Лимитед притежава 59 438 992 акции (99.90% от капитала) на „Стинд“ АД.
- На 02.06.2003 г. е извършено преобразуване чрез вливане на „Стинд“ АД в „Дружба“ АД, като дружеството-правоприемник продължава да съществува като публично дружество. При преобразуването Барек Овърсийз Лимитед става собственик на 3 452 006 акции (51,60%), а Гласинвест Лимитед - на 3 138 279 (46,91%) от капитала на дружеството.
- 14.12.2004 г. е променено името на дружеството от „Дружба“ АД на „Дружба стъкларски заводи“ АД и седалището на същото е преместено от гр. Пловдив в гр. София, ул. Проф. Иван Георгов 1.
- На 25.07.2008 г. е вписано ново увеличение на капитала на „Дружба стъкларски заводи“ АД от 6 689 562 лв. на 53 516 496 лв. като новоиздадените акции се разпределят между акционерите на дружеството. В резултат на увеличението Барек Овърсийз Лимитед придобива 28 150 280 акции с номинална стойност 1 лв. всяка, а Гласинвест Лимитид – 25 106 232 акции с номинална стойност 1 лв. от капитала на Дружеството.
- Към настоящия момент Предложителят притежава пряко 28 004 612 броя акции с право на глас, представляващи приблизително 52.33 % от общия брой обикновени акции в Дружеството, а едноличният му собственик Гласинвест Лимитид притежава пряко 25 106 232 броя акции с право на глас, представляващи приблизително 46.91% от общия брой.

### 4.3. Основание за Търговото предложение

На 26.01.2017 г. дружество Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей (BA Glass I - Serviços de Gestão e Investimentos, SA), Португалия, е придобило непряк контрол върху общо 99,24% от акциите с права на глас от Общото събрание на Дружеството (т.е. 53 110 844 акции), като е закупило 100% от акциите на Гластанк Би Ви (Холандия) от гръцкото дружество Ялос Холдингс (Овърсийз) Лимитед (Yalos Holdings (Overseas) Limited). Както бе посочено по-горе, Гластанк Би Ви притежава 100 % от капитала на Гласинвест Лимитид (Кипър), което от своя страна притежава пряко 46.91% от акциите в Дружеството и 100 % от капитала на Предложителя - Барек Овърсийз Лимитид (Кипър).

С придобивната сделка от 26 януари 2017 г. делът на Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей в капитала и правата на глас в Общото събрание на „Дружба стъкларски заводи“ АД превишава едновременно праговете по чл. 149, ал. 6 във връзка с чл. 149, ал. 1 ЗППЦК, както и чл. 149а, ал. 1 ЗППЦК, поради което за Предложителя възниква едновременно задължение и право да регистрира търгово предложение за закупуване на акциите на останалите акционери в „Дружба стъкларски заводи“ АД. На това основание Предложителят отправя настоящото Търгово предложение.

Предложителят не е отправял предишно търгово предложение.

### 4.4. Акции, обект на Търговото предложение

Акции, обект на Търговото предложение (акции, които Предложителят и свързаното с него лице Гласинвест Лимитид не притежават и които Предложителят иска да придобие): **405 652** броя обикновени, поименни, безналични акции с право на глас, издадени от „Дружба стъкларски заводи“ АД, с номинална стойност 1 (един) лев всяка, ISIN код: BG11DRPLAT19. Всяка акция дава право на един глас в Общото събрание на акционерите на „Дружба стъкларски заводи“ АД, право на дивидент и право на ликвидационна квота съразмерно на номиналната ѝ стойност.

## 5. Предлагаема цена на акция

Предложителят предлага на останалите притежатели на обикновени акции цена от **6.118 лв (шест лева, единадесет стотинки и осем десети от стотинката)** за всяка една от притежаваните от тях акции на “Дружба стъкларски заводи“ АД.

## 6. Обосновка на предлаганата цена на акция

### 6.1. Резюме

#### 6.1.1. Предложена цена

Съгласно чл. 150, ал. 7 от ЗППЗК и чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба № 13 предлаганата цена на една акция в „Дружба стъкларски заводи“ АД следва да не е по-ниска от най-високата стойност между:

1. справедливата цена на акцията, посочена в обосновката и изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи (3.792 лв.);
  2. средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 3 месеца преди регистрацията на предложението (6.118 лв.);
  3. най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя или от свързаните с него лица през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението, като 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 предводител.
- А) Относно справедливата цена на акцията – моля вижте т. 6.1.2 по-долу.
- Б) Относно средната претеглена пазарна цена на акциите за последните три месеца (09.11.2016 г. – 08.02.2017 г.)::

Следващата таблица представя динамиката в цената на акциите на дружеството за въпросния период, като представя също броят изтъргувани акции за всеки ден, когато акцията е била търгувана за разглеждания период:

| Дата       | Обем | BGN     |            |           |          |           |
|------------|------|---------|------------|-----------|----------|-----------|
|            |      | Оборот  | Най-висока | Най-ниска | Отваряне | Затваряне |
| 6.2.2017   | 400  | 2654    | 6,66       | 6,599     | 6,599    | 6,6       |
| 2.2.2017   | 782  | 5083    | 6,5        | 6,5       | 6,5      | 6,5       |
| 27.1.2017  | 441  | 2998,68 | 6,8        | 6,798     | 6,798    | 6,8       |
| 18.1.2017  | 68   | 454,24  | 6,68       | 6,68      | 6,68     | 6,68      |
| 20.12.2016 | 120  | 772,8   | 6,44       | 6,44      | 6,44     | 6,44      |
| 6.12.2016  | 269  | 1520,2  | 5,8        | 5,6       | 5,8      | 5,6       |
| 1.12.2016  | 8    | 46,4    | 5,8        | 5,8       | 5,8      | 5,8       |
| 23.11.2016 | 1430 | 8120,8  | 5,798      | 5,5       | 5,5      | 5,798     |
| 10.11.2016 | 5    | 24      | 4,8        | 4,8       | 4,8      | 4,8       |
| 9.11.2016  | 95   | 460,85  | 4,851      | 4,851     | 4,851    | 4,851     |
|            |      |         |            |           |          |           |

|                                                           |       |  |  |  |  |  |
|-----------------------------------------------------------|-------|--|--|--|--|--|
| Средна претеглена цена, лв                                | 6,118 |  |  |  |  |  |
| Цена на затваряне в последния ден със сключени сделки, лв | 6,6   |  |  |  |  |  |
| Изтъргувани акции, общо                                   | 3618  |  |  |  |  |  |

Източник: www.investor.bg

- В) Относно критерия: най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя или от свързаните с него лица през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението, като 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 предводител:

При сделката за придобиване на контрол върху „Дружба стъklarски заводи“ АД, в резултат на която се отправя настоящото търгово предложение, не е налице директно придобиване на акции от Дружеството от страна на Предложителя. Както бе посочено в т. 4.3 по-горе, при тази сделка дружество, свързано с Предложителя (Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей), придоби непряко акции от капитала на „Дружба стъklarски заводи“ АД заедно с акциите на още няколко компании от групата. Платената от купувача Би Ей Глас I - Сервисос де Жестао е Инвестиментос Ес Ей покупна цена е обща за всички придобивани дружества, като договорът за покупко-продажба не съдържа разпределяне на покупната цена по активи. По тази причина съгласно чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба №13 в случая референтна цена е последната емисионна стойност на акциите на „Дружба стъklarски заводи“ АД, която е равна на номиналната им стойност от 1 лв. за акция<sup>1</sup>.

**Предложена цена:** С оглед съблюдаването на изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба № 13 и поради факта, че справедливата цена на акцията, получена при прилагането на чл. 5, ал 2 на Наредба 41, е по-ниска от средната претеглена цена за последните 3 месеца спрямо регистрацията на предложението, определяме цената на търговия предложението като равна на средната претеглена цена на акцията за последните 3 месеца преди регистрацията на търговия предложението – 6,118 лв/акция.

### 6.1.2. Справедлива цена на акция, определена въз основа на общоприети оценъчни методи

За периода от 09.11.2016 г. до 08.02.2017 г. на регулирания пазар, където се търгуват акциите на Дружеството – Българска фондова борса, са сключени общо 23 сделки с акции на „Дружба стъklarски заводи“ АД, при които са изтъргувани общо за целия период 3 618 броя акции на обща стойност 22 135 лева. Среднодневният обем на търговия с акции на Дружеството за последните три месеца е 56,53 бр. акции /изчислен на база 64 борсови сесии за периода/, предвид което акциите на Дружеството не могат да бъдат определени като “търгувани активно на регулиран пазар“ по

<sup>1</sup> При последното увеличение на капитала на Дружеството през 2008 г. емисионната стойност на акциите а равна на тяхната номинална стойност.

смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби от Наредба № 41. В този случай, според чл. 5, ал 2 на Наредба 41, справедливата цена на акциите се определя като среднопретеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно следните оценъчни методи:

- метод на дисконтираните парични потоци;
- метод на нетната стойност на активите, и
- метод на пазарните множители на дружества-аналози

Оценката за справедливата стойност на акциите на Дружеството е формирана при използване на следните методи: (i) метод на дисконтираните парични потоци към дружеството- тегло 75% (ДППД); (ii) метод на пазарните множители на дружества-аналози - тегло 15% (ПМДА); (iii) метод на нетната стойност на активите на дружеството - тегло 10% (НСА).

Въз основа на така използваните методи изчислената справедлива цена на акцията е 3.792 лв. за акция.

Оценката е разработена на база три сценария за развитието: базов, оптимистичен и песимистичен, със съответстващите им оценки според ДППД и ПМДА. Последните финансови отчети, върху които се базира ДППД и НСА, са към 30.09.2016 г. като са направени прогнози за периода 2016 г. – 2022 г.

На 26.01.2017 г. Ivaglass Manufacturers Limited Кипър, дъщерно дружество Дружба стъкларски заводи АД, продава всички акции от капитала на AVIK Glass Limited, Кипър, което от своя страна е едноличен собственик на „Ново стъкло“ ЕАД (предприятие за производство на домакинско стъкло). Според информация от търговия предложител, в Ivaglass Manufacturers Limited няма друга остатъчна стойност освен оперативното дружество „Ново стъкло“ ЕАД. Поради тази причина е целесъобразно оценката на Дружба стъкларски заводи АД да не отчита в себе си историческата дейност на продаденото дружество. Следователно е целесъобразно оценката на Дружба като действащо предприятие да се базира на индивидуалните отчети на компанията като се коригира с финансовия ефект от продажбата на дружеството. Що се отнася до метода на нетната стойност на активите, по силата на Наредба 41, чл. 15, ал. 2, оценката следва да се извърши на база на консолидираните отчети на Дружба стъкларски заводи АД. Понеже не са достъпни финансови отчети на продаденото дружество към 30.09.2016 г., както и информация за консолидационните елиминации, свързани с продаденото дружество, към 30.09.2016 г., не е възможно да направим адекватна корекция с ефекта от продажбата. При другите два метода този проблем не съществува, понеже при тях не е налице консолидиране на счетоводни стойности на активи и задължения със съответните счетоводни елиминации.

Оценката на база метода на ПМДА почива на база бъдещ (forward-looking) пазарен множител Стойност на фирмата/Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EV/EBITDAf), изчислен върху прогнозни данни за печалбата преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA) за 2017 г., цени на акциите на компании-аналози към датата на обосновката на цената (06.02.2017 г.) и финансови показатели за компаниите-аналози за последните 12



месеца, приключващи на 30.09.2016 г. или, съответно, към 31.12.2016 г. г. Оценката според НСА е изготвена на база официалните консолидирани счетоводни отчети на предприятието към 30.09.2016 г.,

Резултатите от прилагането на посочените методи могат да се обобщят в следната таблица.

| Метод                                                                                                    | Сценарий                               | Стойност на акция, лв | Тегло на сценария, % | Тегло на метода, % |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|
| <b>Дисконтирани нарични потоци</b>                                                                       |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                          | Базов                                  | 4.207                 | 68                   |                    |
|                                                                                                          | Оптимистичен                           | 5.186                 | 16                   |                    |
|                                                                                                          | Песимистичен                           | 2.623                 | 16                   |                    |
|                                                                                                          |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                          | <b>Цена на акция според метода, лв</b> | <b>4.110</b>          |                      | <b>75</b>          |
|                                                                                                          |                                        |                       |                      |                    |
| <b>Сравнение с търгувани компани-аналози, текущ множител, бъдещ множител (forward-looking EV/EBITDA)</b> |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                          | Базов                                  | 3.677                 | 68                   |                    |
|                                                                                                          | Оптимистичен                           | 4.347                 | 16                   |                    |
|                                                                                                          | Песимистичен                           | 2.333                 | 16                   |                    |
|                                                                                                          |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                          | <b>Цена на акция според метода, лв</b> | <b>3.569</b>          |                      | <b>15</b>          |
|                                                                                                          |                                        |                       |                      |                    |
| <b>Нетна стойност на активите</b>                                                                        | <b>Цена на акция според метода, лв</b> | <b>1.740</b>          |                      | <b>10</b>          |
|                                                                                                          |                                        |                       |                      |                    |
| <b>Цена на акция, лв. според 3те метода</b>                                                              |                                        | <b>3.792</b>          |                      |                    |

Данните за цените на акциите на дружеството (пазарни и резултат от оценъчните методи) са представени с точност до третия знак след десетичната запетая, по общоприетото аритметично правило. Финансовите данни са представени в хиляди лева, ако не е посочено друго и са закръглени до най-близките 1000 лв по общоприетото аритметично правило.

### **6.1.3 Други**

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

Обосновката на предлаганата цена е с дата: 6.2.2017 и има срок на валидност 6 (шест) месеца.

## **6.2. Обосновка в детайли – разяснение на извършената оценка**

### **6.2.1. Основна информация относно „Дружба стъкларски заводи“ АД**

„Дружба стъкларски заводи“ АД е водещ производител на стъклен амбалаж както в България, така и на Балканския полуостров. Дружеството притежава производствени бази в гр. София и гр. Пловдив, като регистрираният адрес на управление е в гр. София.

Дружеството е правопреемник на „Стинд“ АД, София и „Дружба“ АД, Пловдив. Двете бази са съществували като държавни предприятия преди 1990 г., като имат опит в стъклопроизводството още от 30-те (заводът в София), съответно от 60-те (заводът в Пловдив) години на миналия век.

Производствената база в Пловдив включва 2 пещи за топене на стъкло и 9 линии за формоване на продуктите с общ производствен капацитет приблизително 500 милиона броя (бутилки и буркани) годишно. Производствената база в София (бившата Стинд) разполага с пещ за топене на стъкло и 4 линии за формоване и произвежда годишно приблизително 300 милиона бутилки.

Предметът на дейност на „Дружба стъкларски заводи“ АД, вписан в Търговския регистър към Агенция по вписванията, е: Производство и търговия в страната и чужбина с амбалажно стъкло и изделия от домакинска стъклария, извършване на вътрешно и външнотърговска дейност, както и на всякакви други дейности, незабранени от закона.

С придобивната сделка от 26 януари 2017 г. бизнесът, касаещ производство и търговия в страната и чужбина с изделия от домакинска стъклария бе прехвърлен на дружество изван групата Би Ей Глас. Понастоящем „Дружба стъкларски заводи“ АД не се занимава и не планира да се занимава с тази дейност.

"Дружба стъкларски заводи" АД, е едноличен собственик на капитала на "Амбалаж - София град" ЕООД. "Амбалаж – София Град" ЕООД е дружество, учредено и съществуващо съгласно българското законодателство. То е регистрирано в Търговския регистър при Агенция по вписванията с ЕИК 831377411 и има седалище и адрес на управление: ул. „Константин Преславски“ №5, ж.к. Военна рампа, София 1220, България. Регистрираният предмет на дейност на дружеството включва изкупуване и търговия с всички видове амбалаж и други стоки, посредническа, производствена и външнотърговска дейност.

Дружеството се занимава с вътрешногрупови услуги за своя принципал "Дружба Стъкларски заводи" АД – по-конкретно складова дейност в близост до производствения обект на Придобиваното предприятие в София. Неговата дейност по същество е спомагателна за дейностите на "Дружба Стъкларски заводи" АД.

#### Пазар на опаковъчно стъкло и пазарни позиции на Дружба стъкларски заводи АД

Световният пазар за стъклен амбалаж е много конкурентен и в него участват множество доставчици. Фармацевтичната индустрия е сред ключовите движещи сили за пазара в резултат на засиленото производство на стъклени ампули, съдове и др. В Северна Америка и Европа се наблюдава растеж в сферата на стъкления амбалаж в резултат на търсенето от сектора за производство на бира и алкохол. Стъклото се счита за най-добрият материал за опаковане в хранително-вкусовата промишленост. Потребителите обръщат все повече внимание на здравословния начин на живот и това е довело до завишено търсене на стъклен амбалаж за хранително-вкусовата промишленост.

Нарастващото потребление на стъклен амбалаж в сектора на фармацевтичните продукти и хранително-вкусовия сектор заради по-добрата издръжливост и естетичната стойност на стъклото се очаква да доведе до повишаване на търсенето. Освен това, различните свойства, включително годност за рециклиране, непромокаемост и нулево химическо взаимодействие, правят стъклото подходящо като опаковъчен материал за различни приложения, включително бира, газирани напитки, други напитки и медицински продукти.

„Дружба стъкларски заводи“ АД е най-големият производител на стъклен амбалаж по производствена мощност в България с пазарен дял над 70% и е сред най-големите на Балканския полуостров. В България негов конкурент е „Рубин“ (Плевен), като заводът „Рубин“ е много по-малък. Друг конкурент в непосредствена близост е сръбското дружество Paracip (също с по-малък завод). Друго дружество, което произвежда стъклени контейнери на Балканите, е румънското Stirom, което има същите крайни собственици като „Дружба стъкларски заводи“ АД. „Дружба стъкларски заводи“ АД е основният доставчик за България и региона на множество големи многонационални дружества и е предпочитан партньор благодарение на високото качество на производство, по-големите обеми и конкурентните цени. Дружеството има 4 пещи, които осигуряват оптимална рентабилност при производството на безцветно и цветно стъкло. Това, заедно с ниските разходи за работна ръка в България, осигурява на дружеството голямо конкурентно предимство. Повече от 2/3 от продукцията на Дружеството се продава в чужбина – в пазарите на Балканите, Обединеното кралство, Италия и др.

## SWOT Анализ (силни страни, слаби страни, възможности и занлахи)

### Силни страни:

- Водещи пазарни позиции;
- Високо качество на продукцията;
- Спрямо западноевропейските си конкуренти – по-ниски разходи;
- Реновирано оборудване и разширен капацитет;
- Преобладаващ дял на експорта в продажбите;
- Опитен мениджмънт с висока репутация
- Високо ниво на персонала;
- Високи бариери за навлизане в отрасъла (капитало-интензивно производство);
- Относително малък брой конкуренти на балканите (няколко компании)

### Слаби страни:

- Зависимост от малък брой доставчици на минерални суровини и горива (на пример Булгаргаз е единствен доставчик на газ, който е основно гориво);
- Относителна зависимост от големи клиенти (25-29% от продажбите за последните 3 години произтичат от най-големите 10 клиента , според информация от Дружеството);
- Силна зависимост от цената на горивата;
- По-висока задлъжнялост и в частност към свързани лица;
- Относително голям обем на дейността със свързани лица

### Възможности:

- Развитие на пазари отвъд балканските страни;
- Повишаване на ефективността;
- Диверсифициране на доставчиците;
- Подобряване на капиталовата структура;

### Занлахи:

- Повишаване цената на горивата;
- Повишаване цената на минералните суровини;
- Загуба на ключови клиенти;
- Неблагоприятно развитие на цените на продукцията;

- Проблеми с доставките на газ и/или други суровини и/или други фактори, които да предизвикат прекъсване на производствения процес

## Дивиденди

Предложителят възнамерява да ограничи разпределянето на дивиденди в Дружеството, с цел да:

- (а) подобри финансовата му стабилност,
- (б) позволи изплащането на дългове към свързани лица и
- (в) подобри рисковия профил на Дружеството и, съответно, възможността да получи местно финансиране, което да замести вътрешно-груповото финансиране.

### 6.2.2. Формулиране на сценарии за бъдещото развитие на дружеството - обект на търговото предложение

Търговият предложител е предоставил информация за очакванията си за основни параметри от дейността на дружеството-обект на търгово предложение за периода 2016-2022 г. След обстоен анализ на предоставената информация, както и след проучване на положението на пазара, очакванията за неговото развитие, извършените инвестиции и състоянията на дружеството, както и рисковете пред дейността му, формулираме представените по-долу три сценария за неговото развитие.

И при трите сценария, с оглед инкорпорирането на представените от предложителя намерения за коригиране на дивидентната политика с цел подобряване на капитализацията на дружеството, използваме по-нисък от средния за последните три години коефициент на изплащане на дивиденди, като залагаме и поетапно понижение в относителния дял на лихвоносните задължения, особено краткосрочните. Това е и в съответствие с предоставените от предложителя данни за прогнозни показатели.

Използваните в оценката данни за инвестициите и амортизациите са на база предоставена информация от търговия предложител, както и на база действащите към момента амортизационни ставки.

И при трите сценария са извършвани съответните корекции, свързани с продажбата на притежавано през субсидиар дъщерно дружество.

#### Базов сценарий

- Търговият предложител очаква дружеството да достигне пълния си производствен капацитет до 2019 г. и след това да е в състояние да реализира маргинален ръст в производството. Търговият предложител предвижда дори спад през 2019 г. Съществуват множество фактори, които биха могли да резултират в по-слабо оползотворяване на капацитета и поради това приемаме това очакване за реалистично най-малкото поради наличието на по-високи инвестиции (които според информацията на предложителя са предимно за поддръжка, ремонт, и

инсталиране на филтри) за тази година в сравнение с останалите години за 2017-2022 г., за които допускаме, че би могло да резултират в по-слаба степен на оползотворяване на производствения капацитет. За периода до 2020 г. приемаме ръстовете, очаквани от предложителя, за реалистични, като за следващите 2 години от прогнозния период използваме на половина по-слаби ръстове;

- Разполагаме с доклад на Grandview Research Inc относно очакванията за развитие на пазара на опаковачно стъкло в света и Европа. На база този доклад калкулираме очакванията на институцията за средно изменение на цените. Предоставените очаквания от търговия предложител са значително по-оптимистични и за това при базисния сценарий прилагаме средна стойност между двете;
- За ръст на разходите за персонал в рамките на себестойността на продукцията приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;
- МВФ предоставя прогнози за изменението на цената на горивата, в т.ч. природния газ, като за 2017 г. се предвижда доста по-силен ръст от предвижданията на търговия предложител. Поради тази причина в базовия сценарий използваме средна стойност в ръста на цените на природния газ, калкулирана на база очакванията на МВФ и тези на търговия предложител. МВФ предоставят прогнози за три категории цени на природния газ, за целите на оценката калкулираме проста средна величина от трите.
- За ръст на други разходи в рамките на себестойността приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;
- За ръст на административните разходи приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;
- Останалите параметри на прогнозите са според очакванията на търговия предложител или след известни корекции с цел по-пълното инкорпориране на вече реализираните резултати към септември 2016 г. (виж по-долу)

#### Оптимистичен сценарий

- Използвани са плановете на търговия предложител за основните параметри на дейността като са правени известни корекции с цел по-пълното инкорпориране на вече реализираните резултати към септември 2016 г. (виж по-долу)

#### Песимистичен сценарий

- Според информация от дружеството, най-големите десет клиента формират за последните 3 години 25-28% от продажбите му и евентуалната загуба на някои от тях представлява сериозен риск за дружеството. За това, в песимистичния сценарий, що се отнася до продажбите на основните пазари, допускаме възможността дружеството да загуби 5тия и 6тия си най-големи клиенти в рамките на прогнозния период (това са медианните клиенти в рамките на най-големите 10). Разпределяме загубата на продажби, свързани с това, пропорционално между прогнозните под-периоди, която от своя страна е оценена на база дела на тези два клиента в приходите за 2015 г. В същото време, прилагаме същия „движен от пазара” ръст на продажбите, както при базовия сценарий;
- Ръстът в цените на продажбите се определя като равен на този, който е получен на база доклада на Grandview Research Inc;
- За ръст на разходите за персонал в рамките на себестойността на продукцията приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;

- В песимистичния сценарий използваме средна стойност в ръста на цените на природния газ, калкулирана на база очакванията на МВФ и тези на търговия предложител. МВФ предоставят прогнози за три категории цени на природния газ, за целите на оценката калкулираме проста средна величина от трите.
- За ръст на други разходи в рамките на себестойността приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;
- За ръст на административните разходи приемаме прогнозата на МВФ за годишната инфлация за всеки прогнозен под-период;
- Останалите параметри на прогнозите са според очакванията на търговия предложител или след известни корекции с цел по-пълното инкорпориране на вече реализираните резултати към септември 2016 г. (виж по-долу)

### 6.2.3. Прогнози за бъдещото развитие на дружеството - обект на търговото предложение

#### Приходи и разходи

Приходите от продажба на продукция се прогнозируют на база допускания за ръста във физическите обеми на основните и допълнителните (не-основни) пазари на дружеството, както и на база предположения за очакваното нарастване на цените на тези пазари. За целта са използвани очаквания на търговия предводител, както и външни доклади за развитието на пазара на опаковъчно стъкло в света и Европа. Освен това се отчита факта, че, според информация от предводител, се очаква дружеството да достигне пълно използване на производствения си капацитет през 2019 г.

Според информация от предводител, след усвояването на новите инвестиции се очаква дружеството да започне да продава повече собствена продукция за сметка на продажбите на стоки. Инкорпорираме това очакване в нашите прогнози. като залагаме намаляващ дял на това перо в приходите от основна дейност.

Разходите за материали се прогнозируют на база очакванията за коефициента „пакетирано/разтопено“ (packed-to-melted), който е от съществено значение за компаниите от бранша и показва какво е отношението между готовата продукция и количеството (разтопена) маса, необходима за получаването на това количество. Използваме очакванията за предводител за този коефициент, както и сравнение с историческите му стокности. Предводител очаква подобрене в коефициента, което се обосновава от направените инвестиции. Използваме стойностите, очаквани от емитента, макар че според информацията, с която разполагаме, стойностите 86-88%, които предводител очаква, са близки до пределните. Исторически, според информация от предводител, този коефициент е на ниво от 78,72-81,16% (за 2013-2015 г.). На тази база се правят допускания за количествата материали, необходими за получаването на нужното количество разтопена маса като за целта се използват очакванията на предводител за структурата на сместа от минерални суровини и трошки, както и за измененията в цените на материалите (средни разходи).

Разходите за горива се прогнозируют на база очакванията на предводител за необходимите количества горива, както и за промяната на цените им, като се използват и прогнози на МВФ. Основно гориво е природния газ.

Разходите за персонала се прогнозируют на база очакванията за тяхното нарастване от страна на предводител, както и на база очакваната инфлация според МВФ.

Разходите за транспорт и декорация са прогнозирувани на база очакванията на предводител за техния дял в продажбите.

Отчетната стойност на продадените стоки е прогнозирувана на база очакванията на предводител за дела ѝ в други приходи.

Административните разходи се прогнозируют на база очакванията за тяхното нарастване от страна на предводител, както и на база очакваната инфлация според МВФ.



Лихвените приходи и разходи се прогнозира на база очакванията на търговия предложител съответно за дела им в средната стойност на лихвоносните задължения и касовите наличности в началото на периода.

#### Балансови показатели

Краткотрайните активи се прогнозира на база очаквания за средната им стойност, съотнесена към продажбите. Използват се очаквания на предложителя, като се отчитат и историческите стойности.

Краткосрочните задължения се прогнозира на база очаквания за средната им стойност, съотнесена към разходите. Използват се очаквания на предложителя, като се отчитат и историческите стойности.

Дългосрочните задължения са прогнозирани на база очаквания за дела им в дълготрайните активи като се изключват субсидиарите. Използват се очаквания на предложителя като се изхожда и от намеренията на предложителя да подобри капитализацията на дружеството.

#### Дивиденди

Прогнозира се на база намеренията на търговия предложител да ограничи дивидентната политика с цел да подобри капитализацията на дружеството.

#### Инвестиции, амортизации и дълготрайни активи

| Хил. лв                                         |               |               |               |               |               |               |               |
|-------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Инвестиции                                      | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
| Имоти, машини и съоръжения и др.                | 33,453        | 19,437        | 18,997        | 28,417        | 23,011        | 19,231        | 19,127        |
| Допълнителни инвестиции в складове              | 6000          | 6,000         | 6,000         | 6,000         | 6,000         | 6,000         | 6,000         |
| Допълнителни инвестиции във филтри              |               | 3,000         |               | 3,000         |               |               |               |
| <b>Общо инвестиции</b>                          | <b>39,453</b> | <b>28,437</b> | <b>24,997</b> | <b>37,417</b> | <b>29,011</b> | <b>25,231</b> | <b>25,127</b> |
|                                                 |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Амортизация</b>                              |               |               |               |               |               |               |               |
| Имоти, машини и съоръжения и др.                | 33,724        | 29,919        | 29,150        | 30,827        | 32,949        | 28,492        | 27,351        |
|                                                 |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Амортизации на допълнителните инвестиции</b> | <b>200</b>    | <b>1,067</b>  | <b>1,267</b>  | <b>2,133</b>  | <b>2,333</b>  | <b>2,200</b>  | <b>2,067</b>  |

|                                           |         |         |         |         |         |         |         |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Общо амортизации                          | 33,924  | 30,986  | 30,417  | 32,960  | 35,282  | 30,691  | 29,418  |
| Нетекущи материални и нематериални активи | 164,025 | 161,476 | 156,056 | 160,513 | 154,243 | 148,782 | 144,492 |

### Прогнози за инфлацията в България и ръста в цената на газа

|                                                                                      | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022 |                                           |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------------------------------------------|
| Инфлация, край на периода, %                                                         | 1.4   | 1.8   | 2     | 2.1   | 2.1   | 2.1  | 2022: БКК (BAC)                           |
| % ръст в цената на газа                                                              | 20.30 | -2.16 | -1.46 | -0.25 | -0.06 | 0.06 | Средна аритметична оценка по данни от МВФ |
| Източник: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016 |       |       |       |       |       |      |                                           |

По-долу, след прогнозната финансова информация за всеки сценарий, е предоставена детайлна информация за направените допускания.

### Базов сценарий

| Отчет за дохода                                | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Хил. лв                                        |                |                |                |                |                |                |                |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Продажби</b>                                | <b>232,168</b> | <b>243,865</b> | <b>248,521</b> | <b>244,333</b> | <b>252,728</b> | <b>257,870</b> | <b>260,514</b> |
| <b>Продажби, основна дейност</b>               | <b>227,808</b> | <b>239,416</b> | <b>243,761</b> | <b>239,595</b> | <b>248,055</b> | <b>253,148</b> | <b>255,732</b> |
| Продажба на готова продукция                   | 198,378        | 220,581        | 224,815        | 221,224        | 229,251        | 234,173        | 236,792        |
| Продажба на стоки и услуги                     | 29,429         | 18,834         | 18,946         | 18,371         | 18,804         | 18,975         | 18,941         |
| <b>Други приходи</b>                           | <b>4,360</b>   | <b>4,450</b>   | <b>4,760</b>   | <b>4,738</b>   | <b>4,673</b>   | <b>4,722</b>   | <b>4,782</b>   |
| <b>Разходи</b>                                 | <b>159,448</b> | <b>170,944</b> | <b>173,544</b> | <b>171,574</b> | <b>177,125</b> | <b>180,814</b> | <b>183,248</b> |
| <b>Себестойност на продажбите</b>              | <b>133,938</b> | <b>149,491</b> | <b>151,705</b> | <b>149,298</b> | <b>154,382</b> | <b>157,593</b> | <b>159,540</b> |
| Материали                                      | 44,874         | 50,078         | 51,012         | 50,023         | 51,867         | 52,933         | 53,420         |
| Персонал                                       | 15,207         | 15,420         | 15,698         | 16,012         | 16,348         | 16,691         | 17,042         |
| Транспорт, декорация и др.                     | 18,024         | 19,826         | 19,944         | 19,337         | 19,794         | 19,973         | 19,937         |
| Отчетна стойност на продадените стоки          | 1,181          | 1,237          | 1,294          | 1,354          | 1,417          | 1,465          | 1,530          |
| Други                                          | 54,653         | 62,930         | 63,757         | 62,573         | 64,957         | 66,530         | 67,611         |

|                                                                                                           |               |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Електроенергия                                                                                            | 12,963        | 14,395        | 14,681        | 14,510        | 14,948        | 15,322        | 15,497        |
| Газ                                                                                                       | 30,917        | 37,612        | 37,957        | 36,721        | 38,428        | 39,385        | 40,041        |
| Други                                                                                                     | 10,772        | 10,923        | 11,120        | 11,342        | 11,580        | 11,824        | 12,072        |
| <b>Административни разходи</b>                                                                            | <b>20,963</b> | <b>21,257</b> | <b>21,639</b> | <b>22,072</b> | <b>22,535</b> | <b>23,009</b> | <b>23,492</b> |
| <b>Други разходи (отписания вземания, линси, брак, провизии и др.)</b>                                    | <b>4,547</b>  | <b>196</b>    | <b>199</b>    | <b>203</b>    | <b>208</b>    | <b>212</b>    | <b>216</b>    |
| <b>Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)</b>                                                 | <b>72,720</b> | <b>72,922</b> | <b>74,977</b> | <b>72,759</b> | <b>75,603</b> | <b>77,057</b> | <b>77,266</b> |
| <b>EBITDA марж, %</b>                                                                                     | <b>31%</b>    | <b>30%</b>    | <b>30%</b>    | <b>30%</b>    | <b>30%</b>    | <b>30%</b>    | <b>30%</b>    |
| Амортизации                                                                                               | 33,924        | 30,986        | 30,417        | 32,960        | 35,282        | 30,691        | 29,418        |
| Амортизация, не включена в разходите                                                                      | 31            | 25            | 9             | 9             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT)</b>                                                                | <b>38,827</b> | <b>41,961</b> | <b>44,569</b> | <b>39,807</b> | <b>40,321</b> | <b>46,365</b> | <b>47,849</b> |
| <b>EBIT марж, %</b>                                                                                       | <b>17%</b>    | <b>17%</b>    | <b>18%</b>    | <b>16%</b>    | <b>16%</b>    | <b>18%</b>    | <b>18%</b>    |
| <b>Финансови приходи/разходи, нето</b>                                                                    | <b>-7370</b>  | <b>-6111</b>  | <b>-4663</b>  | <b>-4223</b>  | <b>-3272</b>  | <b>-2748</b>  | <b>-2097</b>  |
| Приходи от лихви (2017 г. вкл. лихви от паричната сума от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас за 4 месеца) | 12            | 340           | 111           | 208           | 713           | 744           | 1302          |
| Други финансови приходи                                                                                   | 29            |               |               |               |               |               |               |
| Разходи за лихви                                                                                          | -6825         | -5864         | -4188         | -3844         | -3398         | -2905         | -2812         |
| Други финансови разходи                                                                                   | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          |
| Данъци                                                                                                    | 3,146         | 3,585         | 3,991         | 3,558         | 3,705         | 4,362         | 4,575         |
| <b>Нетна печалба</b>                                                                                      | <b>28,280</b> | <b>32,240</b> | <b>35,907</b> | <b>32,018</b> | <b>33,344</b> | <b>39,256</b> | <b>41,177</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b>                                                                    | <b>28,280</b> | <b>32,240</b> | <b>35,907</b> | <b>32,018</b> | <b>33,344</b> | <b>39,256</b> | <b>41,177</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>                                                                              | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |

|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Друг всеобхватен доход, нето от данъци (за 2016 г. - разлика между балансовата и продажната цена на дъщерно дружество) | -453          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Общ всеобхватен доход</b>                                                                                           | <b>27,827</b> | <b>32,240</b> | <b>35,907</b> | <b>32,018</b> | <b>33,344</b> | <b>39,256</b> | <b>41,177</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b>                                                                                 | <b>27,827</b> | <b>32,240</b> | <b>35,907</b> | <b>32,018</b> | <b>33,344</b> | <b>39,256</b> | <b>41,177</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>                                                                                           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |

Допусканията за изготвяне на прогнозата:

| ДОПУСКАНИЯ                                             | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | Базиран на очаквания за: |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------|
| Лихвени разходи като % от средно лихвоносни задължения | 4.97    | 5.23    | 5.21    | 6.38    | 6.80    | 6.80    | 6.80    | X                        |
| Финансови приходи като % от кеш в началото на периода  | 2.00    | 2.00    | 2.00    | 2.30    | 2.62    | 2.47    | 2.35    | X                        |
| <b>Продажби</b>                                        |         |         |         |         |         |         |         |                          |
| Основни пазари, тона                                   | 182,852 | 202,360 | 204,467 | 200,195 | 205,339 | 207,721 | 208,042 |                          |
| Ръст, %                                                | 1.63    | 10.67   | 1.04    | -2.09   | 2.57    | 1.16    | 0.15    | X                        |
| Не-основни пазари, тона                                | 119,822 | 131,529 | 132,660 | 128,328 | 131,995 | 133,719 | 133,986 |                          |
| Ръст, %                                                | 8.94    | 9.77    | 0.86    | -3.27   | 2.86    | 1.31    | 0.20    | X                        |
| Общо, тона                                             | 302,674 | 333,888 | 337,127 | 328,523 | 337,333 | 341,439 | 342,028 |                          |
| Ръст, %                                                | 4.40    | 10.31   | 0.97    | -2.55   | 2.68    | 1.22    | 0.17    |                          |
| Цени, основни пазари, лв/тон                           | 674.37  | 680.65  | 687.72  | 694.72  | 701.96  | 709.20  | 716.58  |                          |

|                                    |         |         |         |         |         |         |         |   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---|
| Ръст, %                            | -1.94   | 0.93    | 1.04    | 1.02    | 1.04    | 1.03    | 1.04    | X |
| Цени, не-основни пазари, лв/тон    | 626.50  | 629.86  | 634.69  | 640.12  | 644.80  | 649.56  | 654.64  |   |
| Ръст, %                            | 1.45    | 0.54    | 0.77    | 0.86    | 0.73    | 0.74    | 0.78    | X |
| <b>Стойност на продажбите</b>      |         |         |         |         |         |         |         |   |
| Основни пазари                     | 123,310 | 137,736 | 140,617 | 139,079 | 144,141 | 147,316 | 149,079 |   |
| Не-основни пазари                  | 75,068  | 82,845  | 84,198  | 82,145  | 85,110  | 86,858  | 87,713  |   |
| Общо                               | 198,378 | 220,581 | 224,815 | 221,224 | 229,251 | 234,173 | 236,792 |   |
| <b>Продажби на стоки и услуги</b>  |         |         |         |         |         |         |         |   |
| % продажби на продукция            | 14.83   | 8.54    | 8.43    | 8.30    | 8.20    | 8.10    | 8.00    | X |
| % ръст                             | 18.10   | -36.00  | 0.59    | -3.04   | 2.36    | 0.91    | -0.18   |   |
| Хил. в                             | 29,429  | 18,834  | 18,946  | 18,371  | 18,804  | 18,975  | 18,941  |   |
| <b>Други приходи</b>               |         |         |         |         |         |         |         |   |
| Хил.лв                             | 4,360   | 4,450   | 4,760   | 4,738   | 4,673   | 4,722   | 4,782   |   |
| Ръст, %                            | 6.82    | 2.05    | 6.97    | -0.46   | -1.37   | 1.05    | 1.26    |   |
| % от продажби                      | 2.20    | 2.02    | 2.12    | 2.14    | 2.04    | 2.02    | 2.02    | X |
| <b>Себестойност на продукцията</b> |         |         |         |         |         |         |         |   |
| <b>Материали</b>                   |         |         |         |         |         |         |         |   |
| Пакетиран тонаж                    | 302,674 | 333,888 | 337,127 | 328,523 | 337,333 | 341,439 | 342,028 |   |
| Пакетирано/разтопено, %            | 86.42   | 86.83   | 87.30   | 87.71   | 88.25   | 88.53   | 88.63   | X |
| Разтопена маса, тона               | 350,233 | 384,541 | 386,170 | 374,542 | 382,229 | 385,690 | 385,915 |   |
| Ръст, %                            | -1.95   | 9.80    | 0.42    | -3.01   | 2.05    | 0.91    | 0.06    |   |
| Минерални (пясък, сода и др.)      | 260,311 | 281,534 | 276,469 | 262,738 | 262,111 | 257,526 | 251,561 |   |
| % от разтопена маса                | 74.32   | 73.21   | 71.59   | 70.15   | 68.57   | 66.77   | 65.19   | X |
| Трошки                             | 127,335 | 143,478 | 149,607 | 150,043 | 158,343 | 165,848 | 171,351 |   |
| % от разтопена маса                | 36.36   | 37.31   | 38.74   | 40.06   | 41.43   | 43.00   | 44.40   | X |

|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| Материали % разтоп. маса                     | 110.68        | 110.52        | 110.33        | 110.21        | 110.00        | 109.77        | 109.59        |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Ср. цена на трошките, лв/т                   | 80.72         | 82.84         | 85.99         | 88.30         | 91.34         | 93.70         | 95.09         |   |
| Ръст, %                                      | 46.27         | 2.62          | 3.81          | 2.69          | 3.44          | 2.58          | 1.49          | X |
| Ср. цена на минералните суровини, лв         | 132.90        | 135.66        | 137.98        | 139.96        | 142.70        | 145.20        | 147.58        |   |
| Ръст, %                                      | 3.77          | 2.08          | 1.71          | 1.44          | 1.96          | 1.75          | 1.64          | X |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Материали, хил.лв</b>                     | <b>44,874</b> | <b>50,078</b> | <b>51,012</b> | <b>50,023</b> | <b>51,867</b> | <b>52,933</b> | <b>53,420</b> |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Персонал</b>                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>15,207</b> | <b>15,420</b> | <b>15,698</b> | <b>16,012</b> | <b>16,348</b> | <b>16,691</b> | <b>17,042</b> |   |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Транспорт, декорация и др.</b>            |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>18,024</b> | <b>19,826</b> | <b>19,944</b> | <b>19,337</b> | <b>19,794</b> | <b>19,973</b> | <b>19,937</b> |   |
| % от продажбите                              | 7.76          | 8.13          | 8.02          | 7.91          | 7.83          | 7.75          | 7.65          | X |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 10.22         | 0.95          | -2.68         | 2.71          | 2.46          | 0.35          |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Отчетна стойност на продадените стоки</b> |               |               |               |               |               |               |               |   |
| % от други приходи                           | 27.08         | 27.80         | 27.19         | 28.58         | 30.32         | 31.03         | 32.00         | X |
| <b>Хил.лв</b>                                | <b>1,181</b>  | <b>1,237</b>  | <b>1,294</b>  | <b>1,354</b>  | <b>1,417</b>  | <b>1,465</b>  | <b>1,530</b>  |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Електроенергия</b>                        |               |               |               |               |               |               |               |   |
| MWh за пакетирано количество                 | 119,942       | 131,868       | 133,156       | 130,300       | 132,910       | 134,885       | 135,077       |   |
| MWh на тон                                   | 0.40          | 0.39          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | X |
| Разход на MWh, лв                            | 108.08        | 109.16        | 110.25        | 111.36        | 112.47        | 113.59        | 114.73        |   |
| Ръст, %                                      | -6.28         | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | X |
| <b>Електроенергия, хил.лв</b>                | <b>12,963</b> | <b>14,395</b> | <b>14,681</b> | <b>14,510</b> | <b>14,948</b> | <b>15,322</b> | <b>15,497</b> |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Газ</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Scal за разтопена маса                       | 438,635       | 483,841       | 491,115       | 476,221       | 496,497       | 506,466       | 512,187       |   |
| Scal на тон разтопена маса                   | 1.25          | 1.26          | 1.27          | 1.27          | 1.30          | 1.31          | 1.33          | X |
| Разход на Scal, лв                           | 70.48         | 77.74         | 77.29         | 77.11         | 77.40         | 77.76         | 78.18         |   |

|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| Ръст, %                        | 0.28          | 10.29         | -0.58         | -0.23         | 0.38          | 0.47          | 0.53          | X |
| <b>Газ, хил.лв</b>             | <b>30,917</b> | <b>37,612</b> | <b>37,957</b> | <b>36,721</b> | <b>38,428</b> | <b>39,385</b> | <b>40,041</b> |   |
|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Други</b>                   |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                 | <b>10,772</b> | <b>10,923</b> | <b>11,120</b> | <b>11,342</b> | <b>11,580</b> | <b>11,824</b> | <b>12,072</b> |   |
| Ръст, %                        | -0.51         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |
|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Административни разходи</b> |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                 | <b>20,963</b> | <b>21,257</b> | <b>21,639</b> | <b>22,072</b> | <b>22,535</b> | <b>23,009</b> | <b>23,492</b> |   |
| Ръст, %                        | -3.87         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |

| Отчет за финансовото състояние                        | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|-------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Хил. лв</b>                                        |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Дружба стъklarски заводи АД, индивидуалиа база</b> |                |                |                |                |                |                |                |
|                                                       |                |                |                |                |                |                |                |
| Дълготрайни материални и нематериални активи          | 164,025        | 161,476        | 156,056        | 160,513        | 154,243        | 148,782        | 144,492        |
| Инвестиции в дъщерни предприятия                      | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          |
| Инвестиции на разположение за продажба                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Вземания от свързани лица                             | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            |
| <b>Общо дълготрайни активи</b>                        | <b>167,978</b> | <b>165,430</b> | <b>160,010</b> | <b>164,467</b> | <b>158,196</b> | <b>152,736</b> | <b>148,445</b> |
|                                                       |                |                |                |                |                |                |                |
| Материални запаси                                     | 56,793         | 62,012         | 62,747         | 62,068         | 64,326         | 63,598         | 65,314         |
| Вземания от свързани лица                             | 41,351         | 27,429         | 13,693         | 3,410          | 1,477          | 967            | 499            |
| Търговски и други вземания                            | 54,202         | 60,324         | 61,489         | 60,483         | 62,555         | 62,770         | 63,840         |
| Други вземания                                        | 3,968          | 4,404          | 4,489          | 4,415          | 4,579          | 4,620          | 4,775          |
| Пари и парични еквиваленти                            | 3,205          | 5,562          | 9,034          | 27,230         | 30,160         | 55,390         | 71,893         |
| Пари от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас            | 41,372         |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо краткосрочни активи</b>                       | <b>200,890</b> | <b>159,731</b> | <b>151,452</b> | <b>157,607</b> | <b>163,097</b> | <b>187,344</b> | <b>206,320</b> |
|                                                       |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо активи</b>                                    | <b>368,869</b> | <b>325,161</b> | <b>311,461</b> | <b>322,073</b> | <b>321,293</b> | <b>340,080</b> | <b>354,765</b> |

|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход) | 27,827         | 32,240         | 35,907         | 32,018         | 33,344         | 39,256         | 41,177         |
| Платени дивиденди                                                  | 16,055         | 8,348          | 16,120         | 17,953         | 19,211         | 20,006         | 25,516         |
| Платени дивиденди, сума от продажбата на дъщерно дружество         |                | 41,372         |                |                |                |                |                |
| <b>Собствен капитал</b>                                            | <b>174,499</b> | <b>157,019</b> | <b>176,806</b> | <b>190,870</b> | <b>205,004</b> | <b>224,253</b> | <b>239,914</b> |
| <b>Малцинствено участие</b>                                        | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| Лихвоносни задължения                                              | 57,531         | 57,531         | 54,662         | 56,221         | 43,221         | 41,692         | 40,491         |
| Други (провизии, данъчни и др.)                                    | 8,099          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          |
| <b>Дългосрочни задължения</b>                                      | <b>65,630</b>  | <b>64,795</b>  | <b>61,926</b>  | <b>63,485</b>  | <b>50,485</b>  | <b>48,956</b>  | <b>47,755</b>  |
| Търговски задължения                                               | 49,907         | 54,449         | 53,935         | 57,573         | 55,844         | 56,706         | 56,917         |
| Лихвоносни задължения                                              | 70,108         | 39,296         | 9,296          | 243            | 253            | 254            | 259            |
| Други (провизии и др.)                                             | 8,725          | 9,601          | 9,499          | 9,902          | 9,707          | 9,911          | 9,920          |
| <b>Краткосрочни задължения</b>                                     | <b>128,740</b> | <b>103,347</b> | <b>72,730</b>  | <b>67,718</b>  | <b>65,804</b>  | <b>66,870</b>  | <b>67,097</b>  |
| <b>Общо задължения и собствен капитал</b>                          | <b>368,869</b> | <b>325,161</b> | <b>311,461</b> | <b>322,073</b> | <b>321,293</b> | <b>340,080</b> | <b>354,765</b> |

Допусканията за изготвяне на прогнозата:

| ДОПУСКАНИЯ                                           | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | Базиран на допускания за: |
|------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| <b>Средна стойност като % от продажбите</b>          | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | X                         |
| Материални запаси                                    | 22.25       | 24.36       | 25.10       | 25.54       | 25.01       | 24.80       | 24.74       |                           |
| Вземания от свързани лица                            | 23.19       | 14.10       | 8.27        | 3.50        | 1.00        | 0.50        | 0.30        |                           |
| Търговски и други вземания                           | 23.31       | 23.48       | 24.51       | 24.96       | 24.34       | 24.30       | 24.30       |                           |
| Други вземания                                       | 1.24        | 1.72        | 1.79        | 1.82        | 1.78        | 1.78        | 1.80        |                           |
| <b>като % от дълготрайните активи без субсидиари</b> |             |             |             |             |             |             |             | X                         |



|                                            |       |       |       |       |       |       |       |   |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| Лихвоносни задължения                      | 35.05 | 35.60 | 35.00 | 35.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |   |
| Други (провизии, данъчни и др.)            | 4.93  | 4.50  | 4.65  | 4.52  | 4.71  | 4.88  | 5.02  |   |
|                                            |       |       |       |       |       |       |       |   |
| <b>Средна стойност като % от разходите</b> |       |       |       |       |       |       |       | X |
| Търговски задължения                       | 28.97 | 30.52 | 31.23 | 32.50 | 32.02 | 31.12 | 31.00 |   |
| Лихвоносни задължения                      | 55.00 | 32.00 | 14.00 | 2.78  | 0.14  | 0.14  | 0.14  |   |
| Други (провизии и др.)                     | 6.31  | 5.36  | 5.50  | 5.65  | 5.54  | 5.42  | 5.41  |   |
|                                            |       |       |       |       |       |       |       |   |
| Коефициент на изплащане на дивиденди       | 12.40 | 0.30  | 0.50  | 0.50  | 0.60  | 0.60  | 0.65  | X |

|                                                                        |                |               |                |                |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Отчет за паричните потоци, хил лв.</b>                              |                |               |                |                |               |               |               |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база</b>                  | <b>2016</b>    | <b>2017</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   |
| <b>Общ всеобхватен доход за периода</b>                                | <b>28,280</b>  | <b>32,240</b> | <b>35,907</b>  | <b>32,018</b>  | <b>33,344</b> | <b>39,256</b> | <b>41,177</b> |
| <b>Изменение в:</b>                                                    |                |               |                |                |               |               |               |
| <i>Дълготрайни материални и нематериални активи</i>                    | <i>5,529</i>   | <i>-2,549</i> | <i>-5,420</i>  | <i>4,457</i>   | <i>-6,271</i> | <i>-5,460</i> | <i>-4,290</i> |
| Инвестиции                                                             | 39,453         | 28,437        | 24,997         | 37,417         | 29,011        | 25,231        | 25,127        |
| Амортизации                                                            | -33,924        | -30,986       | -30,417        | -32,960        | -35,282       | -30,691       | -29,418       |
| Други изменения (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето | 0              | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             |
| <i>Инвестиции в дъщерни предприятия</i>                                | <i>-41,825</i> | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>В т.ч. продадено дъщерно дружество</i>                              | <i>-41,825</i> | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Инвестиции на разположение за продажба</i>                          | <i>-17</i>     | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Дългосрочни вземания от свързани лица</i>                           | <i>-160</i>    | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                          | <i>-19,798</i> | <i>-6,687</i> | <i>-11,237</i> | <i>-15,679</i> | <i>4,288</i>  | <i>-1,844</i> | <i>2,262</i>  |
| Материални запаси                                                      | 10,278         | 5,219         | 735            | -679           | 2,258         | -728          | 1,716         |
| Вземания от свързани лица                                              | -24,994        | -13,922       | -13,736        | -10,283        | -1,933        | -510          | -467          |
| Търговски и други вземания                                             | 2,348          | 6,559         | 1,249          | -1,079         | 2,235         | 256           | 1,224         |
| Краткосрочни търговски задължения                                      | 7,431          | 4,542         | -514           | 3,638          | -1,728        | 862           | 211           |
|                                                                        |                |               |                |                |               |               |               |

|                                                                                          |               |               |               |               |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Нетен паричен поток след лихви и преди другите потоци по финансиране</b>              | <b>42,726</b> | <b>41,475</b> | <b>52,563</b> | <b>43,240</b> | <b>35,326</b> | <b>46,560</b> | <b>43,205</b> |
| <b>Изменение в:</b>                                                                      |               |               |               |               |               |               |               |
| Заеми и др. лихвоносни задължения                                                        | -19,474       | -30,812       | -32,869       | -7,493        | -12,991       | -1,528        | -1,196        |
| Други (провизии, финансираня и др.)                                                      | -4,216        | 41            | -102          | 403           | -195          | 204           | 9             |
| <b>Изплатени дивиденди</b>                                                               | <b>16,055</b> | <b>8,348</b>  | <b>16,120</b> | <b>17,953</b> | <b>19,211</b> | <b>20,006</b> | <b>25,516</b> |
| <b>Изплатени дивиденди от продажбата на дъщерно дружество</b>                            |               | <b>41,372</b> |               |               |               |               |               |
| <b>Ефект от реструктуриране, промени в счетоводната политика и др. капиталови ефекти</b> | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>Загуба от продажба на субсидиар</b>                                                   | <b>-453</b>   |               |               |               |               |               |               |
| <b>Нетен паричен поток</b>                                                               | <b>2,981</b>  | <b>2,357</b>  | <b>3,472</b>  | <b>18,196</b> | <b>2,930</b>  | <b>25,230</b> | <b>16,503</b> |
| <b>Корекция за продажба на дъщерно дружество</b>                                         | <b>41,825</b> |               |               |               |               |               |               |
| <b>Пари и парични еквиваленти в нач. на периода</b>                                      | <b>224</b>    | <b>3,205</b>  | <b>5,562</b>  | <b>9,034</b>  | <b>27,230</b> | <b>30,160</b> | <b>55,390</b> |
| <b>Пари и парични еквиваленти в края на периода</b>                                      | <b>3,205</b>  | <b>5,562</b>  | <b>9,034</b>  | <b>27,230</b> | <b>30,160</b> | <b>55,390</b> | <b>71,893</b> |
| <b>Пари от продажбата на дъщерно дружество</b>                                           | <b>41,372</b> |               |               |               |               |               |               |

## Оптимистичен сценарий

|                                                       |                |                |                |                |                |                |                |
|-------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Отчет за дохода</b>                                | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    |
| <b>Хил. лв</b>                                        |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база</b> |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Продажби</b>                                       | <b>232,168</b> | <b>244,356</b> | <b>249,903</b> | <b>246,615</b> | <b>255,967</b> | <b>265,206</b> | <b>269,357</b> |
| <b>Продажби, основна дейност</b>                      | <b>227,808</b> | <b>239,897</b> | <b>245,117</b> | <b>241,833</b> | <b>251,234</b> | <b>260,349</b> | <b>264,413</b> |
| Продажба на готова продукция                          | 198,378        | 221,025        | 226,065        | 223,291        | 232,189        | 240,835        | 244,830        |
| Продажба на стоки и услуги                            | 29,429         | 18,872         | 19,052         | 18,542         | 19,045         | 19,514         | 19,584         |
| <b>Други приходи</b>                                  | <b>4,360</b>   | <b>4,459</b>   | <b>4,786</b>   | <b>4,782</b>   | <b>4,733</b>   | <b>4,857</b>   | <b>4,944</b>   |
|                                                       |                |                |                |                |                |                |                |

|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Разходи</b>                                                                                            | <b>159,448</b> | <b>169,476</b> | <b>172,682</b> | <b>170,646</b> | <b>176,476</b> | <b>182,038</b> | <b>184,668</b> |
| <b>Себестойност на продажбите</b>                                                                         | <b>133,938</b> | <b>147,561</b> | <b>150,444</b> | <b>148,277</b> | <b>153,683</b> | <b>158,823</b> | <b>161,144</b> |
| Материали                                                                                                 | 44,874         | 50,078         | 51,012         | 50,023         | 51,867         | 53,570         | 54,156         |
| Персонал                                                                                                  | 15,207         | 15,511         | 15,821         | 16,138         | 16,461         | 16,790         | 17,126         |
| Транспорт, декорация и др.                                                                                | 18,024         | 19,866         | 20,055         | 19,518         | 20,047         | 20,541         | 20,614         |
| Отчетна стойност на продадените стоки                                                                     | 1,181          | 1,240          | 1,302          | 1,367          | 1,435          | 1,507          | 1,582          |
| Други                                                                                                     | 54,653         | 60,866         | 62,254         | 61,232         | 63,873         | 66,415         | 67,667         |
| Електроенергия                                                                                            | 12,963         | 14,395         | 14,681         | 14,510         | 14,948         | 15,506         | 15,711         |
| Газ                                                                                                       | 30,917         | 34,445         | 35,312         | 34,584         | 36,417         | 37,971         | 38,850         |
| Други                                                                                                     | 10,772         | 12,026         | 12,261         | 12,139         | 12,508         | 12,938         | 13,106         |
| <b>Административни разходи</b>                                                                            | <b>20,963</b>  | <b>21,720</b>  | <b>22,039</b>  | <b>22,165</b>  | <b>22,586</b>  | <b>23,003</b>  | <b>23,308</b>  |
| <b>Други разходи (отнисани вземания, линси, брак, нровизии и др.)</b>                                     | <b>4,547</b>   | <b>196</b>     | <b>199</b>     | <b>203</b>     | <b>208</b>     | <b>212</b>     | <b>216</b>     |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)</b>                                                 | <b>72,720</b>  | <b>74,880</b>  | <b>77,221</b>  | <b>75,969</b>  | <b>79,491</b>  | <b>83,168</b>  | <b>84,689</b>  |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| <i>EBITDA марж, %</i>                                                                                     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     | <i>31%</i>     |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| Амортизации                                                                                               | 33,924         | 30,986         | 30,417         | 32,960         | 35,282         | 30,691         | 29,418         |
| Амортизация, не включена в разходите                                                                      | 31             | 25             | 9              | 9              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT)</b>                                                                | <b>38,827</b>  | <b>43,919</b>  | <b>46,814</b>  | <b>43,018</b>  | <b>44,209</b>  | <b>52,476</b>  | <b>55,272</b>  |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| <i>EBIT марж, %</i>                                                                                       | <i>17%</i>     | <i>18%</i>     | <i>19%</i>     | <i>17%</i>     | <i>17%</i>     | <i>20%</i>     | <i>21%</i>     |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Финансови приходи/разходи, нето</b>                                                                    | <b>-7370</b>   | <b>-6087</b>   | <b>-4674</b>   | <b>-4177</b>   | <b>-3174</b>   | <b>-2667</b>   | <b>-2092</b>   |
| Приходи от лихви (2017 г. вкл. лихви от паричната сума от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас за 4 месеца) | 12             | 340            | 95             | 277            | 812            | 824            | 1307           |
| Други финансови приходи                                                                                   | 29             |                |                |                |                |                |                |
| Разходи за лихви                                                                                          | -6825          | -5840          | -4181          | -3867          | -3399          | -2905          | -2812          |
| Други финансови разходи                                                                                   | -587           | -587           | -587           | -587           | -587           | -587           | -587           |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |
| Данъци                                                                                                    | 3,146          | 3,783          | 4,214          | 3,884          | 4,103          | 4,981          | 5,318          |
|                                                                                                           |                |                |                |                |                |                |                |

|                                                                                                                        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Нетна печалба                                                                                                          | 28,280 | 34,024 | 37,917 | 34,948 | 36,931 | 44,828 | 47,862 |
| Собственици на компанията-майка                                                                                        | 28,280 | 34,024 | 37,917 | 34,948 | 36,931 | 44,828 | 47,862 |
| Миноритарни акционери                                                                                                  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Друг всеобхватен доход, нето от данъци (за 2016 г. - разлика между балансовата и продажната цена на дъщерно дружество) | -453   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Общ всеобхватен доход                                                                                                  | 27,827 | 34,024 | 37,917 | 34,948 | 36,931 | 44,828 | 47,862 |
| Собственици на компанията-майка                                                                                        | 27,827 | 34,024 | 37,917 | 34,948 | 36,931 | 44,828 | 47,862 |
| Миноритарни акционери                                                                                                  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

Допусканията за изготвяне на прогнозите:

| ДОПУСКАНИЯ                                             | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | Базиран<br>на<br>очаквания<br>за: |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------------------------|
| Лихвени разходи като % от средно лихвоносни задължения | 4.97    | 5.23    | 5.21    | 6.38    | 6.80    | 6.80    | 6.80    | X                                 |
| Финансови приходи като % от кеш в началото на периода  | 2.00    | 2.00    | 2.00    | 2.30    | 2.62    | 2.47    | 2.35    | X                                 |
| <b>Продажби</b>                                        |         |         |         |         |         |         |         |                                   |
| Основни пазари, тона                                   | 182,852 | 202,360 | 204,467 | 200,195 | 205,339 | 210,103 | 210,752 |                                   |
| Ръст, %                                                | 1.63    | 10.67   | 1.04    | -2.09   | 2.57    | 2.32    | 0.31    | X                                 |
| Не-основни пазари, тона                                | 119,822 | 131,529 | 132,660 | 128,328 | 131,995 | 135,442 | 135,984 |                                   |
| Ръст, %                                                | 8.94    | 9.77    | 0.86    | -3.27   | 2.86    | 2.61    | 0.40    | X                                 |
| Общо, тона                                             | 302,674 | 333,888 | 337,127 | 328,523 | 337,333 | 345,545 | 346,736 |                                   |
| Ръст, %                                                | 4.40    | 10.31   | 0.97    | -2.55   | 2.68    | 2.43    | 0.34    |                                   |

|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---|
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Цени, основни пазари, лв/тон       | 674.37         | 683.02         | 693.25         | 703.33         | 713.93         | 724.51         | 735.39         |   |
| Ръст, %                            | -1.94          | 1.28           | 1.50           | 1.45           | 1.51           | 1.48           | 1.50           | X |
| Цени, не-основни пазари, лв/тон    | 626.50         | 629.59         | 635.60         | 642.78         | 648.45         | 654.26         | 660.71         |   |
| Ръст, %                            | 1.45           | 0.49           | 0.95           | 1.13           | 0.88           | 0.90           | 0.99           | X |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Стойност на продажбите</b>      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Основни пазари</b>              | <b>123,310</b> | <b>138,215</b> | <b>141,747</b> | <b>140,804</b> | <b>146,597</b> | <b>152,221</b> | <b>154,984</b> |   |
| <b>Не-основни пазари</b>           | <b>75,068</b>  | <b>82,809</b>  | <b>84,318</b>  | <b>82,487</b>  | <b>85,592</b>  | <b>88,614</b>  | <b>89,846</b>  |   |
| <b>Общо</b>                        | <b>198,378</b> | <b>221,025</b> | <b>226,065</b> | <b>223,291</b> | <b>232,189</b> | <b>240,835</b> | <b>244,830</b> |   |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Продажби на стоки и услуги</b>  |                |                |                |                |                |                |                |   |
| % продажби на продукция            | 14.83          | 8.54           | 8.43           | 8.30           | 8.20           | 8.10           | 8.00           | X |
| % ръст                             | 18.10          | -35.87         | 0.95           | -2.68          | 2.71           | 2.46           | 0.35           |   |
| <b>Хил. в</b>                      | <b>29,429</b>  | <b>18,872</b>  | <b>19,052</b>  | <b>18,542</b>  | <b>19,045</b>  | <b>19,514</b>  | <b>19,584</b>  |   |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Други приходи</b>               |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Хил.лв</b>                      | <b>4,360</b>   | <b>4,459</b>   | <b>4,786</b>   | <b>4,782</b>   | <b>4,733</b>   | <b>4,857</b>   | <b>4,944</b>   |   |
| Ръст, %                            | 6.82           | 2.25           | 7.35           | -0.08          | -1.03          | 2.61           | 1.80           |   |
| % от продажби                      | 2.20           | 2.02           | 2.12           | 2.14           | 2.04           | 2.02           | 2.02           | X |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Себестойност на продукцията</b> |                |                |                |                |                |                |                |   |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Материали</b>                   |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Пакетиран тонаж                    | 302,674        | 333,888        | 337,127        | 328,523        | 337,333        | 345,545        | 346,736        |   |
| Пакетирано/разтопено, %            | 86.42          | 86.83          | 87.30          | 87.71          | 88.25          | 88.53          | 88.63          | X |
| Разтопена маса, тона               | 350,233        | 384,541        | 386,170        | 374,542        | 382,229        | 390,328        | 391,228        |   |
| Ръст, %                            | -1.95          | 9.80           | 0.42           | -3.01          | 2.05           | 2.12           | 0.23           |   |
|                                    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Минерални (пясък, сода и др.)      | 260,311        | 281,534        | 276,469        | 262,738        | 262,111        | 260,622        | 255,024        |   |
| % от разтопена маса                | 74.32          | 73.21          | 71.59          | 70.15          | 68.57          | 66.77          | 65.19          | X |
| Трошки                             | 127,335        | 143,478        | 149,607        | 150,043        | 158,343        | 167,842        | 173,710        |   |
| % от разтопена маса                | 36.36          | 37.31          | 38.74          | 40.06          | 41.43          | 43.00          | 44.40          | X |
| Материали % разтоп. маса           | 110.68         | 110.52         | 110.33         | 110.21         | 110.00         | 109.77         | 109.59         |   |

|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| Ср. цена на трошките, лв/т                   | 80.72         | 82.84         | 85.99         | 88.30         | 91.34         | 93.70         | 95.09         |   |
| Ръст, %                                      | 46.27         | 2.62          | 3.81          | 2.69          | 3.44          | 2.58          | 1.49          | X |
| Ср. цена на минералните суровини, лв         | 132.90        | 135.66        | 137.98        | 139.96        | 142.70        | 145.20        | 147.58        |   |
| Ръст, %                                      | 3.77          | 2.08          | 1.71          | 1.44          | 1.96          | 1.75          | 1.64          | X |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Материали, хил.лв</b>                     | <b>44,874</b> | <b>50,078</b> | <b>51,012</b> | <b>50,023</b> | <b>51,867</b> | <b>53,570</b> | <b>54,156</b> |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Персонал</b>                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>15,207</b> | <b>15,511</b> | <b>15,821</b> | <b>16,138</b> | <b>16,461</b> | <b>16,790</b> | <b>17,126</b> |   |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 2.00          | 2.00          | 2.00          | 2.00          | 2.00          | 2.00          | X |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Транспорт, декорация и др.</b>            |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>18,024</b> | <b>19,866</b> | <b>20,055</b> | <b>19,518</b> | <b>20,047</b> | <b>20,541</b> | <b>20,614</b> |   |
| % от продажбите                              | 7.76          | 8.13          | 8.02          | 7.91          | 7.83          | 7.75          | 7.65          | X |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 10.22         | 0.95          | -2.68         | 2.71          | 2.46          | 0.35          |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Отчетна стойност на продадените стоки</b> |               |               |               |               |               |               |               |   |
| % от други приходи                           | 27.08         | 27.80         | 27.19         | 28.58         | 30.32         | 31.03         | 32.00         | X |
| <b>Хил.лв</b>                                | <b>1,181</b>  | <b>1,240</b>  | <b>1,302</b>  | <b>1,367</b>  | <b>1,435</b>  | <b>1,507</b>  | <b>1,582</b>  |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Електроенергия</b>                        |               |               |               |               |               |               |               |   |
| MWh за пакетирано количество                 | 119,942       | 131,868       | 133,156       | 130,300       | 132,910       | 136,507       | 136,937       |   |
| MWh на тон                                   | 0.40          | 0.39          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | X |
| Разход на MWh, лв                            | 108.08        | 109.16        | 110.25        | 111.36        | 112.47        | 113.59        | 114.73        |   |
| Ръст, %                                      | -6.28         | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | X |
| <b>Електроенергия, хил.лв</b>                | <b>12,963</b> | <b>14,395</b> | <b>14,681</b> | <b>14,510</b> | <b>14,948</b> | <b>15,506</b> | <b>15,711</b> |   |
|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Газ</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Scal за разтопена маса                       | 438,635       | 483,841       | 491,115       | 476,221       | 496,497       | 512,556       | 519,238       |   |
| Scal на тон разтопена маса                   | 1.25          | 1.26          | 1.27          | 1.27          | 1.30          | 1.31          | 1.33          | X |
| Разход на Scal, лв                           | 70.48         | 71.19         | 71.90         | 72.62         | 73.35         | 74.08         | 74.82         |   |
| Ръст, %                                      | 0.28          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | X |
| <b>Газ, хил.лв</b>                           | <b>30,917</b> | <b>34,445</b> | <b>35,312</b> | <b>34,584</b> | <b>36,417</b> | <b>37,971</b> | <b>38,850</b> |   |

|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Други</b>                   |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Хил. лв                        | <b>10,772</b> | <b>12,026</b> | <b>12,261</b> | <b>12,139</b> | <b>12,508</b> | <b>12,938</b> | <b>13,106</b> |   |
| Ръст, %                        | -0.51         | 11.64         | 1.95          | -1.00         | 3.04          | 3.44          | 1.30          | X |
|                                |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Административни разходи</b> |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Хил. лв                        | <b>20,963</b> | <b>21,720</b> | <b>22,039</b> | <b>22,165</b> | <b>22,586</b> | <b>23,003</b> | <b>23,308</b> |   |
| Ръст, %                        | -3.87         | 3.61          | 1.47          | 0.57          | 1.90          | 1.85          | 1.32          | X |

| Отчет за финансовото състояние                                     | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Хил. лв</b>                                                     |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база</b>              |                |                |                |                |                |                |                |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Дълготрайни материални и нематериални активи                       | 164,025        | 161,476        | 156,056        | 160,513        | 154,243        | 148,782        | 144,492        |
| Инвестиции в дъщерни предприятия                                   | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          |
| Инвестиции на разположение за продажба                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Вземания от свързани лица                                          | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            |
| <b>Общо дълготрайни активи</b>                                     | <b>167,978</b> | <b>165,430</b> | <b>160,010</b> | <b>164,467</b> | <b>158,196</b> | <b>152,736</b> | <b>148,445</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Материални запаси                                                  | 56,793         | 62,251         | 63,202         | 62,779         | 65,235         | 66,328         | 66,960         |
| Вземания от свързани лица                                          | 41,351         | 27,567         | 13,784         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Търговски и други вземания                                         | 54,202         | 60,555         | 61,936         | 61,176         | 63,440         | 65,450         | 65,457         |
| Други вземания                                                     | 3,968          | 4,420          | 4,521          | 4,466          | 4,644          | 4,817          | 4,897          |
| Пари и парични еквиваленти                                         | 3,205          | 4,727          | 12,030         | 31,025         | 33,431         | 55,596         | 77,436         |
| Пари от продажбата на дъщерно дружество                            | 41,372         |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо краткосрочни активи</b>                                    | <b>200,890</b> | <b>159,520</b> | <b>155,472</b> | <b>159,445</b> | <b>166,750</b> | <b>192,191</b> | <b>214,749</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо активи</b>                                                 | <b>368,869</b> | <b>324,950</b> | <b>315,482</b> | <b>323,912</b> | <b>324,946</b> | <b>344,926</b> | <b>363,194</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход) | 27,827         | 34,024         | 37,917         | 34,948         | 36,931         | 44,828         | 47,862         |
| Платени дивиденди                                                  | 16,055         | 8,348          | 17,012         | 20,854         | 22,716         | 24,005         | 29,138         |
| Платени дивиденди, сума от продажбата на Ялос                      |                | 41,372         |                |                |                |                |                |

|                                           |                |                |                |                |                |                |                |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Холдинг/Иваглас                           |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Собствен капитал</b>                   | <b>174,499</b> | <b>158,804</b> | <b>179,708</b> | <b>193,802</b> | <b>208,017</b> | <b>228,840</b> | <b>247,564</b> |
| <b>Малцинствено участие</b>               | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| Лихвоносни задължения                     | 57,531         | 57,528         | 54,662         | 56,221         | 43,221         | 41,692         | 40,491         |
| Други (провизии, данъчни и др.)           | 8,099          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          |
| <b>Дългосрочни задължения</b>             | <b>65,630</b>  | <b>64,792</b>  | <b>61,926</b>  | <b>63,485</b>  | <b>50,485</b>  | <b>48,956</b>  | <b>47,755</b>  |
| Търговски задължения                      | 49,907         | 53,553         | 54,293         | 56,612         | 56,390         | 56,923         | 57,581         |
| Лихвоносни задължения                     | 70,108         | 38,357         | 9,994          | 279            | 251            | 259            | 258            |
| Други (провизии и др.)                    | 8,725          | 9,444          | 9,562          | 9,734          | 9,803          | 9,948          | 10,037         |
| <b>Краткосрочни задължения</b>            | <b>128,740</b> | <b>101,354</b> | <b>73,848</b>  | <b>66,625</b>  | <b>66,443</b>  | <b>67,130</b>  | <b>67,876</b>  |
| <b>Общо задължения и собствен капитал</b> | <b>368,869</b> | <b>324,950</b> | <b>315,482</b> | <b>323,912</b> | <b>324,946</b> | <b>344,926</b> | <b>363,194</b> |

Допусканията за изготвяне на прогнозите:

| ДОПУСКАНИЯ                                           | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | Базиран на очаквания за: |
|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------|
| <b>Средна стойност като % от продажбите</b>          |       |       |       |       |       |       |       | X                        |
| Материални запаси                                    | 22.25 | 24.36 | 25.10 | 25.54 | 25.01 | 24.80 | 24.74 |                          |
| Вземания от свързани лица                            | 23.19 | 14.10 | 8.27  | 2.79  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |                          |
| Търговски и други вземания                           | 23.31 | 23.48 | 24.51 | 24.96 | 24.34 | 24.30 | 24.30 |                          |
| Други вземания                                       | 1.24  | 1.72  | 1.79  | 1.82  | 1.78  | 1.78  | 1.80  |                          |
| <b>като % от дълготрайните активи без субсидиари</b> |       |       |       |       |       |       |       | X                        |
| Лихвоносни задължения                                | 35.05 | 35.60 | 35.00 | 35.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |                          |
| Други (провизии, данъчни и др.)                      | 4.93  | 4.50  | 4.65  | 4.52  | 4.71  | 4.88  | 5.02  |                          |
| <b>Средна стойност като % от разходите</b>           |       |       |       |       |       |       |       | X                        |
| Търговски задължения                                 | 28.97 | 30.52 | 31.23 | 32.50 | 32.02 | 31.12 | 31.00 |                          |
| Лихвоносни задължения                                | 55.00 | 32.00 | 14.00 | 3.01  | 0.15  | 0.14  | 0.14  |                          |



|                                      |       |      |      |      |      |      |      |   |
|--------------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|---|
| Други (провизии и др.)               | 6.31  | 5.36 | 5.50 | 5.65 | 5.54 | 5.42 | 5.41 |   |
|                                      |       |      |      |      |      |      |      |   |
| Коефициент на изплащане на дивиденди | 12.40 | 0.30 | 0.50 | 0.55 | 0.65 | 0.65 | 0.65 | X |

|                                                                             |               |                |                |               |               |               |                |
|-----------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Отчет за паричните потоци, хил. лв.</b>                                  |               |                |                |               |               |               |                |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база</b>                       | <b>2016</b>   | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>   | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>    |
| <b>Общ всеобхватен доход за периода</b>                                     | <b>34,024</b> | <b>37,917</b>  | <b>34,948</b>  | <b>36,931</b> | <b>44,828</b> | <b>47,862</b> | <b>28,280</b>  |
| <b>Изменение в:</b>                                                         |               |                |                |               |               |               |                |
| <i>Дълготрайни материални и нематериални активи</i>                         | <i>-2,549</i> | <i>-5,420</i>  | <i>4,457</i>   | <i>-6,271</i> | <i>-5,460</i> | <i>-4,290</i> | <i>5,529</i>   |
| Инвестиции                                                                  | 28,437        | 24,997         | 37,417         | 29,011        | 25,231        | 25,127        | 39,453         |
| Амортизации                                                                 | -30,986       | -30,417        | -32,960        | -35,282       | -30,691       | -29,418       | -33,924        |
| Други изменения (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето      | 0             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <i>Инвестиции в дъщерни предприятия</i>                                     | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>-41,825</i> |
| <i>В т.ч. продадено дъщерно дружество</i>                                   | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>-41,825</i> |
| <i>Инвестиции на разположение за продажба</i>                               | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>-17</i>     |
| <i>Дългосрочни вземания от свързани лица</i>                                | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>-160</i>    |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                               | <i>-5,166</i> | <i>-12,090</i> | <i>-17,342</i> | <i>5,120</i>  | <i>2,743</i>  | <i>61</i>     | <i>-19,798</i> |
| Материални запаси                                                           | 5,458         | 951            | -423           | 2,456         | 1,092         | 632           | 10,278         |
| Вземания от свързани лица                                                   | -13,784       | -13,784        | -13,784        | 0             | 0             | 0             | -24,994        |
| Търговски и други вземания                                                  | 6,806         | 1,482          | -816           | 2,442         | 2,184         | 87            | 2,348          |
| Краткосрочни търговски задължения                                           | 3,647         | 739            | 2,319          | -222          | 533           | 658           | 7,431          |
|                                                                             |               |                |                |               |               |               |                |
| <b>Нетен паричен поток след лихви и преди другите потоци по финансиране</b> | <b>41,739</b> | <b>55,427</b>  | <b>47,833</b>  | <b>38,082</b> | <b>47,546</b> | <b>52,092</b> | <b>42,726</b>  |
|                                                                             |               |                |                |               |               |               |                |
| <b>Изменение в:</b>                                                         |               |                |                |               |               |               |                |
| Заеми и др. лихвоносни задължения                                           | -31,754       | -31,229        | -8,155         | -13,028       | -1,521        | -1,202        | -19,474        |
| Други (провизии, финансираня и др.)                                         | -116          | 118            | 173            | 68            | 145           | 89            | -4,216         |
|                                                                             |               |                |                |               |               |               |                |

|                                                                                   |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Изплатени дивиденди                                                               | 8,348  | 17,012 | 20,854 | 22,716 | 24,005 | 29,138 | 16,055 |
| Изплатени дивиденди от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас                         | 41,372 |        |        |        |        |        |        |
| Ефект от реструктуриране, промени в счетоводната политика и др. капиталови ефекти | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Загуба от продажба на субсидиар                                                   |        |        |        |        |        |        | -453   |
| Нетен паричен поток                                                               | 1,521  | 7,303  | 18,996 | 2,406  | 22,165 | 21,840 | 2,981  |
| Корекция за продажба на дъщерно дружество                                         |        |        |        |        |        |        | 41,825 |
| Пари и парични еквиваленти в нач. на периода                                      | 3,205  | 4,727  | 12,030 | 31,025 | 33,431 | 55,596 | 224    |
| Пари и парични еквиваленти в края на периода                                      | 4,727  | 12,030 | 31,025 | 33,431 | 55,596 | 77,436 | 3,205  |
| Пари от продажбата на дъщерно дружество                                           |        |        |        |        |        |        | 41,372 |

#### Песимистичен сценарий

| Отчет за дохода                                | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    |
|------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Хил. лв                                        |         |         |         |         |         |         |         |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база |         |         |         |         |         |         |         |
| Продажби                                       | 232,168 | 239,383 | 239,138 | 230,407 | 233,724 | 233,928 | 231,796 |
| Продажби, основна дейност                      | 227,808 | 235,015 | 234,558 | 225,939 | 229,403 | 229,644 | 227,542 |
| Продажба на готова продукция                   | 198,378 | 216,527 | 216,327 | 208,615 | 212,013 | 212,431 | 210,689 |
| Продажба на стоки и услуги                     | 29,429  | 18,488  | 18,231  | 17,323  | 17,390  | 17,213  | 16,853  |
| Други приходи                                  | 4,360   | 4,368   | 4,580   | 4,468   | 4,322   | 4,284   | 4,255   |
| Разходи                                        | 159,448 | 168,929 | 169,478 | 165,653 | 169,051 | 170,652 | 171,086 |
| Себестойност на продажбите                     | 133,938 | 147,477 | 147,640 | 143,377 | 146,308 | 147,432 | 147,378 |
| Материали                                      | 44,874  | 49,280  | 49,406  | 47,680  | 48,674  | 48,915  | 48,618  |
| Персонал                                       | 15,207  | 15,420  | 15,698  | 16,012  | 16,348  | 16,691  | 17,042  |
| Транспорт, декорация и др.                     | 18,024  | 19,461  | 19,191  | 18,235  | 18,305  | 18,119  | 17,740  |
| Отчетна стойност на продадените стоки          | 1,181   | 1,214   | 1,246   | 1,277   | 1,310   | 1,329   | 1,361   |
| Други                                          | 54,653  | 62,101  | 62,100  | 60,174  | 61,671  | 62,378  | 62,618  |
| Електроенергия                                 | 12,963  | 14,165  | 14,219  | 13,830  | 14,028  | 14,159  | 14,104  |
| Газ                                            | 30,917  | 37,012  | 36,761  | 35,001  | 36,062  | 36,395  | 36,441  |

|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Други                                                                                                                  | 10,772        | 10,923        | 11,120        | 11,342        | 11,580        | 11,824        | 12,072        |
| <b>Административни разходи</b>                                                                                         | <b>20,963</b> | <b>21,257</b> | <b>21,639</b> | <b>22,072</b> | <b>22,535</b> | <b>23,009</b> | <b>23,492</b> |
| <b>Други разходи (отписания вземания, линси, брак, провизии и др.)</b>                                                 | <b>4,547</b>  | <b>196</b>    | <b>199</b>    | <b>203</b>    | <b>208</b>    | <b>212</b>    | <b>216</b>    |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA)</b>                                                              | <b>72,720</b> | <b>70,454</b> | <b>69,660</b> | <b>64,754</b> | <b>64,673</b> | <b>63,276</b> | <b>60,710</b> |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| <i>EBITDA марж, %</i>                                                                                                  | <i>31%</i>    | <i>29%</i>    | <i>29%</i>    | <i>28%</i>    | <i>28%</i>    | <i>27%</i>    | <i>26%</i>    |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| Амортизации                                                                                                            | 33,924        | 30,986        | 30,417        | 32,960        | 35,282        | 30,691        | 29,418        |
| Амортизация, не включена в разходите                                                                                   | 31            | 25            | 9             | 9             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT)</b>                                                                             | <b>38,827</b> | <b>39,493</b> | <b>39,252</b> | <b>31,803</b> | <b>29,392</b> | <b>32,584</b> | <b>31,293</b> |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| <i>EBIT марж, %</i>                                                                                                    | <i>17%</i>    | <i>16%</i>    | <i>16%</i>    | <i>14%</i>    | <i>13%</i>    | <i>14%</i>    | <i>14%</i>    |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Финансови приходи/разходи, нето</b>                                                                                 | <b>-7370</b>  | <b>-6077</b>  | <b>-4646</b>  | <b>-4268</b>  | <b>-3403</b>  | <b>-2927</b>  | <b>-2304</b>  |
| Приходи от лихви (2017 г. вкл. лихви от паричната сума от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас за 4 месеца)              | 12            | 340           | 99            | 170           | 586           | 565           | 1094          |
| Други финансови приходи                                                                                                | 29            |               |               |               |               |               |               |
| Разходи за лихви                                                                                                       | -6825         | -5831         | -4158         | -3851         | -3402         | -2906         | -2812         |
| Други финансови разходи                                                                                                | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| Данъци                                                                                                                 | 3,146         | 3,342         | 3,461         | 2,753         | 2,599         | 2,966         | 2,899         |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Нетна печалба</b>                                                                                                   | <b>28,280</b> | <b>30,049</b> | <b>31,137</b> | <b>24,773</b> | <b>23,390</b> | <b>26,691</b> | <b>26,090</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b>                                                                                 | <b>28,280</b> | <b>30,049</b> | <b>31,137</b> | <b>24,773</b> | <b>23,390</b> | <b>26,691</b> | <b>26,090</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>                                                                                           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |
| Друг всеобхватен доход, нето от данъци (за 2016 г. - разлика между балансовата и продажната цена на дъщерно дружество) | -453          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
|                                                                                                                        |               |               |               |               |               |               |               |

|                                 |        |        |        |        |        |        |        |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Общ всеобхватен доход           | 27,827 | 30,049 | 31,137 | 24,773 | 23,390 | 26,691 | 26,090 |
| Собственици на компанията-майка | 27,827 | 30,049 | 31,137 | 24,773 | 23,390 | 26,691 | 26,090 |
| Миноритарни акционери           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

Допусканията за изготвяне на прогнозите:

| ДОПУСКАНИЯ                                             | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | Базиран на очаквания за: |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------|
| Лихвени разходи като % от средно лихвоносни задължения | 4.97    | 5.23    | 5.21    | 6.38    | 6.80    | 6.80    | 6.80    | X                        |
| Финансови приходи като % от кеш в началото на периода  | 2.00    | 2.00    | 2.00    | 2.30    | 2.62    | 2.47    | 2.35    | X                        |
| <b>Продажби</b>                                        |         |         |         |         |         |         |         |                          |
| Основни пазари, тона                                   | 182,852 | 197,037 | 193,852 | 184,810 | 184,572 | 181,802 | 177,293 |                          |
| Ръст, %                                                | 1.63    |         |         |         |         |         |         | X                        |
| Не-основни пазари, тона                                | 119,822 | 131,529 | 132,660 | 128,328 | 131,995 | 133,719 | 133,986 |                          |
| Ръст, %                                                | 8.94    | 9.77    | 0.86    | -3.27   | 2.86    | 1.31    | 0.20    | X                        |
| Общо, тона                                             | 302,674 | 328,566 | 326,512 | 313,137 | 316,567 | 315,520 | 311,279 |                          |
| Ръст, %                                                | 4.40    | 8.55    | -0.63   | -4.10   | 1.10    | -0.33   | -1.34   |                          |
| Цени, основни пазари, лв/тон                           | 674.37  | 678.28  | 682.21  | 686.17  | 690.15  | 694.15  | 698.18  |                          |
| Ръст, %                                                | -1.94   | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | X                        |
| Цени, не-основни пазари, лв/тон                        | 626.50  | 630.13  | 633.79  | 637.46  | 641.16  | 644.88  | 648.62  |                          |
| Ръст, %                                                | 1.45    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | 0.58    | X                        |
| <b>Стойност на продажбите</b>                          |         |         |         |         |         |         |         |                          |
| Основни пазари                                         | 123,310 | 133,646 | 132,249 | 126,811 | 127,383 | 126,199 | 123,783 |                          |
| Не-основни пазари                                      | 75,068  | 82,881  | 84,078  | 81,804  | 84,630  | 86,233  | 86,906  |                          |

|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---|
| <b>Общо</b>                          | <b>198,378</b> | <b>216,527</b> | <b>216,327</b> | <b>208,615</b> | <b>212,013</b> | <b>212,431</b> | <b>210,689</b> |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Продажби на стоки и услуги</b>    |                |                |                |                |                |                |                |   |
| % продажби на продукция              | 14.83          | 8.54           | 8.43           | 8.30           | 8.20           | 8.10           | 8.00           | X |
| % ръст                               | 18.10          | -37.18         | -1.39          | -4.98          | 0.38           | -1.02          | -2.09          |   |
| <b>Хил. в</b>                        | <b>29,429</b>  | <b>18,488</b>  | <b>18,231</b>  | <b>17,323</b>  | <b>17,390</b>  | <b>17,213</b>  | <b>16,853</b>  |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Други приходи</b>                 |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Хил.лв</b>                        | <b>4,360</b>   | <b>4,368</b>   | <b>4,580</b>   | <b>4,468</b>   | <b>4,322</b>   | <b>4,284</b>   | <b>4,255</b>   |   |
| Ръст, %                              | 6.82           | 0.17           | 4.86           | -2.45          | -3.27          | -0.88          | -0.68          |   |
| % от продажби                        | 2.20           | 2.02           | 2.12           | 2.14           | 2.04           | 2.02           | 2.02           | X |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Себестойност на продукцията</b>   |                |                |                |                |                |                |                |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Материали</b>                     |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Пакетиран тонаж                      | 302,674        | 328,566        | 326,512        | 313,137        | 316,567        | 315,520        | 311,279        |   |
| Пакетирано/разтопено, %              | 86.42          | 86.83          | 87.30          | 87.71          | 88.25          | 88.53          | 88.63          | X |
| Разтопена маса, тона                 | 350,233        | 378,410        | 374,011        | 357,001        | 358,698        | 356,413        | 351,222        |   |
| Ръст, %                              | -1.95          | 8.05           | -1.16          | -4.55          | 0.48           | -0.64          | -1.46          |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Минерални (пясък, сода и др.)        | 260,311        | 277,046        | 267,764        | 250,434        | 245,976        | 237,977        | 228,946        |   |
| % от разтопена маса                  | 74.32          | 73.21          | 71.59          | 70.15          | 68.57          | 66.77          | 65.19          | X |
| Трошки                               | 127,335        | 141,191        | 144,897        | 143,016        | 148,595        | 153,258        | 155,947        |   |
| % от разтопена маса                  | 36.36          | 37.31          | 38.74          | 40.06          | 41.43          | 43.00          | 44.40          | X |
| Материали % разтоп. маса             | 110.68         | 110.52         | 110.33         | 110.21         | 110.00         | 109.77         | 109.59         |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| Ср. цена на трошките, лв/т           | 80.72          | 82.84          | 85.99          | 88.30          | 91.34          | 93.70          | 95.09          |   |
| Ръст, %                              | 46.27          | 2.62           | 3.81           | 2.69           | 3.44           | 2.58           | 1.49           | X |
| Ср. цена на минералните суровини, лв | 132.90         | 135.66         | 137.98         | 139.96         | 142.70         | 145.20         | 147.58         |   |
| Ръст, %                              | 3.77           | 2.08           | 1.71           | 1.44           | 1.96           | 1.75           | 1.64           | X |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Материали, хил.лв</b>             | <b>44,874</b>  | <b>49,280</b>  | <b>49,406</b>  | <b>47,680</b>  | <b>48,674</b>  | <b>48,915</b>  | <b>48,618</b>  |   |
|                                      |                |                |                |                |                |                |                |   |
| <b>Персонал</b>                      |                |                |                |                |                |                |                |   |

|                                              |               |               |               |               |               |               |               |   |
|----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>15,207</b> | <b>15,420</b> | <b>15,698</b> | <b>16,012</b> | <b>16,348</b> | <b>16,691</b> | <b>17,042</b> |   |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |
| <b>Транспорт, декорация и др.</b>            |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>18,024</b> | <b>19,461</b> | <b>19,191</b> | <b>18,235</b> | <b>18,305</b> | <b>18,119</b> | <b>17,740</b> |   |
| % от продажбите                              | 7.76          | 8.13          | 8.02          | 7.91          | 7.83          | 7.75          | 7.65          | X |
| Ръст, %                                      | 12.45         | 10.22         | 0.95          | -2.68         | 2.71          | 2.46          | 0.35          |   |
| <b>Отчетна стойност на продадените стоки</b> |               |               |               |               |               |               |               |   |
| % от други приходи                           | 27.08         | 27.80         | 27.19         | 28.58         | 30.32         | 31.03         | 32.00         | X |
| <b>Хил.лв</b>                                | <b>1,181</b>  | <b>1,214</b>  | <b>1,246</b>  | <b>1,277</b>  | <b>1,310</b>  | <b>1,329</b>  | <b>1,361</b>  |   |
| <b>Електроенергия</b>                        |               |               |               |               |               |               |               |   |
| MWh за пакетирано количество                 | 119,942       | 129,765       | 128,964       | 124,198       | 124,728       | 124,646       | 122,934       |   |
| MWh на тон                                   | 0.40          | 0.39          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | 0.40          | 0.39          | X |
| Разход на MWh, лв                            | 108.08        | 109.16        | 110.25        | 111.36        | 112.47        | 113.59        | 114.73        |   |
| Ръст, %                                      | -6.28         | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | X |
| <b>Електроенергия, хил.лв</b>                | <b>12,963</b> | <b>14,165</b> | <b>14,219</b> | <b>13,830</b> | <b>14,028</b> | <b>14,159</b> | <b>14,104</b> |   |
| <b>Газ</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |   |
| Scal за разтопена маса                       | 438,635       | 476,128       | 475,652       | 453,919       | 465,932       | 468,020       | 466,142       |   |
| Scal на тон разтопена маса                   | 1.25          | 1.26          | 1.27          | 1.27          | 1.30          | 1.31          | 1.33          | X |
| Разход на Scal, лв                           | 70.48         | 77.74         | 77.29         | 77.11         | 77.40         | 77.76         | 78.18         |   |
| Ръст, %                                      | 0.28          | 10.29         | -0.58         | -0.23         | 0.38          | 0.47          | 0.53          | X |
| <b>Газ, хил.лв</b>                           | <b>30,917</b> | <b>37,012</b> | <b>36,761</b> | <b>35,001</b> | <b>36,062</b> | <b>36,395</b> | <b>36,441</b> |   |
| <b>Други</b>                                 |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>10,772</b> | <b>10,923</b> | <b>11,120</b> | <b>11,342</b> | <b>11,580</b> | <b>11,824</b> | <b>12,072</b> |   |
| Ръст, %                                      | -0.51         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |
| <b>Административни разходи</b>               |               |               |               |               |               |               |               |   |
| <b>Хил. лв</b>                               | <b>20,963</b> | <b>21,257</b> | <b>21,639</b> | <b>22,072</b> | <b>22,535</b> | <b>23,009</b> | <b>23,492</b> |   |
| Ръст, %                                      | -3.87         | 1.40          | 1.80          | 2.00          | 2.10          | 2.10          | 2.10          | X |

| Отчет за финансовото състояние                                     | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Хил. лв                                                            |                |                |                |                |                |                |                |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуалиа база                     |                |                |                |                |                |                |                |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Дълготрайни материални и нематериални активи                       | 164,025        | 161,476        | 156,056        | 160,513        | 154,243        | 148,782        | 144,492        |
| Инвестиции в дъщерни предприятия                                   | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          | 3,834          |
| Инвестиции на разположение за продажба                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Вземания от свързани лица                                          | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119            |
| <b>Общо дълготрайни активи</b>                                     | <b>167,978</b> | <b>165,430</b> | <b>160,010</b> | <b>164,467</b> | <b>158,196</b> | <b>152,736</b> | <b>148,445</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Материални запаси                                                  | 56,793         | 59,828         | 60,221         | 57,481         | 59,409         | 56,637         | 58,064         |
| Вземания от свързани лица                                          | 41,351         | 26,165         | 13,405         | 4,106          | 1,971          | 1,772          | 546            |
| Търговски и други вземания                                         | 54,202         | 58,219         | 58,994         | 56,026         | 57,761         | 55,928         | 56,725         |
| Други вземания                                                     | 3,968          | 4,250          | 4,307          | 4,090          | 4,228          | 4,116          | 4,242          |
| Пари и парични еквиваленти                                         | 3,205          | 4,952          | 7,381          | 22,396         | 22,927         | 46,563         | 61,303         |
| Пари от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас                         | 41,372         |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо краткосрочни активи</b>                                    | <b>200,890</b> | <b>153,414</b> | <b>144,308</b> | <b>144,098</b> | <b>146,296</b> | <b>165,016</b> | <b>180,881</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо активи</b>                                                 | <b>368,869</b> | <b>318,844</b> | <b>304,318</b> | <b>308,565</b> | <b>304,492</b> | <b>317,752</b> | <b>329,326</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход) | 27,827         | 30,049         | 31,137         | 24,773         | 23,390         | 26,691         | 26,090         |
| Платени дивиденди                                                  | 16,055         | 9,739          | 13,522         | 15,568         | 12,386         | 11,695         | 13,346         |
| Платени дивиденди, сума от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас      |                | 41,372         |                |                |                |                |                |
| <b>Собствен капитал</b>                                            | <b>174,499</b> | <b>153,437</b> | <b>171,052</b> | <b>180,256</b> | <b>191,260</b> | <b>206,256</b> | <b>219,000</b> |
| <b>Малцинствено участие</b>                                        | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |
| Лихвоносни задължения                                              | 57,531         | 57,531         | 54,662         | 56,221         | 43,221         | 41,692         | 40,491         |
| Други (провизии, данъчни и др.)                                    | 8,099          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          | 7,264          |
| <b>Дългосрочни задължения</b>                                      | <b>65,630</b>  | <b>64,795</b>  | <b>61,926</b>  | <b>63,485</b>  | <b>50,485</b>  | <b>48,956</b>  | <b>47,755</b>  |
|                                                                    |                |                |                |                |                |                |                |

|                                            |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Търговски задължения                       | 49,907         | 53,219         | 52,626         | 55,033         | 53,214         | 53,011         | 53,071         |
| Лихвоносни задължения                      | 70,108         | 38,007         | 9,447          | 326            | 282            | 264            | 249            |
| Други (провизии и др.)                     | 8,725          | 9,385          | 9,268          | 9,464          | 9,251          | 9,264          | 9,251          |
| <b>Краткосрочни задължения</b>             | <b>128,740</b> | <b>100,612</b> | <b>71,341</b>  | <b>64,824</b>  | <b>62,747</b>  | <b>62,539</b>  | <b>62,571</b>  |
|                                            |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Общо задължения и собствени капитал</b> | <b>368,869</b> | <b>318,844</b> | <b>304,318</b> | <b>308,565</b> | <b>304,492</b> | <b>317,752</b> | <b>329,326</b> |

Допусканията за изготвяне на прогнозите:

| ДОПУСКАНИЯ                                               | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | Базирани<br>на<br>очаквания<br>за: |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------------------|
| <b>Средна стойност като % от продажбите</b>              | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | <b>План</b> | X                                  |
| Материални запаси                                        | 22.25       | 24.36       | 25.10       | 25.54       | 25.01       | 24.80       | 24.74       |                                    |
| Вземания от свързани лица                                | 23.19       | 14.10       | 8.27        | 3.80        | 1.30        | 0.80        | 0.50        |                                    |
| Търговски и други вземания                               | 23.31       | 23.48       | 24.51       | 24.96       | 24.34       | 24.30       | 24.30       |                                    |
| Други вземания                                           | 1.24        | 1.72        | 1.79        | 1.82        | 1.78        | 1.78        | 1.80        |                                    |
|                                                          |             |             |             |             |             |             |             |                                    |
| <b>като % от дълготрайните активи без<br/>субсидиари</b> |             |             |             |             |             |             |             | X                                  |
| Лихвоносни задължения                                    | 35.05       | 35.60       | 35.00       | 35.00       | 28.00       | 28.00       | 28.00       |                                    |
| Други (провизии, данъчни и др.)                          | 4.93        | 4.50        | 4.65        | 4.52        | 4.71        | 4.88        | 5.02        |                                    |
|                                                          |             |             |             |             |             |             |             |                                    |
| <b>Средна стойност като % от разходите</b>               |             |             |             |             |             |             |             | X                                  |
| Търговски задължения                                     | 28.97       | 30.52       | 31.23       | 32.50       | 32.02       | 31.12       | 31.00       |                                    |
| Лихвоносни задължения                                    | 55.00       | 32.00       | 14.00       | 2.95        | 0.18        | 0.16        | 0.15        |                                    |
| Други (провизии и др.)                                   | 6.31        | 5.36        | 5.50        | 5.65        | 5.54        | 5.42        | 5.41        |                                    |
|                                                          |             |             |             |             |             |             |             |                                    |
| Коефициент на изплащане на дивиденди                     | 12.40       | 0.35        | 0.45        | 0.50        | 0.50        | 0.50        | 0.50        | X                                  |



|                                                                                          |                |                |                |                |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Отчет за паричните потоци, хил лв.</b>                                                |                |                |                |                |               |               |               |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база</b>                                    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   |
| <b>Общ всеобхватен доход за периода</b>                                                  | <b>28,280</b>  | <b>30,049</b>  | <b>31,137</b>  | <b>24,773</b>  | <b>23,390</b> | <b>26,691</b> | <b>26,090</b> |
| <b>Изменение в:</b>                                                                      |                |                |                |                |               |               |               |
| <i>Дълготрайни материални и нематериални активи</i>                                      | <i>5,529</i>   | <i>-2,549</i>  | <i>-5,420</i>  | <i>4,457</i>   | <i>-6,271</i> | <i>-5,460</i> | <i>-4,290</i> |
| Инвестиции                                                                               | 39,453         | 28,437         | 24,997         | 37,417         | 29,011        | 25,231        | 25,127        |
| Амортизации                                                                              | -33,924        | -30,986        | -30,417        | -32,960        | -35,282       | -30,691       | -29,418       |
| Други изменения (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             |
| <i>Инвестиции в дъщерни предприятия</i>                                                  | <i>-41,825</i> | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>В т.ч. Ялос Холдинг/Иваглас</i>                                                       | <i>-41,825</i> | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Инвестиции на разположение за продажба</i>                                            | <i>-17</i>     | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Дългосрочни вземания от свързани лица</i>                                             | <i>-160</i>    | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                                            | <i>-19,798</i> | <i>-11,163</i> | <i>-10,942</i> | <i>-17,633</i> | <i>3,487</i>  | <i>-4,714</i> | <i>1,065</i>  |
| Материални запаси                                                                        | 10,278         | 3,035          | 392            | -2,740         | 1,929         | -2,772        | 1,427         |
| Вземания от свързани лица                                                                | -24,994        | -15,186        | -12,760        | -9,299         | -2,135        | -199          | -1,226        |
| Търговски и други вземания                                                               | 2,348          | 4,300          | 832            | -3,186         | 1,874         | -1,945        | 923           |
| Краткосрочни търговски задължения                                                        | 7,431          | 3,313          | -594           | 2,408          | -1,820        | -202          | 59            |
|                                                                                          |                |                |                |                |               |               |               |
| <b>Нетен паричен поток след лихви и преди другите потоци по финансиране</b>              | <b>42,726</b>  | <b>43,761</b>  | <b>47,499</b>  | <b>37,948</b>  | <b>26,174</b> | <b>36,866</b> | <b>29,315</b> |
|                                                                                          |                |                |                |                |               |               |               |
| <b>Изменение в:</b>                                                                      |                |                |                |                |               |               |               |
| Заеми и др. лихвоносни задължения                                                        | -19,474        | -32,101        | -31,429        | -7,561         | -13,044       | -1,547        | -1,216        |
| Други (проvizии, финансираня и др.)                                                      | -4,216         | -175           | -118           | 196            | -212          | 13            | -13           |
|                                                                                          |                |                |                |                |               |               |               |
| <b>Изплатени дивиденди</b>                                                               | <b>16,055</b>  | <b>9,739</b>   | <b>13,522</b>  | <b>15,568</b>  | <b>12,386</b> | <b>11,695</b> | <b>13,346</b> |
| <b>Изплатени дивиденди от продажбата на Ялос Холдинг/Иваглас</b>                         |                | 41,372         |                |                |               |               |               |
| <b>Ефект от реструктуриране, промени в счетоводната политика и др. капиталови ефекти</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>Загуба от продажба на субсидиар</b>                                                   | <b>-453</b>    |                |                |                |               |               |               |
|                                                                                          |                |                |                |                |               |               |               |

|                                              |        |       |       |        |        |        |        |
|----------------------------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Нетен паричен поток                          | 2,981  | 1,746 | 2,430 | 15,015 | 530    | 23,636 | 14,741 |
| Корекция за продажба на Ялос Холдинг/Иваглас | 41,825 |       |       |        |        |        |        |
| Пари и парични еквиваленти в нач. на периода | 224    | 3,205 | 4,952 | 7,381  | 22,396 | 22,927 | 46,563 |
| Пари и парични еквиваленти в края на периода | 3,205  | 4,952 | 7,381 | 22,396 | 22,927 | 46,563 | 61,303 |
| Пари от продажба на субсидиар                | 41,372 |       |       |        |        |        |        |

#### 6.2.4. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акцията

Формираме оценка за справедливата стойност на акциите на дружеството на база метода на дисконтираните парични потоци към дружеството (ДППД), метода на пазарните множители на дружества-аналози (ПМДА), както и на база нетната стойност на активите на дружеството (НСА).

В оценката на Дружеството според методите ДППД и ПМДА се включва и стойността на продадения субсидиар AVIK Glass Limited, като се извършва и корекция със оценка на стойността на задбалансови задължения (виж по-долу). Оценката е разработена на база три сценария за развитието на предприятието (и респективно за формиране на неговата стойност): базов, оптимистичен и песимистичен, със съответстващите им оценки според ДППД и ПМДА. Оценката на база метода на ПМДА почива на база бъдещ пазарен множител и базисни финансови показатели (вж по-долу). Оценката според НСА е изготвена на база официалните консолидирани отчети на предприятието към 30.09.2016 г. без допълнителни корекции.

#### Описание на прилаганите методи

Представяме описание на използваните оценъчни методи. Приложените методи са ДППД, ПМДА и НСА. ПМДА и НППФ оценяват компанията на принципа на действащо предприятие, докато НСА представлява оценка на компанията на база стойността на нейните активи.

#### ДППД

При този подход бъдещите икономически ползи от даден проект, компания или дялово участие се свеждат до стойност към настоящия момент на база дисконтиране на тези ползи посредством изискуема норма на доходност, която отразява както пазарния стандарт за подобно ниво на риск, така и индивидуалните рискови характеристики на конкретния проект, компания или дялово участие. По този начин методът отчита в най-голяма степен индивидуалните характеристики на оценявания актив и уникалните му перспективи за развитие, поради което е особено подходящ за оценка на активи (проект, компания или дялово участие) с по-висока степен на уникалност и/или чиито перспективи за развитие се различават по-значително от тези на неговите аналози. Тези различия може да се дължат както на екзогенни (пазарна среда, регулаторна среда, стопански сектор и др.), така и на ендогенни фактори (ефективност на дейността, мениджмънт и др.).

Обикновено като дисконтирани икономически ползи се възприемат нетната печалба или нетните парични потоци.

Първият вариант е по-често приложим за финансови компании, където паричният поток може да се разглежда по-скоро като ресурс за дейността и е в по-ниска степен идентифицируем с крайните икономически ползи за акционерите.

Дисконтирането на нетните парични потоци е характерен оценъчен метод за нефинансовите компании. Съществуват два варианта на моделиране оценката на база ДППД чрез използване на нетни парични потоци: свободни парични потоци към собствения капитал (free cash flow to equity, FCFE,

или СППК), или свободни парични потоци към фирмата (free cash flow to firm, FCFF, или СППФ). В първия случай се използва цялостния паричен поток на предприятието, формиран с отчитане потоците по финансиране на бизнеса. Във втория се използват паричните потоци без отчитане на потоците по финансиране.

В настоящата оценка използваме втория вариант. По този начин се получава оценка на активите на фирмата, която след това се коригира със стойността на нейните задължения. Смятаме, че този вариант е по-подходящ за настоящата оценка, защото този метод в по-малка степен се влияе от изменения в счетоводната политика и еднократни положителни или отрицателни ефекти в дейността на дружеството - обект на търговото предложение. Освен това, при този подход активите се оценяват изцяло на база основната дейност на предприятието, което прави паричните потоци по-съпоставими с използвания дисконтов процент (вж. по-долу).

Дисконтират се свободните парични потоци в рамките на т.нар. прогнозен период. Настоящата оценка е извършена на база 6-годишен прогнозен период от края на 2016 г. до 2022 г. Дисконтирането се извършва към 06.02.2017 г. Тъй като моделът оценява дружеството - обект на търговото предложение (респективно неговите акции) като действащо предприятие, той също оценява сумарната стойност на паричните потоци след края на прогнозния период, или това е т. нар. терминална стойност. Тя се изчислява по формулата:

Терминална стойност = Терминален Свободен ПП / (дисконтов процент – постоянен темп на нарастване на ПП)

Съществуването на постоянен във времето терминален ръст е оправдано най-малко поради наличието на инфлация в дългосрочен план. За него допринася и прирастът в бизнеса на дружеството. Според данни на търговия предводител, дружеството следва да достигне пълен капацитет през 2019, което има ограничаващ ефект върху терминалния ръст. Използваме терминален ръст от 2,27%.

Терминалният свободен паричен поток се изчислява по формулата:

Терминален Свободен ПП = Свободен ПП<sub>2022</sub> x (1+ постоянен темп на нарастване на ПП)

Двата варианта на прилагане на ДПП според вида на използваните парични потоци се свързва и с употребата на съответната им норма на дисконтиране. Когато се използват СППК, привеждането им в стойност към настоящия момент се извършва посредством цената на капитала (cost of equity, COE, или ЦК). Тя представлява изискуемата възвръщаемост на инвестициите в собствен капитал за съответното ниво на риск. При използване на СППФ, нормата за дисконтиране е среднопретеглената цена на капитала (weighted average cost of capital, WACC, или СПЦК). СПЦК представлява среднопретеглената доходност по капиталовия микс на фирмата, където доходността на нейните задължения и изискуемата доходност на собствения ѝ капитал се претеглят със съответния дял на двата източника на финансиране в капиталовия микс.

### НСА

По този подход дружеството - обект на търговото предложение се оценява на база стойността на нейните активи, намалена със стойността на задълженията ѝ.

Нетната стойност на активите няма пряка връзка с бъдещите икономически ползи.

### ПМДА

Според метода на пазарните множители на дружествата аналози, справедливата стойност на акцията се определя на база съотношението на справедливата стойност (пазарна цена или цена на сделка, вж. по-долу) към определен показател за дружеството - обект на търговото предложение (или т.нар. „пазарни множители“):

- Нетни продажби:  $P/S$  – цена на акция / продажби на една акция и  $EV/S$  – „стойност на фирмата” (enterprise value)<sup>2</sup> / нетни продажби;
- Печалба преди лихви, данъци и амортизации:  $EV/EBITDA$  – „стойност на фирмата” / печалба преди лихви, данъци и амортизации;
- Чиста печалба:  $P/E$  – цена на акция / чиста печалба на акция;
- Собствен капитал:  $P/B$  – цена на акция / собствен капитал на акция;
- Печалба преди лихви и данъци:  $P/EBIT$  (earnings before interest and taxes) – цена на акция / печалба преди лихви и данъци на акция;
- Оперативна печалба (печалба преди лихви, данъци и амортизация):  $EV/EBITDA$  (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – „стойност на фирмата” на акция / оперативна печалба на акция;
- Нетен паричен поток за фирмата или нетен паричен поток към собствен капитал: съответно  $P/FCFF$  – пазарна капитализация / нетен паричен поток за фирмата (може да се изчисли и на акция) – или,  $P/FCFE$  – цена на акция / нетен паричен поток към собствен капитал на една акция.
- Всички от гореизброените множители могат да се калкулират и на база „дялостна стойност на предприятието”, като вместо цена на акция и стойност на фирмата на акция се използват респективно пазарна капитализация и стойност на фирмата.

Множителите могат да бъдат калкулирани към текущия момент, където цената или стойността на фирмата се отнасят към текущ (или от последния достъпен финансов отчет) базов финансов показател (примерно EBITDA) или към прогнозен такъв.

Оценката за справедливата стойност на акциите на дружеството - обект на търговото предложение се получава, като избраният показател за дружеството - обект на търговото предложение (на пример нетна печалба на акция) се умножи със съответстващия му пазарен множител (примерно  $P/E$ ).

---

<sup>2</sup> „Стойността на фирмата” (enterprise value) представлява сума от пазарната стойност на дълга на една компания и пазарната стойност на собствения ѝ капитал (или пазарната капитализация), намалена с парите в наличност и паричните еквиваленти. Това всъщност представлява сумарната стойност, която инвеститор придобиващ предприятието, трябва да заплати, за да удовлетвори правата на всички заинтересовани лица (акционери, кредитори, държавни ведомства, социално- и пенсионноосигурителни фондове, в т.ч. и по собствени пенсионноосигурителни схеми на компанията и пр.). От друга страна, този показател отразява пазарната стойност на активите на фирмата, които са инвестирани в дейността ѝ.

## 6.2.5. Резултати от различните методи на оценка

### Приложени методи<sup>3</sup>

Формираме оценка за справедливата стойност на акциите на дружеството на база метода на дисконтираните парични потоци към дружеството (ДППД), метода на пазарните множители на дружества-аналози (ПМДА), както и на база нетната стойност на активите на дружеството (НСА).

В оценката на дружеството според ДППД и ПМДА се включва и стойността на продадения субсидиар AVIK Glass Limited, като се извършва и корекция със оценка на стойността на задбалансови задължения (вуж по-долу).

Оценката е разработена на база три сценария за развитието на предприятието (и респективно за формиране на неговата стойност): базов, оптимистичен и песимистичен, със съответстващите им оценки според ДППД и ПМДА. Оценката на база метода на ПМДА почива на база бъдещ EV/EBITDA-множител, изчислен на база прогнозна EBITDA за 2017 г. Оценката според НСА е изготвена на база официалните консолидирани отчети на предприятието към 30.09.2016 г.

Според предписанията на Наредбата 41, по отношение на метода на оценка на базата на дисконтирани парични потоци, изготвяме три сценария за бъдещото развитие на дружеството - обект на търговото предложение – базов, оптимистичен и песимистичен.

Оценката е направена по два метода, оценяващи дружеството - обект на търговото предложение като действащо предприятие (ДППД и сравнение с компании-аналози) и по един метод, оценяващ дружеството на база активи (НСА).

### Обосновка на използваните тегла при калкулирането на оценката на справедливата стойност на акциите на дружеството според общоприети оценъчни методи

Методите за оценка на едно дружество могат да се разделят на две основни категории. Първата разглежда дружеството като действащо предприятие. Тези методи в най-пълна степен отчитат спецификите и резултатите от дейността на едно дружество, както и очакванията за неговото бъдеще, както и за отрасъла, в който то оперира, макроикономическата и регулаторната рамка и др. Именно тези фактори са от най-голямо значение за инвеститорите при взимане на инвестиционни решения и това прави тези оценъчни методи най-често прилагани, когато предприятието в действителност оперира. Такъв е методът на дисконтираните парични потоци, както и методът на сравнение с дружества-аналози.

Другата категория методи базират оценката на дружеството върху текущото състояние на неговите активи и задължения като оценяват нетната стойност на активите му или възстановимата стойност на нетните му активи (примерно методът на оценка според ликвидационна стойност). Тези

<sup>3</sup> За детайлно представяне на оценката на справедливата стойност на акциите на компанията според различните методи, както и детайлна обосновка, вж. съответната секция по-долу.

методи не отчитат перспективите пред дружеството и поради това са по-подходящи за неопериращо предприятие или предприятие пред ликвидация.

Според нас най-удачният метод за оценка на дружеството е методът на дисконтираните парични потоци. Той отчита както текущото финансово състояние и състояние на бизнеса, така и още по-важно, очакванията за бъдещето му. Освен това, този метод позволява да се отчетат спецификите на дейността и финансовото състояние на конкретното дружество, а не да се ползват на пример осреднени показатели за сектора или аналогични дружества.

Този метод позволява да се отчете в пълна степен ефекта от действието на максимален брой фактори, които определят бъдещите финансови резултати на едно дружество и да се заложат различни вероятности за развитието на тези променливи. За целта сме формулирали три сценария за развитието на дружеството – оптимистичен, песимистичен и базов. Основните групи фактори, които оказват влияние върху дейността на дружеството са пазарната конюнктура, цените на минералните суровини и горивата и микро-факторите, вътрешни за дружеството. Методът на дисконтираните парични потоци ни дава възможност да моделираме и трите групи, както и съвместния им ефект. Що се отнася до вътрешните фактори, методът позволява да се отчете в пълен размер ефекта от очакваните промени в приходите и разходите, ефекта от планираните инвестиции и др. Резултатите от модела са надеждни понеже са базират на калкулирането на справедливата стойност като директен резултат от тези параметри, конкретни за даденото дружество, без върху този процес да оказват влияние фактори като моментна конюнктура на фондовия пазар или отчитане на неспецифични за дружеството особености, които са присъщи за негови дружества-аналози, например. В същото време методът отчита и очакванията за бъдещото състояние на нетните му активи, от което зависи цената, която инвеститорите са готови да заплатят за тях в момента. Методът позволява да се отчете експлицитно и нивото на риск на дружеството, нивото на риск на паричните му потоци в зависимост от очакваните промени в дружеството и отдалечеността на потоците във времето, което не е присъщо на другите методи на оценка.

Прогнозите за финансовите резултати на дружеството, инвестициите и ефекта от тези инвестиции са направени като резултат от задълбочен анализ на дейността на дружеството и пазара, на който то оперира, формулирани са различни сценарии за развитието както на вътрешните, така и на външните за дружеството фактори, което ни дава увереност, че посредством прилагането на метода сме обхванали във висока степен възможностите за развитие на дружеството и сме оценили достоверно справедливата му стойност според метода при по-благоприятно и по-неблагоприятно развитие на тези групи фактори.

От всичко, казано до тук можем да заключим, че най-подходящият метод за оценка на дружеството-обект на търгово предлагане е методът на дисконтираните парични потоци и съответно той трябва да има най-високо тегло при оценката на справедливата стойност на дружеството. Практиката показва, че на този метод обикновено се дава тегло между 50% и 70%. Ние му даваме тегло от 75%, като прилагаме и още един пазарен метод – метод на сравнение с дружества-аналози. В случая даваме по-високо тегло на метода, тъй като при прилагането на метода на сравнение с компании-аналози в случая има известни затруднения (виж по-долу).

Следващият метод е сравнение с компании-аналози. Силните страни на този метод са, че от една страна се отчита текущото състояние на дружеството, но отново се отчитат и преобладаващите очаквания на инвеститорите за бъдещото развитие, понеже по принцип те са склонни да заплащат по-високи пазарни множители при положителни очаквания за бизнеса и обратно – по-ниски при по-песимистични очаквания. Недостатъците на този метод в случая с „Дружба стъкларски заводи“ АД са два. Първо, няма достатъчно близки компании-аналози в България и граничещите с нея балкански пост-социалистически страни от гл. т. размер на компанията и нейната дейност, които в същото време се търгуват и на фондова борса. Използвани са компании-аналози от Западна Европа и Турция. Освен това, търговията с акции на това дружество е нисколиквидна. За периода 09.11.2016 г – 08.02.2017 г. на борсата са изтъргувани среднодневно по-малко от 0.01% от акциите на „Дружба стъкларски заводи АД“ и следователно не може да се каже, че те се търгуват активно. В същото време, използваните дружества-аналози се търгуват на по-ликвидни фондови пазари. Друг аспект, в който компаниите-аналози (а оттам и пазарните им множители) се различават от оценяваното дружество и следователно би могъл да внесе изкривявания в оценката по метода, е фактът, че инвеститорите имат различни очаквания за бъдещия ръст на различните компании, както и за риска на тези компании.

За да може в определена степен да се елиминира изкривяващият ефект от различията между компаниите-аналози и „Дружба стъкларски заводи“ АД, прилагаме коефициенти на корекция към използваните пазарни множители и съответно крайната оценка по метода, чрез което се отчита разликата в очаквания ръст на компаниите, както и разликата в оценката за присъщия им риск (виж по-долу в детайланта обосновка на оценката и описанието на прилаганите методи). Въпреки това, пазарните множители на компаниите-аналози, както и коефициентите на корекция, в голяма степен се базират на усреднени променливи за сектора и/или компаниите-аналози, докато оценяваното предприятие не е със „средни“ характеристики. Всичко това силно ограничава възможността методът да бъде приложен с високо тегло.

От казаното до тук можем да заключим, че методът на сравнение с дружества-аналози крие рискове относно обективността на оценката, получена чрез него. В същото време в оценката са използвани най-удачните дружества-аналози. Използвани са по-големи компании, търгувани на по-ликвидни пазари, които позволяват да се противодейства на изкривяващите ефекти, които ограничената ликвидност на балканските пазари може да има върху оценката. В същото време, пазарите на Западна Европа са целеви за оценяваното дружество и то реализира значителен дял от продукцията си на тях. Не сме използвали като аналог Stirom S.A. (Румъния), понеже то е „сестринско“ на Дружба стъкларски заводи АД (двете имат общ краен сонственик) и следователно има някои общи фактори, които стоят в основата на дейността и оценката им.

Следователно, методът може да се използва като добър коректив на оценката на база общите очаквания на пазарните учатници за развитието на сектора и дружеството. Поради тези причини вярваме, че методът следва да бъде приложен, но със значително по-ниско тегло от метода на дисконтираните парични потоци. Използваме 15%.

Следващият метод, който може да бъде приложен, е нетната стойност на активите. Положителните страни на метода са в това, че се базира на официални счетоводни отчети към даден момент, но в това се състои и най-големият му недостатък – този метод отчита текущото финансово състояние на дружеството без да отчита перспективите пред него, както и ползите, които дружеството генерира за своите акционери, а това



всъщност са водещите фактори, определящи инвестиционното решение при действащи предприятия. Това е статичен метод, според който оценката на справедливата стойност на дружеството се базира на счетоводната стойност на собствения капитал. Методът по никакъв начин не отчита очакванията за бъдещото развитие на дружеството и пазарната среда. При нефинансовите предприятия активите най-често не са отразени в счетоводния баланс по пазарна (или реализируема) стойност, което отдалечава балансовата стойност на собствения капитал от справедливата такава.

Поради тези причини, като отчетем положителните страни на метода и недостатъците му, считаме, че методът следва да се приложи, но с тегло, по-ниско от това на метода на дисконтираните парични потоци – прилагаме тегло 10 %.

В обобщение, водеща роля за оценката трябва да има методът на дисконтираните парични потоци. Методът на нетна стойност на активите е подходящ и трябва да се приложи, но без да му се дава приоритет поради факта, че дава моментна оценка на нетните активи на дружеството. Следващият подходящ метод, сравнение с компании-анализи, е с намалена обективност поради ниската ликвидност на борсата и недостатъчния брой дружества-анализи, достатъчно сходни по размер и ниво на риск (на проблема с ликвидността се противодейства като се включват в анализа и дружества, търгувани на по-ликвидни пазари). За това прилагаме 75% тегло на метода на дисконтираните парични потоци, 15% на сравнението с компании-анализи и 10% на нетната стойност на активите.

#### Резултати от прилагането на оценъчните методи

| Метод                                                                                                     | Сценарий                               | Стойност на акция, лв | Тегло на сценария, % | Тегло на метода, % |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|
| <b>Дисконтирани парични потоци</b>                                                                        |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                           | Базов                                  | 4.207                 | 68                   |                    |
|                                                                                                           | Оптимистичен                           | 5.186                 | 16                   |                    |
|                                                                                                           | Песимистичен                           | 2.623                 | 16                   |                    |
|                                                                                                           |                                        |                       |                      |                    |
|                                                                                                           | <b>Цена на акция според метода, лв</b> | <b>4.110</b>          |                      | <b>75</b>          |
|                                                                                                           |                                        |                       |                      |                    |
| <b>Сравнение с търгувани компании-анализи, текущ множител, бъдещ множител (forward-looking EV/EBITDA)</b> |                                        |                       |                      |                    |

|                                      |                                 |       |    |    |
|--------------------------------------|---------------------------------|-------|----|----|
|                                      | Базов                           | 3.677 | 68 |    |
|                                      | Оптимистичен                    | 4.347 | 16 |    |
|                                      | Песимистичен                    | 2.333 | 16 |    |
|                                      |                                 |       |    |    |
|                                      | Цена на акция според метода, лв | 3.569 |    | 15 |
|                                      |                                 |       |    |    |
| Нетна стойност на активите           | Цена на акция според метода, лв | 1.740 |    | 10 |
|                                      |                                 |       |    |    |
| Цена на акция, лв. според 3те метода |                                 | 3.792 |    |    |

#### Общи бележки по приложените методи на оценка

За оценката се използват методът на Дисконтираните парични потоци към фирмата, методът на сравнение с търгувани компании-аналози (използва се бъдещ (forward-looking) EV/EBITDA множител на база прогнозна EBITDA за 2017 г.) и методът на нетната стойност на активите.

Методът на дисконтираните парични потоци и на сравнението с компании-аналози се базират на финансови прогнози. Те са на индивидуална база, т.е. не се отчита дейността на дъщерните дружества. Така се получава самостоятелна оценка на Дружба стъкларски заводи АД. Към тази оценка се добавя стойността на дъщерните дружества, както и стойността по сделката по продажба на най-голямото дъщерно дружество (собственик на оперативното предприятие “Ново стъкло“ ЕАД). По отношение ПМДА се прибавя единствено стойността на сделката по продажения субсидиар понеже при изчисляването на бъдещия EV/EBITDA не са правени корекции за дъщерни дружества, неоперативни активи и миноритарно участие.

Считаме този подход за най-удачен поради факта, че най-голямото оперативно дружество в групата на Дружба стъкларски заводи АД (“Ново стъкло“ ЕАД, което е собственост на AVIK Glass Limited, на свой ред притежавано от Ivaglass Manufacturers Limited) е продадено и остава извън Дружба стъкларски заводи АД след сделката по придобиване. Според информация от търговия предложител, Ivaglass Manufacturers Limited няма остатъчна стойност извън оперативното “Ново стъкло“ ЕАД. Другите две дъщерни дружества на Дружба стъкларски заводи АД имат несъществен принос към активите и резултатите от дейността, така че се прибавят по балансова стойност към 30.09.2016 г. В оценката на дружеството-обект на търгово предлагане включваме касовата стойност на сделката за продажба на дъщерното дружество, според информация от търговия предложител. За целите на оценката допускаме, че съответните касови наличности ще са включени в баланса на компанията към 31.12.2016 г. и след това ще бъдат изплатени като дивидент като ще останат в компанията 4 месеца. Съответно, към оценката прибавяме и прогнозен лихвен доход от тези касови наличности за 4 месеца на база очакван среден лихвен процент от 2% (според очаквания на търговия предложител, които приемаме за

реалистични), като правим и корекция за загубата от продажбата (понеже според информация от предложителя сумата на продажбата е по-ниска от балансовата стойност на участието в Ялос Холдинг/Иваглас към 30.09.2016 г.).

Същата корекция (добавяне на стойността на сделката по продажба на дъщерното дружество) се извършва и при метода на сравнение с търгувани компании-аналози. Там не се добавя допълнително стойността на двата останали във владение на Дружба стъкларски заводи АД по-малки субсидиара, понеже при изчисляване на EV/EBITDA за компаниите-аналози не са правени корекции за миноритарни участия, неоперативни активи и др. Резултатите от метода на сравнение с търгувани компании-аналози са коригирани с коефициенти, които отразяват разликите между избраните компании-аналози и Дружба стъкларски заводи АД що се отнася до очаквания ръст на EBITDA, нивото на риск, размера и ликвидността.

В активите на дружеството има и несъществени по размер капиталови инвестиции на разположение за продажба. Поради несъществения си размер, те са включени в паричните потоци, макар че по правило би следвало стойността им да се разглежда като отделна от оценката на дружеството.

Дружеството, наред със Stirom SA, Румъния, (под общ контрол) както и други дъщерни дружества на Glasstank BV (собственик на Дружба стъкларски заводи АД), е гарант на облигационен заем на Glasstank BV на стойност 185 милиона евро (според информация от финансовия отчет на дружеството към 30.09.2016 г.). Според информация от търговия предложител, новите собственици са погасили облигационния заем. Погасяването е било извършено за сметка на заем от 250 милиона евро, които новият собственик BA Glass I е получил от BA Vidro, поемайки обещанието той да има същото ниво на обезпеченост, както и погасения облигационен заем, в т.ч. Дружба стъкларски заводи АД и Stirom SA да предоставят гаранции върху кредита при същите условия, както и по отношение на погасения облигационен заем. По този начин, встъпването на новия собственик и погасяването на облигационния заем водят до промяна в рисковия профил на задбалансовото задължение, но това е принос на новия собственик към стойността на компанията и не може да се очаква той да "заплаща" за собствения си принос. За това правим корекция на стойността на предприятието и с оценка на условното задължение преди промяната на собствеността (185 милиона евро), която е направена на база вероятността от неизпълнение на предишния заемополучател (емитент на облигацията) и стойността на гарантирания облигационен заем.

В практиката се срещат значителен брой примери за дисконт към справедливата стойност, които се прилагат в оценките, с цел да се отчетат условните задължения и този дисконт може да варира (примерно 10-50% според конкретния случай)<sup>4</sup>

Това, което е от съществено значение при околичествяването на едно условно задължение при оценката са вероятността това задължение да се материализира и размерът на потенциалната загуба в случай, че задължението се материализира.

Антъни Сондърс<sup>5</sup>, като цитира Алтман и Сагит, представя връзка между кредитния рейтинг и процента на кредитополучателите, изпаднали в неизпълнение (default rate). За 5-годишен период кумулативният процент на изпадане в неизпълнение при кредитополучателите с рейтинг В се оценява на 9.24%, докато при тези с рейтинг Саа – на 29.51%. Glasstank BV има рейтинг В3 от Moody's (28.10.2015), който може да се разглежда

<sup>4</sup> За референция: Shannon P. Pratt, Business Valuation Discounts and Premiums, Second Edition, 2009

<sup>5</sup> За референция: Anthony Saunders, Credit Risk management, New Approaches to value at Risk and Other Paradigms, 1999

като междинно ниво между споменатите по-горе две категории. Това ни дава основание да възприемем междинната стойност от 20% вероятност от неизпълнение за Glasstank BV.

Доколкото разбираме правните аспекти на гаранцията, Дружба стъкларски заводи АД би била отговорна за 100% от размера на облигацията в случай на неизпълнение, за това именно този размер използваме като загуба в случай на неизпълнение (loss given default).

Според Асват Дамодаран<sup>6</sup>, стойността на условното задължение може да се оцени като загубата в случай на неизпълнение се умножи по вероятността за неизпълнение. Прилагаме тази концепция, за да коригираме оценката с условните задължения, като се отчита дела на Glasstank BV в дружеството.

При метода на нетната стойност на активите се използва стойността на консолидирания собствен капитал, принадлежащ на собствениците на групата на Дружба стъкларски заводи АД, коригиран с ефекта от продажбата на дъщерното дружество. Така получената стойност е разделена на броя на акциите на компанията.

#### Дисконтирани нарични потоци

##### Оценка на паричните потоци

Използват се свободни парични потоци към фирмата. За прогнозен период избираме 2016 г. – 2022 г.

Сумата от настоящата стойност на бъдещите парични потоци и терминалната стойност оценява активите, ангажирани в дейността на предприятието. Освен тези активи, дружеството притежава и дъщерни дружества (виж по-горе). С цел по-коректното оценяване, потоците от тези активи са изключени от калкулациите по метода, а стойността им се прибавя към получената сума на настоящата стойност на паричните потоци след тази корекция и настоящата стойност на терминалната стойност.

Методът на ДППД свежда към настоящата им стойност икономическите ползи към активите на фирмата без да се отчита структурата на финансиране. Към източниците на финансиране на фирмата се причисляват не само финансовите задължения, но също така различни провизии и др. задължения, защото те са дължими от предприятието и чрез тях то финансира своята дейност, понеже те стоят зад наличности, които все още не са напуснали предприятието, но това ще се случи в един бъдещ момент. Поради това не включваме тяхната стойност при изчисляване на паричните потоци за целта на оценката и включваме тяхната цена при определянето на СПЦК. Следователно, от така получената оценка на справедливата стойност на активите, следва да се извади стойността на тези задължения към 30.09.2016 г.

---

<sup>6</sup> За референция: Aswath Damodaran, Many a Slip...Loose ends in Valuation

Представената в прогнозните счетоворни отчети печалба преди лихви и данъци (ЕВИТ) не съдържа в себе си финансови приходи и разходи. За да се получи обаче коректна оценка на справедливата стойност на дружеството по метода на дисконтираните парични потоци към дружеството, паричните потоци следва да изключват единствено потоците по финансирането. За да може от печалбата преди лихви и данъци (ЕВИТ) със счетоводна цел да се получи ЕВИТ като база за изчисляване на нетните парични потоци с цел прилагането на метода на дисконтираните парични потоци, към счетоводната ЕВИТ следва да се прибавят финансовите приходи и да се извадят другите финансови разходи (които не включват разходите за лихви, понеже те са поток по финансирането).

Финансовите приходи, с които се коригира счетоводната ЕВИТ включват лихвените приходи по касовите наличности и други финансови приходи. Тъй като при формиране на среднопретеглената цена на капитала (СПЦК) цената на финансиране с дълг е коригирана с данъчния ефект, при калкулиране на паричните потоци, които участват в оценката на акциите на дружеството според ДППД корекция за данъчни ефекти върху лихвените разходи не се прави.

## Формиране на наричните нотоци, които участват в оценката на акциите на дружеството според ДППД

## Базов сценарий:

| Нетни нарични нотоци към фирмата (НППФ), хил. лв                                                         | 9-м 2016      | 4то трим. 2016 | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | Ред       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| Печалба преди лихви и данъци (EBIT)                                                                      | 19 844        | 18 983         | 41 961        | 44 569        | 39 807        | 40 321        | 46 365        | 47 849        | 1         |
| Финансови приходи                                                                                        | 38            | 3              | 340           | 111           | 208           | 713           | 744           | 1 302         | 2         |
| Финансови разходи без лихви                                                                              | -352          | -235           | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | 3         |
| <i>Печалба преди лихви и данъци (EBIT) преди финансови приходи и финансови разходи без лихви</i>         | <i>19 530</i> | <i>18 751</i>  | <i>41 714</i> | <i>44 094</i> | <i>39 428</i> | <i>40 447</i> | <i>46 522</i> | <i>48 564</i> | <i>4</i>  |
| <i>Данъци</i>                                                                                            | <i>1 953</i>  | <i>1 875</i>   | <i>4 171</i>  | <i>4 409</i>  | <i>3 943</i>  | <i>4 045</i>  | <i>4 652</i>  | <i>4 856</i>  | <i>5</i>  |
| Инвестиции                                                                                               | 33 453        | 6 000          | 28 437        | 24 997        | 37 417        | 29 011        | 25 231        | 25 127        | 6         |
| Амортизации                                                                                              | -25 293       | -8 631         | -30 986       | -30 417       | -32 960       | -35 282       | -30 691       | -29 418       | 7         |
| Други изменения в дълготрайните материални активи (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето | -947          | 947            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 8         |
| <i>Промяна в дълготр. материални и нематериални активи</i>                                               | <i>7 213</i>  | <i>-1 684</i>  | <i>-2 549</i> | <i>-5 420</i> | <i>4 457</i>  | <i>-6 271</i> | <i>-5 460</i> | <i>-4 290</i> | <i>9</i>  |
| Иивестиции на разположение за продажба в началото на периода                                             | 17            | 17             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 10        |
| Иивестиции на разположение за продажба в края на периода                                                 | 17            | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 11        |
| <i>Промяна в инвестициите на разположение за продажба</i>                                                | <i>0</i>      | <i>-17</i>     | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>12</i> |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в началото на периода                                              | 279           | 279            | 119           | 119           | 119           | 119           | 119           | 119           | 13        |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в края на периода                                                  | 23            | 119            | 119           | 119           | 119           | 119           | 119           | 119           | 14        |
| <i>Промяна в дългосрочните вземания от свързани лица</i>                                                 | <i>-256</i>   | <i>96</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>15</i> |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                                                            |               |                |               |               |               |               |               |               | <i>16</i> |

|                                                         |               |                |                |                |                |               |               |               |           |
|---------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| Материални запаси в началото на периода                 | 46 515        | 46 515         | 56 793         | 62 012         | 62 747         | 62 068        | 64 326        | 63 598        | 17        |
| Материални запаси в края на периода                     | 36 720        | 56 793         | 62 012         | 62 747         | 62 068         | 64 326        | 63 598        | 65 314        | 18        |
| <i>Промяна в материалните запаси</i>                    | <i>-9 795</i> | <i>20 073</i>  | <i>5 219</i>   | <i>735</i>     | <i>-679</i>    | <i>2 258</i>  | <i>-728</i>   | <i>1 716</i>  | 19        |
| Вземания от свързани лица в началото на периода         | 66 345        | 66 345         | 41 351         | 27 429         | 13 693         | 3 410         | 1 477         | 967           | 20        |
| Вземания от свързани лица в края на периода             | 71 718        | 41 351         | 27 429         | 13 693         | 3 410          | 1 477         | 967           | 499           | 21        |
| <i>Промяна във вземанията от свързани лица</i>          | <i>5 373</i>  | <i>-30 367</i> | <i>-13 922</i> | <i>-13 736</i> | <i>-10 283</i> | <i>-1 933</i> | <i>-510</i>   | <i>-467</i>   | 22        |
| Търговски и други вземания в началото на периода        | 55 821        | 55 821         | 58 169         | 64 728         | 65 977         | 64 899        | 67 134        | 67 390        | 23        |
| Търговски и други вземания в края на периода            | 71 190        | 58 169         | 64 728         | 65 977         | 64 899         | 67 134        | 67 390        | 68 614        | 24        |
| <i>Промяна в търговските и други вземания</i>           | <i>15 369</i> | <i>-13 021</i> | <i>6 559</i>   | <i>1 249</i>   | <i>-1 079</i>  | <i>2 235</i>  | <i>256</i>    | <i>1 224</i>  | 25        |
| Краткосрочни търговски задължения в началото на периода | 42 476        | 42 476         | 49 907         | 54 449         | 53 935         | 57 573        | 55 844        | 56 706        | 26        |
| Краткосрочни търговски задължения в края на периода     | 42 540        | 49 907         | 54 449         | 53 935         | 57 573         | 55 844        | 56 706        | 56 917        | 27        |
| <i>Промяна в краткосрочните търговски задължения</i>    | <i>64</i>     | <i>7 367</i>   | <i>4 542</i>   | <i>-514</i>    | <i>3 638</i>   | <i>-1 728</i> | <i>862</i>    | <i>211</i>    | 28        |
| <b>Промяна в нетния оборотен капитал</b>                | <b>10 883</b> | <b>-30 681</b> | <b>-6 687</b>  | <b>-11 237</b> | <b>-15 679</b> | <b>4 288</b>  | <b>-1 844</b> | <b>2 262</b>  | <b>29</b> |
| <b>НППФ (ред 4 - 5 - 9 - 12 - 15 - 29)</b>              | <b>-263</b>   | <b>49 162</b>  | <b>46 778</b>  | <b>56 341</b>  | <b>46 708</b>  | <b>38 385</b> | <b>49 174</b> | <b>45 736</b> | <b>30</b> |
| Дивиденди                                               | 16 055        | 0              | 8 348          | 16 120         | 17 953         | 19 211        | 20 006        | 25 516        | 31        |

## Оптимистичен сценарий:

| Нетни иарични потоци към фирмата (НППФ), хил. лв | 9-м 2016 | 4то трим. 2016 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | Ред |
|--------------------------------------------------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| Печалба преди лихви и данъци (EBIT)              | 19 844   | 18 983         | 43 919 | 46 814 | 43 018 | 44 209 | 52 476 | 55 272 | 1   |
| Финансови приходи                                | 38       | 3              | 340    | 95     | 277    | 812    | 824    | 1 307  | 2   |
| Финансови разходи без лихви                      | -352     | -235           | -587   | -587   | -587   | -587   | -587   | -587   | 3   |

|                                                                                                                |               |                |                |                |                |               |               |               |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| <i>Печлба преди лихви и данъци (ЕВІТ)<br/>преди финансови приходи и финансови<br/>разходи без лихви</i>        | <b>19 530</b> | <b>18 751</b>  | <b>43 672</b>  | <b>46 321</b>  | <b>42 708</b>  | <b>44 434</b> | <b>52 714</b> | <b>55 992</b> | <b>4</b>  |
| <i>Данъци</i>                                                                                                  | <b>1 953</b>  | <b>1 875</b>   | <b>4 367</b>   | <b>4 632</b>   | <b>4 271</b>   | <b>4 443</b>  | <b>5 271</b>  | <b>5 599</b>  | <b>5</b>  |
| Инвестиции                                                                                                     | 33 453        | 6 000          | 28 437         | 24 997         | 37 417         | 29 011        | 25 231        | 25 127        | 6         |
| Амортизации                                                                                                    | -25 293       | -8 631         | -30 986        | -30 417        | -32 960        | -35 282       | -30 691       | -29 418       | 7         |
| Други изменения в дълготрайните<br>материални активи (продажби, отписани,<br>отписани амортизации и др.), нето | -947          | 947            | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 8         |
| <i>Промяна в дълготр. материални и<br/>нематериални активи</i>                                                 | <b>7 213</b>  | <b>-1 684</b>  | <b>-2 549</b>  | <b>-5 420</b>  | <b>4 457</b>   | <b>-6 271</b> | <b>-5 460</b> | <b>-4 290</b> | <b>9</b>  |
| Иивестиции на разположение за продажба в<br>началото на периода                                                | 17            | 17             | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 10        |
| Иивестиции на разположение за продажба в<br>края на периода                                                    | 17            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 11        |
| <i>Промяна в инвестициите на<br/>разположение за продажба</i>                                                  | <b>0</b>      | <b>-17</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>12</b> |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в<br>началото на периода                                                 | 279           | 279            | 119            | 119            | 119            | 119           | 119           | 119           | 13        |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в<br>края на периода                                                     | 23            | 119            | 119            | 119            | 119            | 119           | 119           | 119           | 14        |
| <i>Промяна в дългосрочните вземания от<br/>свързани лица</i>                                                   | <b>-256</b>   | <b>96</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>15</b> |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                                                                  |               |                |                |                |                |               |               |               | <b>16</b> |
| Материални запаси в началото на периода                                                                        | 46 515        | 46 515         | 56 793         | 62 251         | 63 202         | 62 779        | 65 235        | 66 328        | 17        |
| Материални запаси в края на периода                                                                            | 36 720        | 41 351         | 62 251         | 63 202         | 62 779         | 65 235        | 66 328        | 66 960        | 18        |
| <i>Промяна в материалните запаси</i>                                                                           | <b>-9 795</b> | <b>20 073</b>  | <b>5 458</b>   | <b>951</b>     | <b>-423</b>    | <b>2 456</b>  | <b>1 092</b>  | <b>632</b>    | <b>19</b> |
| Вземания от свързани лица в началото на<br>периода                                                             | 66 345        | 66 345         | 41 351         | 27 567         | 13 784         | 0             | 0             | 0             | 20        |
| Вземания от свързани лица в края на<br>периода                                                                 | 71 718        | 41 351         | 27 567         | 13 784         | 0              | 0             | 0             | 0             | 21        |
| <i>Промяна във вземанията от свързани<br/>лица</i>                                                             | <b>5 373</b>  | <b>-30 367</b> | <b>-13 784</b> | <b>-13 784</b> | <b>-13 784</b> | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>22</b> |



|                                                         |               |                |               |                |                |               |               |               |           |
|---------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| Търговски и други вземания в началото на периода        | 55 821        | 55 821         | 58 169        | 64 975         | 66 457         | 65 641        | 68 083        | 70 267        | 23        |
| Търговски и други вземания в края на периода            | 71 190        | 58 169         | 64 975        | 66 457         | 65 641         | 68 083        | 70 267        | 70 354        | 24        |
| <i>Промяна в търговските и други вземания</i>           | <i>15 369</i> | <i>-13 021</i> | <i>6 806</i>  | <i>1 482</i>   | <i>-816</i>    | <i>2 442</i>  | <i>2 184</i>  | <i>87</i>     | <i>25</i> |
| Краткосрочни търговски задължения в началото на периода | 42 476        | 42 476         | 49 907        | 53 553         | 54 293         | 56 612        | 56 390        | 56 923        | 26        |
| Краткосрочни търговски задължения в края на периода     | 42 540        | 49 907         | 53 553        | 54 293         | 56 612         | 56 390        | 56 923        | 57 581        | 27        |
| <i>Промяна в краткосрочните търговски задължения</i>    | <i>64</i>     | <i>7 367</i>   | <i>3 647</i>  | <i>739</i>     | <i>2 319</i>   | <i>-222</i>   | <i>533</i>    | <i>658</i>    | <i>28</i> |
| <b>Промяна в нетния оборотен капитал</b>                | <b>10 883</b> | <b>-30 681</b> | <b>-5 166</b> | <b>-12 090</b> | <b>-17 342</b> | <b>5 120</b>  | <b>2 743</b>  | <b>61</b>     | <b>29</b> |
| <b>НППФ (ред 4 - 5 - 9 - 12 - 15 - 29)</b>              | <b>-263</b>   | <b>49 162</b>  | <b>47 020</b> | <b>59 199</b>  | <b>51 322</b>  | <b>41 141</b> | <b>50 160</b> | <b>54 623</b> | <b>30</b> |
| Дивиденди                                               | 16 055        | 0              | 8 348         | 17 012         | 20 854         | 22 716        | 24 005        | 29 138        | 31        |

## Песимистичен сценарий:

| Нетни иарични потоци към фирмата (НППФ), хил. лв                                                         | 9-м 2016      | 4то трим. 2016 | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | Ред      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------|
| Печалба преди лихви и данъци (EBIT)                                                                      | 19 844        | 18 983         | 39 493        | 39 252        | 31 803        | 29 392        | 32 584        | 31 293        | 1        |
| Финансови приходи                                                                                        | 38            | 3              | 340           | 99            | 170           | 586           | 565           | 1 094         | 2        |
| Финансови разходи без лихви                                                                              | -352          | -235           | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | -587          | 3        |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT) преди финансови приходи и финансови разходи без лихви</b>         | <b>19 530</b> | <b>18 751</b>  | <b>39 246</b> | <b>38 764</b> | <b>31 386</b> | <b>29 391</b> | <b>32 563</b> | <b>31 800</b> | <b>4</b> |
| <b>Данъци</b>                                                                                            | <b>1 953</b>  | <b>1 875</b>   | <b>3 925</b>  | <b>3 876</b>  | <b>3 139</b>  | <b>2 939</b>  | <b>3 256</b>  | <b>3 180</b>  | <b>5</b> |
| Инвестиции                                                                                               | 33 453        | 6 000          | 28 437        | 24 997        | 37 417        | 29 011        | 25 231        | 25 127        | 6        |
| Амортизации                                                                                              | -25 293       | -8 631         | -30 986       | -30 417       | -32 960       | -35 282       | -30 691       | -29 418       | 7        |
| Други изменения в дълготрайните материални активи (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето | -947          | 947            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 8        |

|                                                              |               |                |                |                |               |               |               |               |           |
|--------------------------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|
| <b>Промяна в дълготр. материални и нематериални активи</b>   | <b>7 213</b>  | <b>-1 684</b>  | <b>-2 549</b>  | <b>-5 420</b>  | <b>4 457</b>  | <b>-6 271</b> | <b>-5 460</b> | <b>-4 290</b> | <b>9</b>  |
| Инвестиции на разположение за продажба в началото на периода | 17            | 17             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 10        |
| Инвестиции на разположение за продажба в края на периода     | 17            | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             | 11        |
| <b>Промяна в инвестициите на разположение за продажба</b>    | <b>0</b>      | <b>-17</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>12</b> |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в началото на периода  | 279           | 279            | 119            | 119            | 119           | 119           | 119           | 119           | 13        |
| Дългосрочни вземания от свързани лица в края на периода      | 23            | 119            | 119            | 119            | 119           | 119           | 119           | 119           | 14        |
| <b>Промяна в дългосрочните вземания от свързани лица</b>     | <b>-256</b>   | <b>96</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>15</b> |
| <b>Нетен оборотен капитал</b>                                |               |                |                |                |               |               |               |               | <b>16</b> |
| Материални запаси в началото на периода                      | 46 515        | 46 515         | 56 793         | 59 828         | 60 221        | 57 481        | 59 409        | 56 637        | 17        |
| Материални запаси в края на периода                          | 36 720        | 56 793         | 59 828         | 60 221         | 57 481        | 59 409        | 56 637        | 58 064        | 18        |
| <b>Промяна в материалните запаси</b>                         | <b>-9 795</b> | <b>20 073</b>  | <b>3 035</b>   | <b>392</b>     | <b>-2 740</b> | <b>1 929</b>  | <b>-2 772</b> | <b>1 427</b>  | <b>19</b> |
| Вземания от свързани лица в началото на периода              | 66 345        | 66 345         | 41 351         | 26 165         | 13 405        | 4 106         | 1 971         | 1 772         | 20        |
| Вземания от свързани лица в края на периода                  | 71 718        | 41 351         | 26 165         | 13 405         | 4 106         | 1 971         | 1 772         | 546           | 21        |
| <b>Промяна във вземанията от свързани лица</b>               | <b>5 373</b>  | <b>-30 367</b> | <b>-15 186</b> | <b>-12 760</b> | <b>-9 299</b> | <b>-2 135</b> | <b>-199</b>   | <b>-1 226</b> | <b>22</b> |
| Търговски и други вземания в началото на периода             | 55 821        | 55 821         | 58 169         | 62 469         | 63 301        | 60 115        | 61 989        | 60 044        | 23        |
| Търговски и други вземания в края на периода                 | 71 190        | 58 169         | 62 469         | 63 301         | 60 115        | 61 989        | 60 044        | 60 967        | 24        |
| <b>Промяна в търговските и други вземания</b>                | <b>15 369</b> | <b>-13 021</b> | <b>4 300</b>   | <b>832</b>     | <b>-3 186</b> | <b>1 874</b>  | <b>-1 945</b> | <b>923</b>    | <b>25</b> |
| Краткосрочни търговски задължения в началото на периода      | 42 476        | 42 476         | 49 907         | 53 219         | 52 626        | 55 033        | 53 214        | 53 011        | 26        |
| Краткосрочни търговски задължения в края на периода          | 42 540        | 49 907         | 53 219         | 52 626         | 55 033        | 53 214        | 53 011        | 53 071        | 27        |

|                                               |        |         |         |         |         |        |        |        |    |
|-----------------------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|----|
| Промяна в краткосрочните търговски задължения | 64     | 7 367   | 3 313   | -594    | 2 408   | -1 820 | -202   | 59     | 28 |
| Промяна в нетния оборотен капитал             | 10 883 | -30 681 | -11 163 | -10 942 | -17 633 | 3 487  | -4 714 | 1 065  | 29 |
| НППФ (ред 4 - 5 - 9 - 12 - 15 - 29)           | -263   | 49 162  | 49 034  | 51 250  | 41 423  | 29 235 | 39 481 | 31 846 | 30 |
| Дивиденди                                     | 16 055 | 0       | 9 739   | 13 522  | 15 568  | 12 386 | 11 695 | 13 346 | 31 |

### Оценка на среднопретеглената цена на капитала (СПЦК)

Цената на собствения капитал се изчислява като се използва Методът за оценка на капиталови активи (МОКА, CAPM) за развит пазар (Европа), като се прави корекция за специфичния риск на България и корекция за ниска ликвидност:

Цена на собствения капитал = Безрисков процент + бета коефициент x (пазарна доходност – безрискова доходност) + премия за страновия риск на България при инвестиране в акции + премия за ниска ликвидност

Безрисковият процент отразява стойността на парите във времето в цената на собствения капитал (“безрисков процент”). Като безрискова доходност използваме средната доходност до падежа на 10-годишните германски правителствени облигации към 06.02.2017 г., а като източник на информация е използван Bloomberg<sup>7</sup>. Агенцията избира коя емисия да представи като бенчмарк на база ликвидността ѝ и близостта на остатъчния ѝ срок до падежа до съответния времеви период (10 г. в случая). Считаме, че този показател се доближава най-много до идеята за безрискова доходност, тъй като Германия има инвестиционен кредитен рейтинг AAA (най-високия възможен) и пазарът на тези облигации е достатъчно ликвиден, за да е минимално действието на потенциални изкривяващи фактори върху тяхната доходност.

Бета-коефициентът показва нивото на системен риск на дадена компания. Този риск произтича от склонността на цените на акциите да се движат в една посока под действието на общи за пазара фактори (макроикономически, политически и др.). Бета-коефициентът показва с колко процента средно би се изменила доходността на дадена акция при промяна на доходността за пазара като цяло с 1%. Поради различната степен на цикличност на различните сектори на икономиката, както и поради специфики на компанията, чувствителността на доходността на дадена акция спрямо тази на пазара (системният ѝ риск) е различна.

Използваме безлостов бета-коефициент, коригиран с парите в наличност (unlevered beta adjusted for cash) за Европа, сектор „Опаковъчни изделия“. Така калкулиран, бета-коефициентът не се влияе от различията в капиталовата структура и кешовите наличности на компанията и следователно е по-коректен измерител на риска на сектора (основната дейност). По този начин той е по-съпоставим към всяка компания от сектора. За целите на нашата оценка, привеждаме средния безлостов бета-коефициент към лостов такъв (levered beta) посредством индивидуалните нива на задължения и пари в наличност на „Дружба стъкларски заводи“ АД. Използваме показател за Европа, поради факта, че Европа е еталон за България по отношение показателите за рискова премия за държавен риск, както и голямата обвързаност на българската икономика с европейската.

Безлостов бета-коефициент = лостов бета-коефициент / (1 + (1 - данъчна ставка)(задължения/собствен капитал))

Безлостов бета-коефициент, коригиран с парите в наличност = безлостов бета-коефициент / (1 - пари в наличност / (задължения + собствен капитал))

<sup>7</sup> Източник: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Като източник на данните използваме база данни на Проф. Дамодаран, Stern University<sup>8</sup>. Данните в източника са актуализирани към 05.01.2017 г.

Като пазарна доходност използваме нетната доходност от създаването на StoxxEurope 600<sup>9</sup>, която инкорпорира и дивидентната доходност..

Според портфейлната теория, пазарната доходност представлява средната доходност от всички активи. В практиката като показател за пазарна доходност обикновено се избира доходността на индекс на пазар на акции, който е достатъчно представителен за съответния фондов пазар. В настоящия случай, за оценката на дружеството-обект на търгово предлагане сме използвали среден бета-коефициент за компании от сферата „Опаковъчни изделия“ в Европа. Според информация за методологията на изчисляване от базата данни на Проф. Дамодаран, Stern University, от където сме използвали данни за бета-коефициента, на ниво индивидуална компания бета-коефициентът е изчисляван като композитен показател на база 2-годишен и 5-годишен регресионен анализ на доходността на съответната акция спрямо бенчмарков индекс на местния фондов пазар (примерно CAC за Франция и др.). Тъй като в настоящия случай търсим цената на собствения капитал за развитите пазари в Европа и следователно сме използвали среден безлостов бета-коефициент (който може да се получи на база лостовия такъв чрез формулите, представени по-горе) за компании от развитите пазари в Европа (Евронзоната, Великобритания, Швейцария и Скандинавски страни), трябва да използваме средна пазарна бенчмаркова доходност именно за този регион. Необходим е пазарен индекс, който цялостно да обхваща съответния регион и да осигурява представителност от гледна точка включените в него компании (големи, средни, малки), за да се отговори на изискването пазарната доходност да включва в себе си различни по категории активи. Освен това, компаниите, включени в индекса, трябва да са ликвидни, за да може да се допусне, че доходността им и връзката на тази доходност с пазара (която се измерва посредством бета-коефициента) е в по-малка степен изкривена от ниска ликвидност и други субективни фактори. От тази гледна точка считаме за подходящи индексите, базирани на пазарната капитализация на компаниите с отчитане на свободнотъргуваемия обем акции. Именно за това сме избрали StoxxEurope 600, който отговаря на всички тези условия.

Stoxx Europe 600 е претеглен с free-float-пазарната капитализация (пазарна капитализация на база свободнотъргуваемия обем акции) на компонентите бенчмарков индекс за Европа. Той съдържа фиксиран брой от 600 компании с голяма, средна и ниска пазарна капитализация, търгувани в 18 европейски държави – Австрия, Белгия, Чешка република, Дания, Финландия, Франция, Германия, Гърция, Ирландия, Италия, Люксембург, Холандия, Норвегия, Португалия, Испания, Швеция, Швейцария и Великобритания

Премията за страновия риск на България при инвестиране в акции се получава като разликата между CDS (премия за застраховка срещу кредитен риск, credit default swap) на България и Германия се коригира с коефициент, отразяващ разликата между волатилностите на Българския пазар на акции и облигации.

<sup>8</sup> Източник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>9</sup> Източник: [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)

CDS е премия, която инвеститорите заплащат като застраховка срещу потенциално кредитно събитие (обявяване на мораториум върху дълга или понижение на кредитния рейтинг) и този инструмент е много ликвиден. Освен това се счита, че един ликвиден пазар би реагирал по-бързо на усещането за промяна в риска на дадена страна, отколкото агенциите за кредитен рейтинг. Затова считаме, че размерът на CDS е обективен измерител на страновия риск. Използваме 10 г. CDS на България в щатски долари (поради по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение със съответния инструмент в евро) от 1.49% и на Германия от 0.06% (отново поради по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение със съответния инструмент в евро)<sup>10</sup> г.

По този начин е измерен страновият риск по отношение инвестирането в ДЦК, търгувани на ликвидни международни пазари. При инвестирането в акции обаче, особено в случаите на държави с малки и слаболиквидни пазари, премията за инвестиране в акции е по-висока. Според методологията, предложена от проф. Дамодаран (източник: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>), надежден коректор на страновия риск що се отнася до инвестиране в акции е разликата между волатилността на пазарите на акции и облигации на съответните държави.

Като показател за волатилността на българския пазар на акции използваме стандартното отклонение в седмичните процентни изменения на индекса SOFIX на Българска фондова борса за последните 2 години (1.41%)<sup>11</sup>). В този индекс се включват българските „сини чипове” – акции на утвърдени компании с относително висока за България ликвидност. Като измерител на ликвидността на пазара на български облигации използваме стандартното отклонение в процентните седмични изменения на цената на българската еврооблигация с падеж 2024 г. (0.54%). Спрели сме се на тази емисия поради ликвидността ѝ и по-големия ѝ остатъчен срок до падежа, отговарящ на дългосрочния характер на използваните параметри за доходността и риска. Използваме еврооблигация поради значително по-високата ликвидност на този инструмент в сравнение с вътрешните дългосрочни облигации и съответно по-ниската възможност за изкривяване на резултатите (източник на данните: Bloomberg).

Изчисляваме коефициент за корекция за странови риск на инвестирането в акции като съотнасяме стандартното отклонение в доходността на SOFIX към съответния показател за българската еврооблигация. Резултатът е коефициент за корекция за риск от инвестирането в акции от 2.59.

Така изчислена, премията за риск на България от инвестиране в акции практически отговаря на допълнителния риск от инвестиране в акции, симулиращо структурата на SOFIX. Дружба стъкларски заводи АД обаче, е много по-ниско ликвидна компания в сравнение с компанията, включени в индекса, и е много по-волатилна, което е индикация за по-висок риск. Стандартното отклонение в доходността (изменението на цената) за Дружба стъкларски заводи АД – за последните 6 години (използваме по-дълъг период на наблюдение заради много по-ограничената ликвидност на акцията и по-малкия брой сделки, които могат да доведат до изкривяване в резултатите) е 11.8% (за последните 2 години – 15%, използваме 11.8%, понеже считаме този резултат за по-представителен). Стандартното отклонение е измерител на риска при финансовите инструменти. Част от разликата в стандартното отклонение на компанията и това на SOFIX се дължи на по-ниската ликвидност на акцията, а друга част се дължи на уникалния риск на компанията. Според МОКА, инвеститорите не могат да очакват възвръщаемост за уникален риск, понеже той може да бъде елиминиран чрез диверсификация и за това методът определя възвръщаемостта на инвестицията (а оттам и цената) като функция на системния

<sup>10</sup> Източник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>11</sup> Източник на данни за стойността на индекса: [www.investor.bg](http://www.investor.bg)

риск, който не може да се елиминира чрез диверсификация. Това допускане обаче, има ниска приложимост на нисколиквидни пазари като българския. МОКА се базира върху допускането за ефективен пазар. Съществена част от дефиницията на ефективен пазар е пазар, на който с пренебрежително малки транзакционни разходи могат да се закупят или продадат практически неограничено количество акции по пазарна цена. На българския пазар на акции такова допускане не би могло да се направи. Идеята за идеална диверсификация, която изцяло да елиминира уникалния риск, предполага инвестиране в такъв набор от активи, които да са представителни за борсата, а и за цялата икономика, в съответните пропорции. Поради ниската ликвидност на българския фондов пазар, както и поради не-перфектната посекторна представителност, такава инвестиция на българския пазар е трудно, за да не кажем „невъзможно“, да се направи. Поради тази причина следва към цената на собствения капитал да се добави и премия за ниска ликвидност, която да съответства и на „непокрития“ уникален риск. За подходящ размер на такава премия приемаме 2/3 от разликата между вече калкулираните стандартни отклонения в доходността на SOFIX и Дружба стъкларски заводи АД (на база цена), понеже допускаме, че част от уникалния риск може да се елиминира чрез диверсификация.

При калкулирането на цената на заемния ресурс, за база на калкулациите използваме допусканията на търговия предложител за лихвените разходи като процент от средната стойност на лихвоносните задължения. Цената на други задължения (данъчни, провизии и др.) приемаме за равна на нула.

Като дисконтова норма се използва СПЩК. СПЩК се калкулира като средна претеглена стойност от цената на собствения капитал и задълженията, а като тегла се използват прогнозните балансовите стойности на собствения капитал и на задълженията за съответния период.

В таблиците по-долу е представена детайлна информация за прилагания СПЩК при различните сценарии за развитие на дружеството:

#### Базов сценарий:

|                                                                                                                                                        |             |             |             |             |             |             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (06.02.2017г.)                                                                            | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        |
| Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, %, (06.02.2017г.)                                                                                     | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        |
|                                                                                                                                                        |             |             |             |             |             |             |
|                                                                                                                                                        |             |             |             |             |             |             |
| <b>Бета-коефициент за Европа, развит пазар</b>                                                                                                         |             |             |             |             |             |             |
| <b>Онаковъчни изделия, безлостова бета, коригирана с нарите в наличност и наричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash) (05.01.2017 г.)</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> |
| Лихвоносни задължения и приравнени на тях /Собствен капитал                                                                                            | 0.72        | 0.46        | 0.39        | 0.29        | 0.26        | 0.24        |

|                                                                                                     |                |                |                |                |                |                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни и приравнени на тях задължения) | 0.02           | 0.04           | 0.10           | 0.11           | 0.20           | 0.24           |
| Ставка на корпоративния данък, %                                                                    | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             |
| <b>Лостова бета за компанията, развит пазар</b>                                                     | <b>1.05</b>    | <b>0.88</b>    | <b>0.79</b>    | <b>0.73</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.60</b>    |
| Цена на собствения капитал, %, развит пазар                                                         | 8.25           | 7.00           | 6.26           | 5.83           | 5.22           | 4.87           |
| Премия за страновия риск на България, коригиран с допълнителен риск на Дружба СЗ (оценка на БКК)    | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          |
| <b>Цена на собствения капитал за компанията, %</b>                                                  | <b>18.89</b>   | <b>17.64</b>   | <b>16.90</b>   | <b>16.48</b>   | <b>15.86</b>   | <b>15.51</b>   |
| <b>Собствен капитал, хил. лв</b>                                                                    | <b>157,019</b> | <b>176,806</b> | <b>190,870</b> | <b>205,004</b> | <b>224,253</b> | <b>239,914</b> |
|                                                                                                     |                |                |                |                |                |                |
| <b>Цена на задълженията, %</b>                                                                      | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    |
| Цена в %:                                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения (след данъци)                                             | 4.47           | 4.70           | 4.69           | 5.75           | 6.12           | 6.12           |
| Задължения към свързани лица                                                                        |                |                |                |                |                |                |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                                          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| Хил. лв.                                                                                            |                |                |                |                |                |                |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                                                           | 96,827         | 63,958         | 56,465         | 43,474         | 41,946         | 40,750         |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                                          | 16,865         | 16,763         | 17,166         | 16,971         | 17,175         | 17,184         |
| Общо задължения                                                                                     | 113,692        | 80,721         | 73,631         | 60,445         | 59,121         | 57,935         |
| Дял, %                                                                                              |                |                |                |                |                |                |
| Провизии за пенсионни задължения                                                                    | 85.17          | 79.23          | 76.69          | 71.92          | 70.95          | 70.34          |
| Провизии за задължения към персонала                                                                | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| Провизии за достъп до съоръжения                                                                    | 14.83          | 20.77          | 23.31          | 28.08          | 29.05          | 29.66          |
| <b>Среднопретеглена цена на дълга, %</b>                                                            | <b>3.81</b>    | <b>3.73</b>    | <b>3.60</b>    | <b>4.13</b>    | <b>4.34</b>    | <b>4.31</b>    |
|                                                                                                     |                |                |                |                |                |                |
| <b>Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), %</b>                                                  | <b>12.56</b>   | <b>13.28</b>   | <b>13.20</b>   | <b>13.67</b>   | <b>13.46</b>   | <b>13.33</b>   |



## Оптимистичен сценарий

|                                                                                                                                                        |                |                |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (06.02.2017г.)                                                                            | 0.37           | 0.37           | 0.37           | 0.37           | 0.37           | 0.37           |
| Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, %, (06.02.2017г.)                                                                                     | 7.86           | 7.86           | 7.86           | 7.86           | 7.86           | 7.86           |
|                                                                                                                                                        |                |                |                |                |                |                |
|                                                                                                                                                        |                |                |                |                |                |                |
| <b>Бета-коэффициент за Европа, развит пазар</b>                                                                                                        |                |                |                |                |                |                |
| <b>Онаковъчни изделия, безлостова бета, коригирана с нарите в наличност и наричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash) (05.01.2017 г.)</b> | <b>0.65</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.65</b>    |
| Лихвоносни задължения и приравнени на тях /Собствен капитал                                                                                            | 0.71           | 0.45           | 0.38           | 0.29           | 0.26           | 0.23           |
| Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни и приравнени на тях задължения)                                                    | 0.02           | 0.05           | 0.12           | 0.12           | 0.19           | 0.25           |
| Ставка на корпоративния данък, %                                                                                                                       | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             |
| <b>Лостова бета за компанията, развит пазар</b>                                                                                                        | <b>1.05</b>    | <b>0.87</b>    | <b>0.77</b>    | <b>0.72</b>    | <b>0.65</b>    | <b>0.59</b>    |
| Цена на собствения капитал, %, развит пазар                                                                                                            | 8.21           | 6.91           | 6.15           | 5.75           | 5.22           | 4.77           |
| Премия за страновия риск на България, коригиран с допълнителен риск на Дружба СЗ (оценка на БКК)                                                       | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          |
| <b>Цена на собствения капитал за компанията, %</b>                                                                                                     | <b>18.85</b>   | <b>17.56</b>   | <b>16.79</b>   | <b>16.40</b>   | <b>15.86</b>   | <b>15.42</b>   |
| <b>Собствен капитал, хил. лв</b>                                                                                                                       | <b>158,804</b> | <b>179,708</b> | <b>193,802</b> | <b>208,017</b> | <b>228,840</b> | <b>247,564</b> |
|                                                                                                                                                        |                |                |                |                |                |                |
| <b>Цена на задълженията, %</b>                                                                                                                         | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    |
| Цена в %:                                                                                                                                              |                |                |                |                |                |                |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения (след данъци)                                                                                                | 4.47           | 4.70           | 4.69           | 5.75           | 6.12           | 6.12           |

|                                                    |              |              |              |              |              |              |
|----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Задължения към свързани лица                       |              |              |              |              |              |              |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| Хил. лв.                                           |              |              |              |              |              |              |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения          | 95,885       | 64,656       | 56,500       | 43,472       | 41,951       | 40,749       |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)         | 16,708       | 16,826       | 16,998       | 17,067       | 17,212       | 17,301       |
| Общо задължения                                    | 112,593      | 81,481       | 73,499       | 60,539       | 59,163       | 58,050       |
| Дял, %                                             |              |              |              |              |              |              |
| Провизии за пенсионни задължения                   | 85.16        | 79.35        | 76.87        | 71.81        | 70.91        | 70.20        |
| Провизии за достъп до съоръжения                   | 14.84        | 20.65        | 23.13        | 28.19        | 29.09        | 29.80        |
| <b>Среднопретеглена цена на дълга, %</b>           | <b>3.81</b>  | <b>3.73</b>  | <b>3.60</b>  | <b>4.13</b>  | <b>4.34</b>  | <b>4.30</b>  |
|                                                    |              |              |              |              |              |              |
| <b>Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), %</b> | <b>12.61</b> | <b>13.24</b> | <b>13.16</b> | <b>13.63</b> | <b>13.49</b> | <b>13.31</b> |

#### Песимистичен сценарий

|                                                                                                                                                       | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Текуща доходност по 10-г. германски правителствени облигации (06.02.2017г.)                                                                           | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        | 0.37        |
| Stoxx Europe 600 нетна доходност от създаването, %, (06.02.2017г.)                                                                                    | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        | 7.86        |
|                                                                                                                                                       |             |             |             |             |             |             |
|                                                                                                                                                       |             |             |             |             |             |             |
| <b>Бета-коefficient за Еврона, развит пазар</b>                                                                                                       |             |             |             |             |             |             |
| <b>Опаковъчни изделия, безлостова бета, коригирана с иарите в наличност и иаричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash) (05.01.2017г.)</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> | <b>0.65</b> |

|                                                                                                     |                |                |                |                |                |                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Лихвоносни задължения и приравнени на тях /Собствен капитал                                         | 0.73           | 0.47           | 0.41           | 0.31           | 0.28           | 0.26           |
| Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни и приравнени на тях задължения) | 0.02           | 0.03           | 0.09           | 0.09           | 0.18           | 0.22           |
| Ставка на корпоративния данък, %                                                                    | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             | 10             |
| <b>Лостова бета за компанията, развит пазар</b>                                                     | <b>1.06</b>    | <b>0.90</b>    | <b>0.81</b>    | <b>0.76</b>    | <b>0.67</b>    | <b>0.62</b>    |
| Цена на собствения капитал, %, развит пазар                                                         | 8.30           | 7.10           | 6.44           | 6.05           | 5.41           | 5.05           |
| Премия за страновия риск на България, коригиран с допълнителен риск на Дружба СЗ (оценка на БКК)*** | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          | 10.64          |
| <b>Цена на собствения капитал за компанията, %</b>                                                  | <b>18.94</b>   | <b>17.75</b>   | <b>17.08</b>   | <b>16.69</b>   | <b>16.05</b>   | <b>15.70</b>   |
| <b>Собствен капитал, хил. лв</b>                                                                    | <b>153,437</b> | <b>171,052</b> | <b>180,256</b> | <b>191,260</b> | <b>206,256</b> | <b>219,000</b> |
|                                                                                                     |                |                |                |                |                |                |
| <b>Цена на задълженията, %</b>                                                                      | <b>2017</b>    | <b>2018</b>    | <b>2019</b>    | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    |
| Цена в %:                                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения (след данъци)                                             | 4.47           | 4.70           | 4.69           | 5.75           | 6.12           | 6.12           |
| Задължения към свързани лица                                                                        |                |                |                |                |                |                |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                                          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| Хил. лв.                                                                                            |                |                |                |                |                |                |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                                                           | 95,538         | 64,109         | 56,548         | 43,504         | 41,956         | 40,740         |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                                          | 16,649         | 16,532         | 16,728         | 16,515         | 16,528         | 16,515         |
| Общо задължения                                                                                     | 112,187        | 80,640         | 73,276         | 60,019         | 58,484         | 57,255         |
| Дял, %                                                                                              |                |                |                |                |                |                |
| Провизии за пенсионни задължения                                                                    | 85.16          | 79.50          | 77.17          | 72.48          | 71.74          | 71.16          |
| Провизии за достъп до съоръжения                                                                    | 14.84          | 20.50          | 22.83          | 27.52          | 28.26          | 28.84          |

|                                             |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Среднопретеглена цена на дълга, %           | 3.81  | 3.74  | 3.62  | 4.16  | 4.39  | 4.36  |
| Среднопретеглена цена на капитала (СПЦК), % | 12.55 | 13.26 | 13.19 | 13.70 | 13.48 | 13.34 |

### Терминален ръст

Терминалният ръст отразява очакванията за средния процент на нарастване на терминалния поток след края на прогнозния период. Както вече беше упоменато по-горе, прилагането на такъв ръст е оправдано поне поради наличието на инфлация, както и ръст в БВП.

Обикновено, терминалният ръст варира като стойност между очакваната дългосрочна инфлация и средния ръст на икономиката, но всяка компания следва да се разглежда индивидуално.

Първият факт, който следва да се отчете при избора на терминален ръст е, че това представлява „вечен темп на нарастване“ и че при оценката се допуска, че след прогнозния период използваният като база паричен поток ще нараства с този темп в безкрайността. Това означава, че едно надценяване (или подценяване) на терминалния ръст може да доведе до значителни отклонения в оценката на справедливата стойност на дружеството в положителна (или отрицателна) посока.

Можем да посочим следните специфични за Дружба стъкларски заводи АД особености, които следва да се отчетат при избора на терминален ръст:

- Компанията вече оперира близо до производствения си капацитет, като според информация от предложителя, той следва да се достигне през 2019 г. Съотношението „пакегирано/разтопено“ според информация от дружеството е вече на доста високо равнище и не би било реалистично да се очаква значително допълнително повишение. Това означава, че няма голям потенциал за извличане на допълнителен ръст на продукцията от съществуващите активи, а разпоряване на активите не се предвижда в обозримото бъдеще. Това ни кара да вярваме, че по-голям източник на ръст би било ценовото равнище и оптимизирането на разходите;
- Що се отнася до възможностите за оптимизиране на разходите, компанията вече е достигнала определено ниво на зрялост. Основните разходни пера за компанията са материали, чиито цени са на по-ниски нива в днешно време, горива, чиито цени се намират на исторически ниски равнища и персонал. Следователно, смятаме, че е вероятно цените на материалите и горивата да се покачват в бъдеще, а икономическият растеж и повишаващият се жизнен стандарт в България, както и инфлацията, да доведат до покачване на разходите за труд. Това има негативно въздействие върху нивото на подходящия терминален ръст;
- Дружба стъкларски заводи АД продава част от своята продукция на пазарите на Западна Европа, които се характеризират с по-високи цени на продукцията и сред стратегическите цели на компанията е да разшири присъствието си на тези пазари. Това би се отразило положително върху ръста на дружеството, оттам и на терминалния ръст. От друга страна обаче, силен ограничителен фактор в сектора на опаковъчното стъкло са транспортните разходи, които ограничават географското разрастване на фирмите. Друг лимитиращ географската експанзия фактор е необходимостта фирмата да задържа позициите си на основните за нея пазари при наличието на вече почти достигнат пълен капацитет. Компанията работи с ключови мултинационални клиенти на основните си пазари и за да ги запази, трябва да е в състояние винаги да им доставя адекватна по качество и количество продукция, което би могло да има ограничителен ефект (наред с ограниченията на

производствения капацитет) върху продукцията за износ на не-ключови пазари. Освен това, основно конкурентно предимство на Дружба пред западноевропейските ѝ конкуренти са ниските разходи за труд. С повишаването на жизнения стандарт в страната може да се очаква, че при равни други условия това конкурентно предимство ще отслабва с времето. Според цитирано по-горе проучване на пазара на опаковъчно стъкло, очакваният кумулативен среден темп на нарастване (CAGR) на цените в сектора за Европа за 2017-2022 г. е 0,58% - повече от два пъти по-нисък от очакваната инфлация за ЕС (виж по-долу);

- Продукцията на сектора на опаковъчното стъкло намира приложение в хранително-вкусовата промишленост, фармацевтиката и в по-малка степен в парфюмерийната промишленост. Дружба стъкларски заводи АД произвежда предимно за хранително-вкусовата промишленост и само малка част от продукцията ѝ има друго приложение. Налице е „модна“ тенденция за консумиране на по-здравословни продукти, което заедно с усещането за луке, което стъклената опаковка носи, оказва подкрепа на сектора на опаковъчното стъкло. Въпреки това, растежът в сектора си остава ограничен от ръста в хранително-вкусовата промишленост. С нарастването на жизнения стандарт по принцип други типове разходи започват да нарастват с по-бързи темпове от разходите за храни и напитки и следователно считаме по-скоро за оптимистично допускането, че Дружба би могла да нараства с темпове, равни на темпа на икономиката на България в безкрайността;
- Продуктът на Дружба е стандартен, недиференцируем, така че не считаме, че съществува значителен потенциал за развитие и добавяне на стойност, така че да се получи допълнителен ръст в следствие на цената и по-висок марж;
- За 2017-2021 г. се очаква CAGR от 1.8% на реалния БВП на ЕС и 2,6% - на България (прогнозите за 2017-2021 г. са на МВФ, а за 2022 използваме стойност равна на тази за 2021 г.). Въпреки че е логично да се очаква сближаване в показателите между България и ЕС, е нормално да се очаква изпреварващият темп на БВП за България в сравнение с ЕС да продължи и в следпрогнозния период за някакъв период от време, но е трудно да се предвиди с каква продължителност и в каква степен.

След всичко, казано до тук бихме могли да заключим, че ръстът в цените би допринесъл повече за терминалния ръст от ръста в количествата и добавената стойност. За целите на оценката допускате, че терминалният ръст в цените би бил 60% от очакваната инфлация за 2021 г., а терминалният ръст в количествата би бил 40% от очаквания реален ръст на БВП за 2021 г. Така общият терминален ръст възлиза на 2,27% и при трите сценария.

| Държава <sup>12</sup> | Показател                      | 2014   | 2015   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | CAGR, '16-'21 % | Ръст от цени, % | Ръст от количества, % | Терминален ръст, % |
|-----------------------|--------------------------------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|-----------------|-----------------|-----------------------|--------------------|
| България              | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 1,549  | 2,968  | 3    | 2,8  | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 2,63            | 1,26            | 1,00                  | 2,27               |
| България              | Инфлация, %, край на периода   | -1,951 | -0,896 | -0,8 | 1,4  | 1,8  | 2    | 2,1  | 2,1  | 1,43            |                 |                       |                    |

<sup>12</sup> Източник: [www.imf.org](http://www.imf.org)

**Основни фактори, оказващи влияние върху СПЦК (средно претеглена цена на капитала)**

- Капиталова структура - Капиталовата структура зависи от бъдещите финансови резултати на дружеството - обект на търговото предложение, както и от плановете за заемане на допълнителни финансови ресурси или увеличение на собствения капитал.
- Безрискова доходност – Тя силно зависи от международните финансови пазари
- Рискова премия за инвестиране в акции (развити пазари)
- CDS на България – Силно зависи от развитието на глобалната икономическа криза и най-вече от стабилността и перспективите пред българската икономика и политическото развитие на страната.
- Коефициент за корекция за инвестиране в български акции – Зависи от разликата във волатилността на българския пазар на акции и дългосрочните правителствени облигации, емитирани на международните пазари. Като цяло българският пазар на акции е много по-слабо ликвиден, което означава че е възможно периоди на голяма волатилност да се редуват с периоди на слаба волатилност.

**Резултати от метода**

Дисконтирането се извършва към датата на обосновката.

**Базов сценарий**

|                                                               |                   |        |        |        |        |        |        |                     | Терминален<br>ръст, % |
|---------------------------------------------------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|-----------------------|
| Оценка, хил. лв, освен ако не е указано<br>друго              | 4то трим.<br>2016 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | Терминална стойност | 2,27                  |
| НПП                                                           | 49,162            | 46,778 | 56,341 | 46,708 | 38,385 | 49,174 | 45,736 | 422,951             |                       |
| Дисконтирани ПП (ДПП) и терминална<br>стойност                | 49,162            | 42,054 | 44,455 | 32,604 | 23,292 | 26,487 | 21,857 | 202,121             |                       |
| Сума на ДПП и настоящата стойност на<br>терминалната стойност | 442,032           |        |        |        |        |        |        |                     |                       |
| Дъщерни дружества                                             | 45,205            |        |        |        |        |        |        |                     |                       |
| Иваглас                                                       | 41,372            |        |        |        |        |        |        |                     |                       |
| Белуксен Кипър                                                | 1,760             |        |        |        |        |        |        |                     |                       |
| Амбалаж София                                                 | 2,073             |        |        |        |        |        |        |                     |                       |
| Оценка на активите                                            | 487,236           |        |        |        |        |        |        |                     |                       |

|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2016 г., общо, в т. ч. (-): | 189,719        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                                           | 128,521        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Задължения към свързани лица                                                        | 41,853         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                          | 19,345         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Размер на гарантиран облигационен заем                                              | 361,829        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Вероятност за неизпълнение от заемополучателя на гарантирания заем, %               | 20             |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Оценка на условното задължение (-)                                                  | 72,366         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал</b>                                                 | <b>225,152</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал след дисконт за ниска ликвидност</b>                | <b>225,152</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Брой обикновени акции                                                               | 53,516,496     |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Цена на акция, лв</b>                                                            | <b>4.207</b>   |  |  |  |  |  |  |  |  |

## Оптимистичен сценарий

| Оценка, хил. лв, освен ако не е указано друго              | Q4 2016        | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | Терминална стойност | Терминален ръст, % |
|------------------------------------------------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|--------------------|
|                                                            | 4то трим. 2016 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |                     | 2,27               |
| НПП                                                        | 49,162         | 47,020 | 59,199 | 51,322 | 41,141 | 50,160 | 54,623 | 506,353             |                    |
| Дисконтирани ПП (ДПП) и терминална стойност                | 49,162         | 42,253 | 46,740 | 35,856 | 24,996 | 26,978 | 26,140 | 242,314             |                    |
| Сума на ДПП и настоящата стойност на терминалната стойност | 494,438        |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Дъщерни дружества                                          | 45,205         |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Иваглас                                                    | 41,372         |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Белуксен Кипър                                             | 1,760          |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Амбалаж София                                              | 2,073          |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Оценка на активите                                         | 539,643        |        |        |        |        |        |        |                     |                    |

|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2016 г., общо, в т. ч. (-): | 189,719        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                                           | 128,521        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Задължения към свързани лица                                                        | 41,853         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                          | 19,345         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Размер на гарантиран облигационен заем                                              | 361,829        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Вероятност за неизпълнение от заемополучателя на гарантирания заем, %               | 20             |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Оценка на условното задължение (-)                                                  | 72,366         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал</b>                                                 | <b>277,558</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал след дисконт за ниска ликвидност</b>                | <b>277,558</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Брой обикновени акции                                                               | 53,516,496     |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Цена на акция, лв</b>                                                            | <b>5.186</b>   |  |  |  |  |  |  |  |  |

### Песимистичен сценарий

| Оценка, хил. лв, освен ако не е указано друго              |                |        |        |        |        |        |        |                     | Терминален ръст, % |
|------------------------------------------------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|--------------------|
|                                                            | 4то трим. 2016 | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | Терминална стойност | 2,27               |
| НПП                                                        | 49,162         | 49,034 | 51,250 | 41,423 | 29,235 | 39,481 | 31,846 | 294,155             |                    |
| Дисконтирани ПП (ДПП) и терминална стойност                | 49,162         | 44,085 | 40,453 | 28,921 | 17,720 | 21,250 | 15,208 | 140,476             |                    |
| Сума на ДПП и настоящата стойност на терминалната стойност | 357,276        |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Дъщерни дружества                                          | 45,205         |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Иваглас                                                    | 41,372         |        |        |        |        |        |        |                     |                    |
| Белуксен Кипър                                             | 1,760          |        |        |        |        |        |        |                     |                    |



|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Амбалаж София                                                                       | 2,073          |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Оценка на активите                                                                  | 402,481        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Задължения, участващи при формирането на СПЦК към 30.09.2016 г., общо, в т. ч. (-): | 189,719        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                                           | 128,521        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Задължения към свързани лица                                                        | 41,853         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                                          | 19,345         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Размер на гарантиран облигационен заем                                              | 361,829        |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Вероятност за неизпълнение от заемополучателя на гарантирания заем, %               | 20             |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Оценка на условното задължение (-)                                                  | 72,366         |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал</b>                                                 | <b>140,396</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Оценка на собствения капитал след дисконт за ниска ликвидност</b>                | <b>140,396</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |
|                                                                                     |                |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Брой обикновени акции                                                               | 53,516,496     |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Цена на акция, лв</b>                                                            | <b>2.623</b>   |  |  |  |  |  |  |  |  |

**Крайна оценка според метода по трите сценария**

| Метод                       | Сценарий     | Стойност на акция, лв | Тегло на сценария, % |
|-----------------------------|--------------|-----------------------|----------------------|
| Дисконтирани парични потоци |              |                       |                      |
|                             | Базов        | 4.207                 | 68                   |
|                             | Оптимистичен | 5.186                 | 16                   |

|  |                                 |       |    |
|--|---------------------------------|-------|----|
|  | Песимистичен                    | 2.623 | 16 |
|  |                                 |       |    |
|  | Цена на акция според метода, лв | 4.110 |    |

Базовият сценарий е най-вероятен според нас, а с формулирането на оптимистичен и песимистичен сценарий сме се опитали да моделираме два относително крайни случая на положително и респективно негативно развитие на дружеството - обект на търговото предложение и респективно неговата стойност, за които смятаме че са еднакво вероятни. Логично е да се предположи, че в действителност развитието на дружеството може да се очаква да протече по сценарий, разположен в диапазона между двата относително крайни варианта, като най-вероятно е реалният сценарий да бъде близо до очаквания от нас базов сценарий. С други думи, при допускане, че множеството реални сценарии за развитие на дружеството следва нормално вероятностно разпределение, което е симетрично спрямо средната, т.е. вероятността за стойности над средната е същата като вероятността за стойност под средната, където като средна, мода и медиана (при нормалното разпределение те съвпадат<sup>13</sup>) се явява базовият сценарий за развитие на дружеството - обект на търговото предложение, то в 68% от случаите може да се очаква да се наблюдават стойности равни или гравитиращи около средната (средната плюс-минус едно стандартно отклонение). За това използваме за базовия сценарий тегло от 0.68, а останалите 0.32 разпределяме по равно между оптимистичния и песимистичния сценарии.

#### Оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството - обект на търговото предложение на база Нетната стойност на активите

При валидността на допускането, че балансовите стойности реално отразяват стойността на активите и задълженията на дружеството нетната стойност на активите на предприятието е равна на балансовата стойност на неговите активи, коригирана с балансовата стойност на неговите задължения. Извършили сме корекция с резултата от продажбата на дъщерно дружество (разликата между балансовата му стойност към 30.09.2016 г. и продажната цена на база данни на търговия предложител).

Към 30.09.2016 г.:

| Нетна стойност на активите (НСА) на акция | 9М 2016 |
|-------------------------------------------|---------|
| В хил. лв.                                |         |
| Нетекущи активи (+)                       | 205,266 |
| Текущи активи (+)                         | 222,152 |
| Дългосрочни задължения (-)                | 107,440 |
| Краткосрочни задължения (-)               | 226,458 |
| Миноритарно участие (-)                   | 386     |

<sup>13</sup>Модата представлява най-често наблюдаващата се стойност в дадено вероятностно разпределение или с други думи, най-вероятната. Именно това в случая е базовия сценарий за развитие и стойност на компанията. При нормалното вероятностно разпределение мода, медиана и средна съвпадат.

|                                                                                                    |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Собствен капитал принадлежащ на Груната, хил. лв, коригиран с резултата от продажбата на субсидиар | 93,134     |
| Брой акции                                                                                         | 53,516,496 |
| НСА на акция, лв                                                                                   | 1.740      |

**Оценка на справедливата стойност на акциите на дружеството - обект на търговото предложение посредством метода на сравнение с компании-аналози**

Според метода на пазарните множители на дружествата аналози, справедливата стойност на акцията се определя на база съотношението на справедливата стойност (пазарна цена или цена на сделка, вж. по-долу) към определен показател за компанията (или т.нар. „пазарни множители“):

- Нетни продажби: В случая популярни са множителят P/S – цена на акция / продажби на една акция и EV/S – „стойност на фирмата” (enterprise value)<sup>14</sup> / нетни продажби
- Чиста печалба: P/E – цена на акция / чиста печалба на акция;
- Собствен капитал: P/B – цена на акция / собствен капитал на акция;
- Печалба преди лихви и данъци: P/EBIT (earnings before interest and taxes) – цена на акция / печалба преди лихви и данъци на акция;
- Оперативна печалба (печалба преди лихви, данъци и амортизация): EV/EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization) – „стойност на фирмата” на акция / оперативна печалба на акция;
- Нетен паричен поток за фирмата (FCFF, free cash flow for firm)<sup>15</sup> или нетен паричен поток към собствен капитал (FCFE, free cash flow for equity)<sup>16</sup>: съответно P/FCFF (free cash flow for firm) – пазарна капитализация / нетен паричен поток за фирмата (може да се изчисли и на акция) – или, P/FCFE (free cash flow for equity) – цена на акция / нетен паричен поток към собствен капитал на една акция.

<sup>14</sup> „Стойността на фирмата” (enterprise value) представлява сума от пазарната стойност на дълга на една компания и пазарната стойност на собствения ѝ капитал (или пазарната капитализация), намалена с парите в наличност и паричните еквиваленти. Това всъщност представлява сумарната стойност, която инвеститор придобиващ предприятието, трябва да заплати, за да удовлетвори правата на всички заинтересовани лица (акционери, кредитори, държавни ведомства, социално- и пенсионноосигурителни фондове, в т.ч. и по собствени пенсионноосигурителни схеми на компанията и пр.). От друга страна, този показател отразява пазарната стойност на активите на фирмата, които са инвестирани в дейността ѝ.

<sup>15</sup> Паричен поток, който се калкулира без да се отчитат потоците по финансирането на дейността на фирмата.

<sup>16</sup> Паричен поток, изчислен с отчитане на паричните потоци по финансиране на дейността.

Всички от гореизброените множители могат да се калкулират и на база „дялостна стойност на предприятието“, като вместо цена на акция и стойност на фирмата на акция се използват респективно пазарна капитализация и стойност на фирмата.

Оценката за справедливата стойност на акциите на компанията се получава, като избрания показател за компанията (на пример нетна печалба н акция) се умножи със съответстващия му пазарен множител (примерно P/E).

Според чл. 16 на Наредба № 41 за получаване на справедливата стойност на акциите обект на търгово предлагане, се използват пазарните множители на компания-аналог или на общоприет еталон, като общоприетият еталон представлява средната стойност на пазарните множители на дружествата-аналози.

Според Наредбата, дружество аналог, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Изборът на дружество аналог, съответно общоприет еталон, трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество<sup>17</sup>.

Според чл. 17 на Наредбата, за определяне на справедливата стойност на акциите по метода на пазарните множители на дружествата аналози се използват P/E, P/S, P/B и P/EBIT, като е позволено да бъдат използвани и други в случай, че те биха позволили по-точното и надеждно определяне на справедливата цена.

#### Сравнителен анализ на най-често използваните в практиката пазарни множители

##### P/E

###### Предимства

- Може да се тълкува като срок на откупване на инвестицията в собствен капитал посредством чистата печалба;
- Отчита се чистата печалба на фирмата, която е източник (макар и не единствен) на

###### Недостатъци

- Силно зависи от счетоводната политика;
- Силно зависи от събития с еднократен характер (еднократна продажба на активи, извънредни приходи/разходи и др.);
- Силно зависи от резултати, които трудно

<sup>17</sup> Източник: 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

разпределение на дивиденди и формира прираста в стойността на собствения капитал

подлежат на прогнозиране (резултат от операции с ценни книжа; валутнокурсони разлики и др.)

- Силно зависи от данъчната политика в страната;
- Силно се влияе от капиталовата структура, което изкривява съпоставката на компаниите по отношение тяхната ефективност и не отчита различното ниво на риск;
- Множителят може да се приложи за компании с положителна рентабилност;
- Могат да се получат изкривявания при оценка на компании с ниска рентабилност;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

P/V

#### Предимства

- Лесен за тълкуване показател
- В по-малка степен зависим от инцидентни приходи/разходи
- Особено подходящ за оценка на финансови институции, при които преобладаващата част от активите и пасивите са осчетоводени по пазарна стойност.

#### Недостатъци

- Фактът, че не всички активи на фирмата са осчетоводени по пазарна стойност (което в голяма степен важи за компаниите от реалния сектор), може да внесе значителни изкривявания в оценката;
- Зависим от счетоводната политика (особено що се отнася до формирането на специални резерви и др.)
- Не е директно свързан с показател за фирмената ефективност или полза за акционерите (печалба, чист паричен поток и др.);
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

## P/S

## Предимства

- Множителят отчита показател директно свързан с активността на фирмата и способността ѝ да генерира полза за акционерите – продажби;
- Продажбите са много слабо зависими от конкретната счетоводна политика на фирмата;
- По-слаба зависимост от данъчното законодателство;
- Продажбите обикновено имат много по-слаба волатилност от печалбата, тъй като в по-малка степен се влияят от еднократни и/или случайни фактори или сделки

## Недостатъци

- Не се отчита рентабилността на фирмата;
- В някои случаи е трудно да се отделят продажбите от основна дейност от други продажби;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

## P/EBIT

## Предимства

- Отчита се печалбата от основна дейност на фирмата;
- Спомага да се избегнат някои от проблемите, свързани с P/E, произтичащи от различия в капиталовата структура и данъчната политика

## Недостатъци

- Не се отчита счетоводната политика в областта на амортизациите;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

## P/FCFF и P/FCFE

## Предимства

- Отчита се нетния паричен поток, който е от основно значение за акционерите на фирмата;
- Елиминира различията между компаниите-анализи, които произтичат от потенциални

## Недостатъци

- Съществува възможност за изкривяване на резултатите в следствие от случайни и/или временни фактори;
- Силно зависи от резултати, които трудно подлежат на прогнозиране (резултат от

- различия в амортизационната им политика
- Отчита потенциалните рискове, свързани със събираемостта на вземанията, потенциалните позитиви от възможностите за разсрочено плащане на доставчиците и др. печалбата от основна дейност на фирмата;
- операции с ценни книжа; валутнокурсони разлики и др.)
- Силно зависи от данъчната политика в страната;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

При всички разгледани до сега пазарни множители, числителят представлява пазарната капитализация на дружеството. Така обаче не се отчита (или съответно в по-малка степен, в зависимост от конкретния множител) се отчита реално инвестираният в компанията капитал, както и парите в наличност, които имат съществено значение за оценката. Освен това, множителите, изчислени за компании с различен левъридж, няма да бъдат съпоставими.

### EV/Sales

#### Предимства

- Отчита цялостния инвестиран в компанията капитал, както и неговата структура;
- Отчита наличните в компанията пари и парични еквиваленти;
- Множителят отчита показател директно свързан с активността на фирмата и способността ѝ да генерира полза за акционерите – продажби;
- Продажбите са много слабо зависими от конкретната счетоводна политика на фирмата;
- По-слаба зависимост от данъчното законодателство;
- Продажбите обикновено имат много по-

#### Недостатъци

- Не се отчита рентабилността на фирмата;
- В някои случаи е трудно да се отделят продажбите от основна дейност от други продажби;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

слаба волатилност от печалбата, тъй като в по-малка степен се влияят от еднократни и/или случайни фактори или сделки

EV/EBITDA

#### Предимства

- Отчита цялостния инвестиран в компанията капитал, както и неговата структура;
- Отчита наличните в компанията пари и парични еквиваленти;
- Отчита ефективността на основната дейност на фирмата;
- Не се влияе от счетоводната политики по отношение на амортизациите;
- Не се влияе от данъчната политика в страната;
- По-слабо се влияе от действието на случайни и/или еднократни фактори;
- По-слабо влияние оказват показатели, които трудно се поддават на прогнозиране

#### Недостатъци

- Множителят може да се приложи за компании с положителна рентабилност;
- Могат да се получат изкривявания при оценка на компании с ниска рентабилност;
- Има известно отдалечаване от чистата печалба на компанията, която всъщност е резултата за притежателите на обикновени акции;
- Не отчита очакванията за бъдещото развитие на компанията.

#### Текущи и бъдещи пазарни множители (forward-looking multiples) – предимства и недостатъци

Текущите пазарни множители се изчисляват на база текущата пазарна цена (или стойност на фирмата) за дадената акция и финансови показатели от последните финансови отчети на компанията. От друга страна, т.нар „бъдещи“ пазарни множители (forward-looking multiples), се изчисляват на база текущата пазарна цена (или стойност на фирмата) за съответната акция и прогнозни финансови показатели за компанията. Предимството на бъдещите множители се състои в това, че дават възможност при оценката на компанията да се отчетат очакванията за бъдещото ѝ развитие, каквато не е на лице при използване на текущите пазарни множители. По този начин, анализът на текущите и бъдещите пазарни множители на една компания позволява да се прецени дали текущите високи множители се дължат на очаквания за подобряване на резултатите на компанията в бъдеще или обратно, текущите ниски множители на компанията се дължат на очаквани по-слаби бъдещи резултати.

Недостатъкът на бъдещите пазарни множители се състои в несигурността за реализиране на прогнозните резултати, на чиято база са изчислени.



### Компании-аналози и избор на конкретен назарен множител

Основен проблем с прилагането на метода по отношението на Дружба стъкларски заводи АД е липсата на достатъчно близки борсово търгувани компании-аналози в България, а и на Балканите. Като цяло, дори и не-търгувани компании-аналози с аналогична географска локация практически няма, особено с подобен размер и пазарни позиции. Освен това, българският пазар на акции е много слабо ликвиден, а пазар като румънския, макар и доста по-ликвиден от българския, отново е значително по-слабо ликвиден от развитите пазари. Съществува румънски борсово-търгуван аналог – Stirom S.A., но както споменахме по-горе, включването му в оценката според нас е нецелесъобразно, понеже Stirom и Дружба имат един и същ краен собственик и резултатите на двете дружества са в определена степен обвързани.

От друга страна, Дружба е един от най-големите производители на опаковъчно стъкло на Балканите и изнася съществена част от продукцията си на пазарите на Западна Европа като сред стратегическите цели на дружеството е да разшири присъствието си на тези пазари (разбира се при наличието на ограничения, свързани с производствения капацитет, транспортните разходи и пр.). Това в известна степен скъсява разликите между оценяваното дружество и използваните компании-аналози. От друга страна, използването на компании-аналози, търгувани на високоликвидните западноевропейски пазари помага в определена степен да се неутрализира изкривяващия ефект, който ниската ликвидност може да има върху величината на пазарните множители.

Поради тази причина, избираме 3 западноевропейски и една турска компании, върху които да базираме прилагането на метода. Компаниите са по-големи по рамер от Дружба, но имат сходна рентабилност (изразена като EBITDA марж) и сходно ниво на ливъридж, освен това една от избраните компании аналози (Vetropack) осъществява дейност и в Централна и Източна Европа и на Балканите. За да може в определена степен да се неутрализира разликата между Дружба и компаниите-аналози по отношение на очаквания ръст, риска, размера и ликвидността, използваме съответни коефициенти на корекция, описани по-долу.

|               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Vidralla      | Компанията е базирана в Испания като има два сегмента - Испания и ЕС. Основната ѝ дейност е производството на опаковъчно стъкло за хранително-вкусовата промишленост. Продажбите за 2015 г. възлизат на 803 милиона евро, а нетната печалба - 61 милиона евро. Оперативният марж възлиза на 11.33% |
| Zignago Vetro | Компанията е базирана в Италия Основната ѝ дейност е производството на опаковъчно стъкло за хранително-вкусовата и парфюмерийната промишленост. Продажбите за 2015 г. възлизат на 246 милиона евро, а нетната печалба - 29 милиона евро. Оперативният марж възлиза на 15.47%                       |

|                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Vetropack                | Компанията е базирана в Швейцария и е с оновна дейност производство на опаковъчно стъкло за хранително-вкусовата промишленост. Продажбите за 2015 г. възлизат на 557 милиона швейцарски франка, а нетната печалба - 42 милиона швейцарски франка. Оперативният марж възлиза на 9.03% (ЕВИТ марж). Компанията оперира в Австрия, Хърватска, Чехия, Италия, Словакия, Швейцария, Украйна |
| Anadolu Cam Sanayii A.S. | Anadolu Cam Sanayii AS (Anadolu Cam) е базирана в Турция. Произвежда и продава стъклени опаковки в различни обеми и цветове за различни индустрии - храни, напитки (вкл. високоалкохолни), млечна индустрия, фармацевтика и др. Производството се осъществява в 4 страни в общо 10 завода, 3 от които са в Турция, а останалите - в Румъния, Украйна и Грузия.                         |

| 2016 г., хил евро (за Дружба СЗ и Zignago Vetro: 12м ирикл. на 30.09.2016г) | Vidrala | Zignago Vetro | Vetropack | Anadolu Cam Sanayii A.S.* | Медиана | Дружба стъкларски заводи АД |
|-----------------------------------------------------------------------------|---------|---------------|-----------|---------------------------|---------|-----------------------------|
| Продажби                                                                    | 773,100 | 252,943       | 563,918   | 448,432                   | 506,175 | 110,654                     |
| ЕВИТДА                                                                      | 170,700 | 67,071        | 104,405   | 90,214                    | 97,310  | 22,632                      |
| Нетна печалба, група                                                        | 67,700  | 28,654        | 39,925    | 115,942                   | 53,813  | -1,246                      |
| Нетна печалба, миноритари                                                   | п.а.    | 0             | -187      | 2,064                     | 0       | 0                           |
| Очакван ръст на ЕВИТДА, 2017 г., %                                          | 3.80    | 9.87          | 6.03      | 14.12                     | 7.95    | 0.28                        |
| Очакван CAGR на ЕВИТДА, 2015-'18 г., %                                      | 4.7     | 7.25          | 4.9       |                           | 4.90    | 15.58                       |
| 2016 г., хил евро (за Дружба СЗ и Zignago Vetro: 30.09.2016г)               |         |               |           |                           |         |                             |
| Активи                                                                      | п.а.    | 425,627       | 787,911   | 1,120,919                 | 787,911 | 200,401                     |
| Задължения                                                                  | п.а.    | 281,450       | 188,004   | 636,013                   | 281,450 | 118,752                     |
| Финансови задължения                                                        | п.а.    | 203,122       | 70,009    | 443,584                   | 203,122 | 87,111                      |

|                                                                                                     |           |         |         |         |         |        |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Пари и парични еквиваленти                                                                          | n.a.      | 91,598  | 84,068  | 204,938 | 91,598  | 914    |
| Нетен дълг                                                                                          | 322,300   | 111,524 | -14,058 | 238,646 | 175,085 | 86,197 |
| Собствен капитал, група                                                                             | n.a.      | 144,177 | 567,292 | 457,502 | 457,502 | 81,649 |
| Собствен капитал, миноритарни акционери                                                             | n.a.      | 0       | 94      | 27,404  | 94      | 0      |
| EBITDA марж, %                                                                                      | 22.08     | 26.52   | 18.51   | 20.12   | 21.10   | 20.45  |
| Марж на нетната печалба, % (съдържа дела на миноритарите)                                           | 8.76      | 11.33   | 7.05    | 26.32   | 10.04   | -1.13  |
| Нетен дълг/EBITDA                                                                                   | 1.89      | 1.66    | -0.13   | 2.65    | 1.78    | 3.81   |
| Финансови задължения/Собствен капитал (съдържа дела на миноритарите)                                | n.a.      | 1.41    | 0.12    | 0.91    | 0.91    | 1.07   |
| Пари в наличност/стойност на фирмата (собствен капитал и лихвоносни и приравнени на тях задължения) | n.a.      | 0.26    | 0.13    | 0.22    | 0.22    |        |
| Данъчна ставка (за държавата), %                                                                    | 25        | 31.40   | 17.92   | 20.00   | 22.50   | 10.00  |
| Пазарна капитализация                                                                               | 1,222,147 | 496,320 | 382,483 | 343,671 | 439,401 |        |
| Стойност на предприятието (Enterprise value, EV)                                                    | 1,544,447 | 607,844 | 368,425 | 582,317 | 595,080 |        |
| EV/EBITDA                                                                                           | 9.05      | 9.06    | 3.53    | 6.45    | 7.75    |        |
| EV/EBITDA(2017)                                                                                     | 8.75      | 6.94    | 3.32    | 5.66    | 6.30    |        |
| EV/Продажби (EV/Sales)                                                                              | 2.00      | 2.40    | 0.65    | 1.30    | 1.65    |        |
| P/S                                                                                                 | 1.58      | 1.96    | 0.68    | 0.77    | 1.17    |        |
| P/E (печалба на собствениците на групата)                                                           | 18.05     | 17.32   | 9.58    | 2.96    | 13.45   |        |
| P/B (капитал на собствениците на групата)                                                           | n.a.      | 3.44    | 0.67    | 0.75    | 0.75    |        |

Финансовите данни на дружествата са от последните достъпни финансови отчети (2016 г. или 30.09.2016 г., като в последния случай данните за показателите от отчета за дохода са за последните 12 месеца спрямо 30.09.2016 г.), а пазарните множители са на база борсови цени към датата на

обосновка. За превалутиране са използвани валутни курсове към датата на обосновката. Очакванията за ръст на EBITDA за 2017 г., както и CAGR на EBITDA за 2015-2018 г. на западноевропейските компании-анализи се базират на данни от отчет на BNP Paribas<sup>18</sup>, а съответните данни за Дружба се базират на базовия ни сценарий за развитие. За турската компания използваме очаквания за ръст на продажбите за 2017 г. с източник Financial Times, като за целите на анализа допускаме запазване на EBITDA маржа на компанията за 2017 г. (т.е. ръста на продажбите се транслира в ръст на EBITDA).

За да се направи оценка на справедливата стойност на дружеството на база сравнение с компании-анализи, след представения по-горе анализ, е приложен бъдещ EV/EBITDA на компании-анализи. Считаме, че този множител в значително по-малка степен се влияе от еднократни и/или случайни ефекти в счетоводните отчети на предприятието и на компаниите-анализи, както и от събития и процеси, които трудно могат да бъдат прогнозирани. Също така, този множител осигурява съпоставимост между компании с различна капиталова структура, различен размер и дял на парите в наличност, различна амортизационна политика, действащи под различен режим на данъчно облагане. Този множител отразяват по един добър начин динамиката на основната дейност на предприятието, както и нейната рентабилност. С помощта на бъдещите множители пък се отчитат и очакванията за бъдещото развитие на компанията.

Основна причина да се спрем на бъдещ пазарен множител е и факта, че се очаква Дружба да реализира значителен ръст за 2016 г. като след това се очаква ръста да се нормализира. Това прави практически неприложим текущ пазарен множител. От таблицата по-горе се вижда, че подобна ситуация наблюдаваме и при разглежданите компании-анализи, където има по-значителни различия в очаквания ръст за 2017 г., което води и до големи разлики в пазарните им множители, базирани на текущи резултати. По отношение CAGR на EBITDA за 2015-2018 г. тези различия са по-малки, което се транслира и в по-малка дисперсия на бъдещите пазарни множители. Това на свой ред означава, че медианата на тези множители е по-добра апроксимация на пазарните очаквания за бъдещото развитие на компаниите, съобразени и с допусканото ниво на риск. За да може да се използва един и същи бъдещ пазарен множител за Дружба, и за компаниите-анализи, използваме бъдещ EV/EBITDA на база 2017 г.

#### **Корекция на пазарния множител за отчитане на разликите в очаквания ръст**

Едно от най-важните съображения при инвестирането са очакванията за бъдещите ползи и тяхното изменение – т.е. от очаквания ръст на тези ползи. Следователно, значителен ефект върху величината на пазарните множители оказват очакванията за бъдещия ръст на базисния финансов показател, върху който се базират тези множители, в случая – EBITDA. Друг важен фактор е нивото на риск на конкретната компания.

За да може да се извърши надеждна корекция на оценката според метода за тези два основни фактора, коригираме пазарния множител на база компаниите-анализи с коефициент, отразяващ разликата в очакванията за бъдещ ръст на EBITDA за компаниите анализи от една страна и Дружба –

<sup>18</sup> Glass packaging Benchmark Multiples, BNP Paribas, November, 2016

от друга. Според така получения коригиран пазарен множител, оценката на Дружба се получава при допускането, че тя има еднакъв риск с компаниите-анализи. След това, за да се получи оценка, отговаряща на нивото на риск на Дружба, коригираме оценката с коефициент, който отчита вече само разликата в риска – странови, специфичен риск от инвестиране в акции за страната, размер, ликвидност - с елиминиран ефекта от разликите в очаквания ръст.

Наложен метод в практиката за коригиране на пазарните множители с цел отчитане на разликите в очаквания ръст е да се сравни настоящата стойност на очакваните индекси на нарастване за оценяваната компания и компаниите анализи, като се приеме една и съща дисконтова норма. Приемаме дисконтовата норма на компаниите-анализи. Така се елиминира ефекта от разликата в риска, а се отчита единствено очакваното различие в нарастването на EBITDA. В крайна сметка, коефициентът на корекция е равен на отношението на диференциалите между изискуемата СПЦК и средногеометричния темп на нарастване на EBITDA от 2017 г. в безкрайност (понеже ползваме бъдещ EV/EBITDA за 2017 г.) за Дружба и съответно за компаниите-анализи.

За целта първо правим оценка на СПЦК за компаниите – анализи:

|                                                                                                                                                     | Vidrala     | Zignago Vetro | Vetropack   | Anadolu Cam Sanayii A.S. | Медиана     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------------------|-------------|
| <b>Цена на дълга, Онаковъчни изделия, % (след данъци)</b>                                                                                           | <b>2.03</b> | <b>2.52</b>   | <b>1.61</b> | <b>8.26</b>              | <b>2.28</b> |
| Безрискова доходност (10-г. ДЦК на Германия/САЩ), 06.02.2017 г.                                                                                     | 0.37        | 0.37          | 0.37        | 2.41                     | 0.37        |
| Пазарна рискова премия, 06.02.2017 г.                                                                                                               | 7.86        | 7.86          | 7.86        | 5.69                     | 7.86        |
| Финансови задължения/Собствен капитал                                                                                                               | n.a.        | 1.41          | 0.12        | 0.91                     | 0.91        |
| Пари в наличност/стойност на фирмата                                                                                                                | n.a.        | 0.26          | 0.13        | 0.22                     | 0.22        |
| Данъчна ставка, %                                                                                                                                   | 25          | 31.4          | 17.92       | 20                       | 22.50       |
| Опаковъчни изделия, безлостова бета, коригирана с парите в наличност и паричните еквиваленти (unlevered beta adjusted for cash) (5 Януари, 2017 г.) | 0.65        | 0.65          | 0.65        | 0.6                      | 0.65        |
| Лостова бета за компанията, развит пазар                                                                                                            | 1           | 0.94          | 0.62        | 0.81                     | 0.88        |

|                                                                       |              |              |             |              |              |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Цена на собствения капитал, %, развит пазар                           | 7.86         | 7.41         | 5.02        | 5.07         | 6.24         |
| Премия за страновия риск, коригирана с риск от инвестиране в акции, % | 0.93         | 2.05         | 0.07        | 6.54         | 1.49         |
| Премия за размер, %                                                   | 1.81         | 1.74         | 1.81        | 1.75         | 1.78         |
| <b>Цена на собствения капитал, %</b>                                  | <b>10.60</b> | <b>11.20</b> | <b>6.90</b> | <b>13.36</b> | <b>10.90</b> |
| <b>СПЦК</b>                                                           | <b>6.18</b>  | <b>6.13</b>  | <b>6.32</b> | <b>10.85</b> | <b>6.25</b>  |

Използваме същата методология за определяне СПЦК на компаниите-аналози, която сме използвали и по отношение на Дружба<sup>19</sup>. Данните за цената на дълга са с източник <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Използвани са оценки за сектор "Опаковъчни изделия" за Европа (европейските компании) и възникващите пазари (за турската компания), като са базирани на конкретни данни за CDS на страните, в които са базирани компаниите-аналози, както и на текущата 10-годишна доходност за пазарите на Европа и САЩ (използвана като безрискова). За оценката на цената на дълга и собствения капитал на турската компания са използвани данни за приетата безрискова доходност на САЩ (10-г. държавни облигации). При оценката на цената на собствения капитал на турската компания са използвани безлостов бета коефициент, коригиран за парите в наличност за САЩ (развит пазар) от 0.6, както и приетата безрискова носрма на доходност на САЩ. За западноевропейските компании като бенчмаркова безрискова доходност е използвана 10-годишната доходност на Германските ДЦК, а като бенчмаркова пазарна доходност – доходността от създаването на Stoxx Europe 600 (аналогични допускания като тези при калкулирането на СПЦК на Дружба).

В практиката се наблюдава премия за размер на компаниите. Като критерий за размера използваме продажбите на компанията. Като източник на данни за премията за размер използваме проучване на Rotterdam School of Management, Erasmus University<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> Данните за безрисковата доходност са с източник Bloomberg, данните за Stoxx Europe 600 са с източник [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com), а всички останали данни за лихвени проценти, CDS и премии за риск от инвестиране в акции и странови риск са с източник <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

<sup>20</sup> A STUDY OF DIFFERENCES IN RETURNS BETWEEN LARGE AND SMALL COMPANIES IN EUROPE, Rotterdam School of Management, Erasmus University, Research commissioned by Duff&Phelps LLC, April 2016

Следващата стъпка е оценка на терминалния ръст на компаниите-аналози. Прилагаме същата логика, каквато по отношение на Дружба като допускаме, че терминалният ръст на ценовото равнище за компаниите ще бъде 60% от очакваната инфлация за 2021, а терминалния ръст в количествата – 40% от очаквания ръст на реалния БВП за 2021 г., съответно за всяка от страните, в които са базирани компаниите анализи<sup>21</sup>:

| Държава   | Показател                      | 2014  | 2015  | 2016   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | CAGR, '16-'21 % | Ръст от цени, % | Ръст от количества, % | Терминален ръст, % |
|-----------|--------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-----------------|-----------------------|--------------------|
| България  | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 1.549 | 2.968 | 3      | 2.8   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.63            | 1.26            | 1.00                  | 2.27               |
| България  | Инфлация, %, край на периода   | -     | -     | -0.8   | 1.4   | 1.8   | 2     | 2.1   | 2.1   | 1.43            |                 |                       |                    |
| Италия    | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 0.343 | 0.76  | 0.757  | 0.941 | 1.149 | 0.85  | 0.85  | 0.85  | 0.90            | 0.51            | 0.34                  | 0.85               |
| Италия    | Инфлация, %, край на периода   | 0     | 0.1   | -0.568 | 0.844 | 0.8   | 1.04  | 1.1   | 1.2   | 0.73            |                 |                       |                    |
| Испания   | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 1.358 | 3.213 | 3.056  | 2.17  | 1.943 | 1.863 | 1.767 | 1.64  | 2.07            | 0.98            | 0.66                  | 1.65               |
| Испания   | Инфлация, %, край на периода   | -     | -     | -      | -     | -     | -     | -     | -     | -               | -               | -                     | -                  |
| Швейцария | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 1.893 | 0.816 | 0.985  | 1.328 | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.47            | 1.02            | 0.68                  | 1.71               |
| Швейцария | Инфлация, %, край на периода   | 0.328 | 1.318 | 0.014  | 0.2   | 0.7   | 1     | 1     | 1     | 0.65            |                 |                       |                    |
| Турция    | Ръст на БВП, постоянни цени, % | 3.02  | 3.985 | 3.281  | 2.977 | 3.215 | 3.315 | 3.462 | 3.506 | 3.29            | 1.89            | 1.40                  | 3.32               |
| Турция    | Инфлация, %, край на периода   | 8.17  | 8.808 | 9.093  | 6.168 | 7.314 | 6.168 | 6.803 | 6.295 | 6.97            |                 |                       |                    |

#### Коефициент за корекция за разлика в очаквания ръст

| Ръст на EBITDA на компаниите-аналози, % | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Терминален ръст |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------------|
| Vidrala                                 | 4.72 | 4.72 | 3.95 | 3.18 | 2.41 | 1.65 | 1.65            |
| Zignago Vetro                           | 7.25 | 7.25 | 5.65 | 4.05 | 2.45 | 0.85 | 0.85            |

<sup>21</sup> Източник: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016

|                                       |             |             |             |             |             |             |             |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vetropack                             | 4.9         | 4.9         | 4.10        | 3.30        | 2.51        | 1.71        | 1.71        |
| Anadolu Cam Sanayii A.S.              | 14.12       | 11.96       | 9.80        | 7.64        | 5.48        | 3.32        | 3.32        |
|                                       |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Медиана</b>                        | <b>6.08</b> | <b>6.08</b> | <b>4.88</b> | <b>3.68</b> | <b>2.48</b> | <b>1.68</b> | <b>1.68</b> |
|                                       |             |             |             |             |             |             |             |
| Период на дисконтиране спрямо 2017 г. |             | 1           | 2           | 3           | 4           | 5           | 5           |
| Стойност на ръста                     |             | 1.06        | 1.10        | 1.11        | 1.10        | 1.09        | 24.17       |
| СПЦК, компании-аналози                |             | 6.25        | 6.25        | 6.25        | 6.25        | 6.25        | 6.25        |
| Настояща стойност на ръста            |             | 1.00        | 0.97        | 0.93        | 0.87        | 0.80        | 17.85       |
| Сума от настоящите стойност           | 22.42       |             |             |             |             |             |             |
| <b>Агрегиран ръст на EBITDA, %</b>    | <b>1.79</b> |             |             |             |             |             |             |

За западноевропейските компании допускаме, че EBITDA ще нараства с прогнозирания според отчета на BNP Paribas CAGR за 2015-2018 г. до 2018, след което равномерно ще достигне терминалния ръст през 2022 г. За турската компания допускаме плавно понижение на ръста до достигане на терминалния през 2022 г.

| Ръст на EBITDA на Дружба<br>стъкларски заводи АД, % | 2017        | 2018        | 2019         | 2020        | 2021        | 2022        | Терминален<br>ръст |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| <b>Базов сценарий</b>                               | <b>0.28</b> | <b>2.82</b> | <b>-2.96</b> | <b>3.91</b> | <b>1.92</b> | <b>0.27</b> | <b>2.27</b>        |
|                                                     |             |             |              |             |             |             |                    |
| Период на дисконтиране спрямо 2017 г.               |             | 1           | 2            | 3           | 4           | 5           | 5                  |
| Стойност на ръста (индекс)                          |             | 1.03        | 0.94         | 1.12        | 1.08        | 1.01        | 26.08              |
| СПЦК, компании-аналози                              |             | 6.25        | 6.25         | 6.25        | 6.25        | 6.25        | 6.25               |
| Настояща стойност на ръста (индекс)                 |             | 0.97        | 0.83         | 0.94        | 0.85        | 0.75        | 19.26              |
| Сума от настоящите стойност                         | 23.60       |             |              |             |             |             |                    |
| <b>Агрегиран ръст на EBITDA, %</b>                  | <b>2.01</b> |             |              |             |             |             |                    |
|                                                     |             |             |              |             |             |             |                    |
| <b>Оптимистичен сценарий</b>                        | <b>2.97</b> | <b>3.13</b> | <b>-1.62</b> | <b>4.64</b> | <b>4.63</b> | <b>1.83</b> | <b>2.27</b>        |
|                                                     |             |             |              |             |             |             |                    |
| Стойност на ръста (индекс)                          |             | 1.03        | 0.97         | 1.15        | 1.20        | 1.09        | 28.17              |
| СПЦК, компании-аналози                              |             | 6.25        | 6.25         | 6.25        | 6.25        | 6.25        | 6.25               |
| Настояща стойност на ръста (индекс)                 |             | 0.97        | 0.86         | 0.96        | 0.94        | 0.81        | 20.81              |
| Сума от настоящите стойност                         | 25.34       |             |              |             |             |             |                    |



|                                     |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Агрегиран ръст на EBITDA, %         | 2.30  |       |       |       |       |       |       |
| Песимистичен сценарий               | -3.12 | -1.13 | -7.04 | -0.12 | -2.16 | -4.05 | 2.27  |
| Стойност на ръста (индекс)          |       | 0.99  | 0.86  | 1.00  | 0.92  | 0.81  | 20.92 |
| СПЦК, компании-аналози              |       | 6.25  | 6.25  | 6.25  | 6.25  | 6.25  | 6.25  |
| Настояща стойност на ръста (индекс) |       | 0.93  | 0.77  | 0.83  | 0.72  | 0.60  | 15.45 |
| Сума от настоящите стойност         | 19.30 |       |       |       |       |       |       |
| Агрегиран ръст на EBITDA, %         | 1.07  |       |       |       |       |       |       |

|                                               |                                  |                        |                      |
|-----------------------------------------------|----------------------------------|------------------------|----------------------|
| Коефициент за корекция на пазарните множители |                                  |                        |                      |
|                                               | Диференциал,<br>компаний-аналози | Диференциал,<br>Дружба | Коеф. на<br>корекция |
|                                               | 1                                | 2                      | 1/2                  |
| Базов сценарий                                | 4.46                             | 4.24                   | 1.05                 |
| Оптимистичен сценарий                         | 4.46                             | 3.95                   | 1.13                 |
| Песимистичен сценарий                         | 4.46                             | 5.18                   | 0.86                 |

Получаване на коригиран с ръста бъдещ EV/EBITDA за 2017 г.

|                              |                  |
|------------------------------|------------------|
|                              | <b>EV/EBITDA</b> |
| Медианна ст-т                | 6.30             |
| <b>Коригирана ст-т:</b>      |                  |
| <b>Базов сценарий</b>        | 6.63             |
| <b>Оптимистичен сценарий</b> | 7.12             |
| <b>Песимистичен сценарий</b> | 5.42             |

### Корекция на получената оценка за стойността на собствения капитал според метода с разликата в риска на компаниите

Логично е да се допусне, че при равни други условия, колкото по-висока е оценката за риска на дадена компания, толкова по-ниски следва да са пазарните ѝ множители поради факта, че по-високият риск се свързва с по-висока изискуема възвръщаемост. След като получваме оценка за стойността на собствения капитал на Дружба според трите сценария за нейното развитие прилагайки коригирания с очаквания ръст множител, тази оценка следва да бъде коригирана с разликата между нивото на риск между Дружба и използваните компании-аналози – странови риск, специфичен за страната риск от инвестиране в акции, риск, свързан с размера и ликвидността.

Подходяща оценка за риска в случая е оценката за цената на собствения капитал на Дружба от една страна и компаниите-аналози от друга. Цената на собствения капитал е подходяща, понеже инкорпорира в себе си всички компоненти на риска, посочени по-горе. Подобен подход на коригиране с разликите в дисконтовата норма се препоръчва и от KPMG<sup>22</sup>. В случая смятаме за удачно да прецизираме тази концепция, тъй като за Дружба стъкларски заводи АД разполагаме и с очаквания за промяната в рисковия профил на компанията до 2022 г. За целта композираме коефициента за корекция на оценката на собствения капитал на Дружба според метода като отношението между сумата от дисконтовите фактори от 2017 г. в безкрайността (понеже вече коригираме оценката към датата на обосновката, а не бъдещ пазарен множител към 2017 г.) за Дружба и съответно компаниите анализи като елиминираме ефекта от разликите в очаквания ръст (приемаме терминалния ръст за равен на 0).

|                                                 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | Терминална ст-т |
|-------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| Терминален ръст, % - 0                          |       |       |       |       |       |       |                 |
| Период на дисконтиране                          | 0.9   | 1.9   | 2.9   | 3.9   | 4.9   | 5.9   | 5.9             |
| Цена на собствения капитал, %, Дружба           |       |       |       |       |       |       |                 |
| Базов сценарий                                  | 18.89 | 17.64 | 16.90 | 16.48 | 15.86 | 15.51 | 6.45            |
| Оптимистичен сценарий                           | 18.85 | 17.56 | 16.79 | 16.40 | 15.86 | 15.42 | 6.49            |
| Песимистичен сценарий                           | 18.94 | 17.75 | 17.08 | 16.69 | 16.05 | 15.70 | 6.37            |
| Цена на собствения капитал, %, компании-аналози | 10.90 | 10.90 | 10.90 | 10.90 | 10.90 | 10.90 | 9.17            |
| Дисконтов фактор, Дружба                        |       |       |       |       |       |       |                 |

<sup>22</sup> MARKET MULTIPLES ADJUSTMENTS FOR DIFFERENCES IN RISK PROFILE – AN AIRLINE COMPANY EXAMPLE, Nina Milenković, KPMG LLC Belgrade

|                                                                                                                     |             |      |      |      |      |      |      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|------|------|------|------|------|------|
| Базов сценарий                                                                                                      | 0.86        | 0.73 | 0.64 | 0.55 | 0.49 | 0.43 | 2.75 |
| Оптимистичен сценарий                                                                                               | 0.86        | 0.74 | 0.64 | 0.55 | 0.49 | 0.43 | 2.78 |
| Песимистичен сценарий                                                                                               | 0.86        | 0.73 | 0.63 | 0.55 | 0.48 | 0.42 | 2.70 |
|                                                                                                                     |             |      |      |      |      |      |      |
| Дисконтов фактор, компании-аналози                                                                                  | 0.91        | 0.82 | 0.74 | 0.67 | 0.60 | 0.54 | 4.98 |
|                                                                                                                     |             |      |      |      |      |      |      |
| Сума на дисконтовите фактори, Дружба                                                                                |             |      |      |      |      |      |      |
| Базов сценарий                                                                                                      | 6.44        |      |      |      |      |      |      |
| Оптимистичен сценарий                                                                                               | 6.48        |      |      |      |      |      |      |
| Песимистичен сценарий                                                                                               | 6.37        |      |      |      |      |      |      |
|                                                                                                                     |             |      |      |      |      |      |      |
| Сума на дисконтовите фактори, компании-аналози                                                                      | 9.27        |      |      |      |      |      |      |
|                                                                                                                     |             |      |      |      |      |      |      |
| <b>Коефициент за корекция (Сума на дисконтовите фактори, Дружба/Сума на дисконтовите фактори, компании-аналози)</b> |             |      |      |      |      |      |      |
| <b>Базов сценарий</b>                                                                                               | <b>0.70</b> |      |      |      |      |      |      |
| <b>Оптимистичен сценарий</b>                                                                                        | <b>0.70</b> |      |      |      |      |      |      |
| <b>Песимистичен сценарий</b>                                                                                        | <b>0.69</b> |      |      |      |      |      |      |

Така калкулиран, коефициентът на корекция (различен за трите сценария поради различното очаквано развитие на цената на собствения капитал във всеки един от тях) отразява разликата в страновия риск, специфичния за страната риск от инвестиране в акции, размера и ликвидността между Дружба и избраните компании-аналози.

#### Резултати от метода

##### Базов сценарий

| Компания      | EV/EBITDA     |
|---------------|---------------|
|               | Бъдещ, 2017г. |
| Vidrala       | 8.75          |
| Zignago Vetro | 6.94          |

|                                                                    |                  |
|--------------------------------------------------------------------|------------------|
| Vetropack                                                          | 3.32             |
| Anadolu Cam Sanayii A.S.                                           | 5.66             |
| <b>Медианна ст-т</b>                                               | <b>6.30</b>      |
| <b>Коригирана медианна ст-т</b>                                    | <b>6.63</b>      |
| <b>Дружба Стъкларски Заводи АД</b>                                 |                  |
| <b>Оценка, базирана на:</b>                                        | <b>EV/EBITDA</b> |
| EV/EBITDA                                                          | 6.63             |
| EBITDA                                                             |                  |
| Базов сценарий                                                     | 72,922           |
| EV, хил. лв                                                        |                  |
| Базов сценарий                                                     | 483,157          |
| Минус (към 30.09.2016 г.), хил. лв:                                |                  |
| Дълг към 30.09.2016 г., общо, в т. ч.:                             | 242,740          |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                          | 128,521          |
| Задължения към свързани лица                                       | 41,853           |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.)                         |                  |
| Оценка на условното задължение                                     | 72,366           |
| Плюс пари в наличност, хил. лв                                     | 914              |
| Плюс пари от продажбата на субсидиар и лихви върху сумата, хил. лв | 41,647           |
| <b>Ст-т на собствения капитал, хил.лв</b>                          |                  |
| Базов сценарий                                                     | 282,979          |
| След корекция за риск                                              |                  |
| Базов сценарий                                                     | 196,792          |
|                                                                    |                  |
| Брой акции                                                         | 53,516,496       |
|                                                                    |                  |
| <b>Цена на акция, лв</b>                                           |                  |
| Базов сценарий                                                     | 3.677            |

## Оптимистичен сценарий

| Компании                 | EV/EBITDA     |
|--------------------------|---------------|
|                          | Бъдещ, 2017г. |
| Vidrala                  | 8.75          |
| Zignago Vetro            | 6.94          |
| Vetropack                | 3.32          |
| Anadolu Cam Sanayii A.S. | 5.66          |
| Медианна ст-т            | <b>6.30</b>   |
| Коригирана медианна ст-т | <b>7.12</b>   |

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| Дружба Стъкларски Заводи АД                |           |
| Оценка, базирана на:                       | EV/EBITDA |
| EV/EBITDA                                  | 7.12      |
| EBITDA/Продажби, хил. лв                   |           |
| Оптимистичен сценарий                      | 74,880    |
| EV, хил. лв                                |           |
| Оптимистичен сценарий                      | 532,771   |
| Минус (към 30.09.2016 г.), хил. лв:        |           |
| Дълг към 30.09.2016 г., общо, в т. ч.:     | 242,740   |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения  | 128,521   |
| Задължения към свързани лица               | 41,853    |
| Други задължения (провизии, данъчни и др.) |           |
| Оценка на условното задължение             | 72,366    |
| Плюс пари в наличност, хил. лв             | 914       |

|                                                                    |            |
|--------------------------------------------------------------------|------------|
| Плюс пари от продажбата на субсидиар и лихви върху сумата, хил. лв | 41,647     |
| <b>Ст-т на собствения капитал, хил.лв</b>                          |            |
| Оптимистичен сценарий                                              | 332,593    |
| След корекция за риск                                              |            |
| Оптимистичен сценарий                                              | 232,618    |
|                                                                    |            |
| Брой акции                                                         | 53,516,496 |
|                                                                    |            |
| <b>Цена на акция, лв</b>                                           |            |
| Оптимистичен сценарий                                              | 4.347      |

#### Песимистичен сценарий

| Компания                 | EV/EBITDA     |
|--------------------------|---------------|
|                          | Бъдещ, 2017г. |
| Vidrala                  | 8.75          |
| Zignago Vetro            | 6.94          |
| Vetropack                | 3.32          |
| Anadolu Cam Sanayii A.S. | 5.66          |
| <b>Медианна ст-т</b>     | <b>6.30</b>   |
| <b>Медианна ст-т</b>     | <b>5.42</b>   |

|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| Дружба Стъкларски Заводи АД |                  |
| <b>Оценка, базирана на:</b> | <b>EV/EBITDA</b> |
| EV/EBITDA                   | 5.42             |
| EBITDA/Продажби, хил. лв    |                  |
| Песимистичен сценарий       | 70,454           |

|                                                                    |            |
|--------------------------------------------------------------------|------------|
| EV, хил. лв                                                        |            |
| Песимистичен сценарий                                              | 381,764    |
| Минус (към 30.09.2016 г.), хил. лв:                                |            |
| Дълг към 30.09.2016 г., общо, в т. ч.:                             | 242,740    |
| Заеми, лизинг и др. лихвоносни задължения                          | 128,521    |
| Задължения към свързани лица                                       | 41,853     |
| Други задължения (проvizии, данъчни и др.)                         |            |
| Оценка на условното задължение                                     | 72,366     |
| Плюс пари в наличност, хил. лв                                     | 914        |
| Плюс пари от продажбата на субсидиар и лихви върху сумата, хил. лв | 41,647     |
| Ст-т на собствения капитал, хил.лв                                 |            |
| Песимистичен сценарий                                              | 181,586    |
| След корекция за риск                                              |            |
| Песимистичен сценарий                                              | 124,836    |
|                                                                    |            |
| Брой акции                                                         | 53,516,496 |
|                                                                    |            |
| Цена на акция, лв                                                  |            |
| Песимистичен сценарий                                              | 2.333      |

## Крайна оценка според метода

| Сравнение с търгувани компании-аналози, текущ множител, бъдещ множител (forward-looking EV/EBITDA) |              |       |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------|----|
|                                                                                                    | Базов        | 3.677 | 68 |
|                                                                                                    | Оптимистичен | 4.347 | 16 |

|  |                                 |       |    |
|--|---------------------------------|-------|----|
|  | Песимистичен                    | 2.333 | 16 |
|  |                                 |       |    |
|  | Цена на акция според метода, лв | 3.569 |    |

#### 6.2.5 Окончателна оценка според трите оценъчни метода

Оценката е направена по два метода, оценяващи дружеството - обект на търговото предложение като действащо предприятие (ДППД и сравнение с компании-аналози) и по един метод, оценяващ дружеството - обект на търговото предложение на база активи (НСА).

Според нас оценката на дружеството - обект на търговото предложение като действащо предприятие е в по-голяма степен показателна за справедливата ѝ цена, поради което даваме и по-високо тегло на тази оценка (вж също по-горе).

В обобщение, водеща роля за оценката трябва да има методът на дисконтираните парични потоци. Методът на нетна стойност на активите е подходящ и трябва да се приложи, но без да му се дава приоритет поради факта, че дава моментна оценка на. Следващият подходящ метод, сравнение с компании-аналози, е с намалена обективност поради ниската ликвидност на борсата и по-големите различия с използваните компании-аналози. За това прилагаме 75% тегло на метода на дисконтираните парични потоци, 15% на сравнението с компании-аналози и 10% на нетната стойност на активите.

| Метод                       | Сценарий                        | Стойност на акция, лв | Тегло на сценария, % | Тегло на метода, % |
|-----------------------------|---------------------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|
| Дисконтирани парични потоци |                                 |                       |                      |                    |
|                             | Базов                           | 4.207                 | 68                   |                    |
|                             | Оптимистичен                    | 5.186                 | 16                   |                    |
|                             | Песимистичен                    | 2.623                 | 16                   |                    |
|                             |                                 |                       |                      |                    |
|                             | Цена на акция според метода, лв | 4.110                 |                      | 75                 |
|                             |                                 |                       |                      |                    |



|                                                                                                    |                                 |       |    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------|----|----|
| Сравнение с търгувани компании-анализи, текущ множител, бъдещ множител (forward-looking EV/EBITDA) |                                 |       |    |    |
|                                                                                                    | Базов                           | 3.677 | 68 |    |
|                                                                                                    | Оптимистичен                    | 4.347 | 16 |    |
|                                                                                                    | Песимистичен                    | 2.333 | 16 |    |
|                                                                                                    |                                 |       |    |    |
|                                                                                                    | Цена на акция според метода, лв | 3.569 |    | 15 |
|                                                                                                    |                                 |       |    |    |
| Нетна стойност на активите                                                                         | Цена на акция според метода, лв | 1.740 |    | 10 |
|                                                                                                    |                                 |       |    |    |
| Цена на акция, лв. според 3те метода                                                               |                                 | 3.792 |    |    |

### 6.3 Систематизирана финансова информация

Предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови показатели на дружеството и резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.

На консолидирана база:

| Отчет за дохода                           | 2013    | 2014    | 2015    | 09-15   | 09-16   | 9/16(12м) |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Хил. лв                                   |         |         |         |         |         |           |
| Дружба стъklarски заводи АД, консолидиран |         |         |         |         |         |           |
|                                           |         |         |         |         |         |           |
| Продажби                                  | 204 943 | 248 037 | 268 644 | 206 491 | 196 812 | 258 965   |
| Продажба на готова продукция              | 184 064 | 226 026 | 237 441 | 182 168 | 164 536 | 219 809   |

|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Продажба на стоки                                                         | 6 178          | 7470           | 15049          | 11448          | 18489          | 22090          |
| Услуги                                                                    | 10 636         | 9 692          | 11 322         | 8 857          | 8 579          | 11 044         |
| Други приходи                                                             | 4 065          | 4 849          | 4 832          | 4 018          | 5 208          | 6 022          |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Разходи</b>                                                            | <b>152 551</b> | <b>183 002</b> | <b>218 007</b> | <b>147 095</b> | <b>146 334</b> | <b>217 246</b> |
| <b>Себестойност на продажбите</b>                                         | <b>129 681</b> | <b>153 109</b> | <b>162 042</b> | <b>126 897</b> | <b>120 345</b> | <b>155 490</b> |
| Материали                                                                 | 31 491         | 61 323         | 63 989         |                |                |                |
| Персонал                                                                  | 12 818         | 18 376         | 18 495         |                |                |                |
| Себестойност на извършените услуги<br>(транспорт, декорация и др.)        | 11 399         | 12 798         | 14 280         |                |                |                |
| Отчетна стойност на продадените стоки                                     | 5 705          | 5 663          | 12 432         |                |                |                |
| Други                                                                     | 68 268         | 54 949         | 52 846         |                |                |                |
| <b>Административни разходи</b>                                            | <b>20 451</b>  | <b>24 686</b>  | <b>31 977</b>  | <b>19 804</b>  | <b>21 830</b>  | <b>34 003</b>  |
| Материали                                                                 | 1 292          | 1 484          | 1 645          |                |                |                |
| Персонал                                                                  | 4 032          | 5 075          | 8 271          |                |                |                |
| Външни услуги и други                                                     | 15 127         | 18 127         | 22 061         |                |                |                |
| <b>Други разходи (отписания вземания, лиса,<br/>брак, провизии и др.)</b> | <b>2 419</b>   | <b>5 207</b>   | <b>23 988</b>  | <b>394</b>     | <b>4 159</b>   | <b>27 753</b>  |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Печалба преди лихви, данъци и амортизации<br/>(EBITDA)</b>             | <b>52 392</b>  | <b>65 035</b>  | <b>50 637</b>  | <b>59 396</b>  | <b>50 478</b>  | <b>41 719</b>  |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <i>EBITDA марж, %</i>                                                     | <i>26%</i>     | <i>26%</i>     | <i>19%</i>     | <i>29%</i>     | <i>26%</i>     | <i>16%</i>     |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| Амортизации                                                               | 34 967         | 36 996         | 45 945         | 32 313         | 30 220         | 43 852         |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT)</b>                                | <b>17 425</b>  | <b>28 039</b>  | <b>4 692</b>   | <b>27 083</b>  | <b>20 258</b>  | <b>-2 133</b>  |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <i>EBIT марж, %</i>                                                       | <i>9%</i>      | <i>11%</i>     | <i>2%</i>      | <i>13%</i>     | <i>10%</i>     | <i>-1%</i>     |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Финансови приходи/разходи, нето</b>                                    | <b>-5619</b>   | <b>-13856</b>  | <b>-12593</b>  | <b>-8492</b>   | <b>-7742</b>   | <b>-11843</b>  |
| Приходи от лихви                                                          | 1              | 3              | 4              | 8              | 9              | 5              |
| Други финансови приходи                                                   | 22             | 25             | 55             | 62             | 32             | 25             |
| Разходи за лихви                                                          | -4789          | -13041         | -11952         | -8181          | -7452          | -11223         |
| <i>Разходи за лихви по заеми</i>                                          | <i>-4787</i>   | <i>-13004</i>  | <i>-4376</i>   | <i>-3473</i>   | <i>-4440</i>   | <i>-5343</i>   |

|                                        |               |               |                |               |               |                |
|----------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| Разходи за лихви към свързани лица     | 0             | 0             | -7338          | -4687         | -2957         | -5608          |
| Разходи по договори за финансов лизинг | -2            | -28           | -93            | -8            | -42           | -127           |
| Разходи по договори за факторинг       | 0             | -9            | -145           | -13           | -13           | -145           |
| Други финансови разходи                | -853          | -843          | -700           | -381          | -331          | -650           |
| Данъци                                 | 1 241         | 1 529         | 1 886          | 480           | 983           | 2 389          |
| <b>Нетна печалба</b>                   | <b>10 565</b> | <b>12 654</b> | <b>-9 787</b>  | <b>18 111</b> | <b>11 533</b> | <b>-16 365</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b> | <b>10 616</b> | <b>12 685</b> | <b>-9 749</b>  |               |               |                |
| <b>Миноритарни акционери</b>           | <b>-51</b>    | <b>-31</b>    | <b>-38</b>     |               |               |                |
| Друг всеобхватен доход, нето от данъци | -483          | -125          | -325           | -77           | 0             | -248           |
| <b>Общ всеобхватен доход</b>           | <b>10 082</b> | <b>12 529</b> | <b>-10 112</b> | <b>18 034</b> | <b>11 533</b> | <b>-16 613</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b> | <b>10 137</b> | <b>12 572</b> | <b>-10 074</b> | <b>18 034</b> | <b>11 533</b> | <b>-16 575</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>           | <b>-55</b>    | <b>-43</b>    | <b>-38</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       |

| Отчет за финансовото състояние                   | 2013           | 2014           | 2015           | 09-15          | 09-16          |
|--------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Хил. лв                                          |                |                |                |                |                |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, консолидиран</b> |                |                |                |                |                |
| Дълготрайни материални и нематериални активи     | 216 329        | 205 774        | 196 276        | 198 329        | 205 241        |
| Инвестиции на разположение за продажба           | 23             | 27             | 17             | 190            | 25             |
| Вземания от свързани лица                        | 33             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Общо дълготрайни активи</b>                   | <b>216 385</b> | <b>205 801</b> | <b>196 293</b> | <b>198 519</b> | <b>205 266</b> |
| Материални запаси                                | 71 527         | 75 884         | 64 680         | 74 194         | 51 091         |
| Вземания от свързани лица                        | 80 786         | 96 178         | 87 771         | 68 981         | 90 976         |
| Търговски и други вземания                       | 51 287         | 51 233         | 63 576         | 73 171         | 79 077         |
| Други вземания                                   | 5 414          | 3 995          | 2 920          | 4 983          | 0              |
| Пари и парични еквиваленти                       | 448            | 1 345          | 1 345          | 2 321          | 1 008          |
| <b>Общо краткосрочни активи</b>                  | <b>209 462</b> | <b>228 635</b> | <b>220 292</b> | <b>223 650</b> | <b>222 152</b> |
| <b>Общо активи</b>                               | <b>425 847</b> | <b>434 436</b> | <b>416 585</b> | <b>422 169</b> | <b>427 418</b> |

|                                                                    |                |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Основен капитал                                                    | 53 516         | 53 516         | 53 516         | 53 516         | 53 516         |
| Резерви                                                            | -22 581        | -22 714        | -23 039        | -22 771        | -23 138        |
| Финансов резултат (с натрупване)                                   | 85 288         | 90 406         | 67 278         | 95 094         | 62 756         |
| Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход) |                |                |                |                |                |
| Платени дивиденди                                                  |                |                |                |                |                |
| <b>Собствен капитал</b>                                            | <b>116 223</b> | <b>121 208</b> | <b>97 755</b>  | <b>125 839</b> | <b>93 134</b>  |
| <b>Малцинствено участие</b>                                        | <b>467</b>     | <b>424</b>     | <b>386</b>     | <b>367</b>     | <b>386</b>     |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Отсрочени данъци                                                   | 6 136          | 5 348          | 3 953          | 4 417          | 3 582          |
| Провизии по задължения за пенсиониране                             | 1 125          | 1 274          | 2 376          | 1 807          | 2 262          |
| Провизии за задължения към персонала                               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Задължения към свързани предприятия                                | 92 933         | 111 637        | 103 065        | 76 237         | 99 345         |
| Банкови заеми                                                      | 3 544          | 1 225          | 1 218          | 0              | 0              |
| Финансов лизинг                                                    | 28             | 124            | 136            | 154            | 135            |
| Търговски и други дългосрочни задължения                           | 0              | 4 274          | 3 299          | 3 537          | 2 116          |
| <b>Дългосрочни задължения</b>                                      | <b>103 766</b> | <b>123 882</b> | <b>114 047</b> | <b>86 152</b>  | <b>107 440</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Търговски задължения                                               | 67 346         | 53 330         | 49 492         | 52 771         | 50 719         |
| Заеми                                                              | 109 539        | 94 661         | 93 601         | 92 768         | 89 725         |
| Задължения по финансов лизинг                                      | 39             | 75             | 74             | 74             | 106            |
| Задължения към свързани лица                                       | 16 859         | 30 046         | 44 588         | 50 791         | 70 831         |
| Данъчни задължения                                                 | 2 223          | 1 433          | 4 603          | 1 562          | 1 160          |
| Провизии по задължения за пенсиониране                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Провизии за задължения към персонала                               | 4 142          | 3 049          | 3 734          | 0              | 0              |
| Други провизии                                                     | 1 071          | 628            | 1 765          | 0              | 0              |
| Финансирания                                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Приходи за бъдещи периоди                                          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Други задължения                                                   | 4 172          | 5 700          | 6 540          | 11 845         | 13 917         |
| <b>Краткосрочни задължения</b>                                     | <b>205 391</b> | <b>188 922</b> | <b>204 397</b> | <b>209 811</b> | <b>226 458</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| <b>Общо задължения и собствен капитал</b>                          | <b>425 847</b> | <b>434 436</b> | <b>416 585</b> | <b>422 169</b> | <b>427 418</b> |

|                                                                                          |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Отчет за паричните потоци, хил лв.                                                       |                |                |                |                |                |
| <b>Дружба стъкларски заводи АД, консолидиран</b>                                         | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>09-15</b>   | <b>2015</b>    | <b>09-16</b>   |
| <b>Общ всеобхватен доход за периода</b>                                                  | <b>10 082</b>  | <b>12 529</b>  | <b>18 034</b>  | <b>-10 112</b> | <b>11 533</b>  |
| <b>Изменение в:</b>                                                                      |                |                |                |                |                |
| <i>Дълготрайни материални и нематериални активи</i>                                      | <i>43 058</i>  | <i>-10 555</i> | <i>-7 445</i>  | <i>-9 498</i>  | <i>8 965</i>   |
| Инвестиции                                                                               | 42 269         | 28 447         | 26 675         | 40 073         | 40 198         |
| Амортизации                                                                              | -34 967        | -36 996        | -32 313        | -47 733        | -30 220        |
| Други изменения (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето                   | 35 756         | -2 006         | -1 807         | -1 838         | -1 013         |
| <i>Инвестиции на разположение за продажба</i>                                            | <i>2</i>       | <i>4</i>       | <i>163</i>     | <i>-10</i>     | <i>8</i>       |
| <i>Дългосрочни вземания от свързани лица</i>                                             | <i>33</i>      | <i>-33</i>     | <i>0</i>       | <i>0</i>       | <i>0</i>       |
| <i>Нетен оборотен капитал</i>                                                            | <i>13 218</i>  | <i>33 710</i>  | <i>-57 399</i> | <i>-27 881</i> | <i>-31 569</i> |
| Материални запаси                                                                        | 15 727         | 4 357          | -1 690         | -11 204        | -13 589        |
| Вземания от свързани лица                                                                | 14 052         | 15 392         | -27 197        | -8 407         | 3 205          |
| Търговски и други вземания                                                               | -2 903         | -1 473         | 22 926         | 11 268         | 12 581         |
| Краткосрочни търговски задължения                                                        | 18 728         | -14 016        | -559           | -3 838         | 1 227          |
| Други краткосрочни задължения                                                            | 736            | 1 528          | 6 145          | 840            | 7 377          |
| <i>Търговски и др. дългосрочни задължения</i>                                            | <i>0</i>       | <i>4 274</i>   | <i>-737</i>    | <i>-975</i>    | <i>-1 183</i>  |
|                                                                                          |                |                |                |                |                |
| <b>Нетен паричен поток след лихви и преди другите потоци по финансиране</b>              | <b>-40 423</b> | <b>-3 377</b>  | <b>36 126</b>  | <b>3 766</b>   | <b>7 784</b>   |
|                                                                                          |                |                |                |                |                |
| <b>Изменение в:</b>                                                                      |                |                |                |                |                |
| Провизии за пенсиониране                                                                 | 605            | 149            | 533            | 1 102          | -114           |
| Провизии по задължения към персонала                                                     | 2 012          | -1 093         | -3 049         | 685            | -3 734         |
| Заеми от свързани лица                                                                   | 92 720         | 31 891         | -14 655        | 5 970          | 22 523         |
| Данъчни задължения                                                                       | -2 963         | -1 578         | -802           | 1 775          | -3 814         |
| Други (провизии, финансираня, прих. за бъдещи периоди)                                   | 1 071          | -443           | -628           | 1 137          | -1 765         |
| Заеми                                                                                    | 11 057         | -17 197        | -3 118         | -1 067         | -5 094         |
| Лизинг                                                                                   | -138           | 132            | 29             | 11             | 31             |
|                                                                                          |                |                |                |                |                |
| <b>Изплатени дивиденди</b>                                                               | <b>13 054</b>  | <b>7 492</b>   | <b>13 379</b>  | <b>13 379</b>  | <b>16 055</b>  |
| <b>Ефект от реструктуриране, промени в счетоводната политика и др. капиталови ефекти</b> | <b>-52 110</b> | <b>-95</b>     | <b>-81</b>     | <b>0</b>       | <b>-99</b>     |

|                                                     |               |              |              |              |              |
|-----------------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                     |               |              |              |              |              |
| <b>Нетен паричен поток</b>                          | <b>-1 223</b> | <b>897</b>   | <b>976</b>   | <b>0</b>     | <b>-337</b>  |
| <b>Пари и парични еквиваленти в нач. на периода</b> | <b>1 671</b>  | <b>448</b>   | <b>1 345</b> | <b>1 345</b> | <b>1 345</b> |
| <b>Пари и парични еквиваленти в края на периода</b> | <b>448</b>    | <b>1 345</b> | <b>2 321</b> | <b>1 345</b> | <b>1 008</b> |

|                                                     |             |             |             |                    |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|
| <b>На консолидирана база</b>                        | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>9/2016(12м)</b> |
| <b>Коефициенти за рентабилност, %</b>               |             |             |             |                    |
| ROA                                                 | 3,68        | 5,64        | 1,70        | -0,34              |
| ROE                                                 | 7,05        | 10,59       | -9,20       | -15,14             |
| EBITDA марж                                         | 25,56       | 26,22       | 18,85       | 16,11              |
| EBIT марж                                           | 8,50        | 11,30       | 1,75        | -0,82              |
| Марж на нетната печалба                             | 5,16        | 5,10        | -3,64       | -6,32              |
| ПП след лихви преди финансиране / Средно Задължения | -0,16       | -0,01       | 0,01        | -0,08              |
|                                                     |             |             |             |                    |
| <b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>           |             |             |             |                    |
| Текуща ликвидност                                   | 1,02        | 1,21        | 1,08        | 0,98               |
| Бърза ликвидност                                    | 0,67        | 0,81        | 0,76        | 0,76               |
| Незабавна ликвидност                                | 0,00        | 0,01        | 0,01        | 0,00               |
| Обръщаемост на активите                             | 0,52        | 0,58        | 0,63        | 0,61               |
| Обръщаемост на вземанията                           | 1,55        | 1,72        | 1,76        | 1,63               |
|                                                     |             |             |             |                    |
| <b>Коефициенти на една акция, лв</b>                |             |             |             |                    |
| Собствен капитал                                    | 2,17        | 2,26        | 1,83        | 1,74               |
| Печалба (общ всеобхватен доход)                     | 0,19        | 0,23        | -0,19       | -0,31              |
| Продажби                                            | 3,83        | 4,63        | 5,02        | 4,84               |
|                                                     |             |             |             |                    |
| <b>Дивиденди</b>                                    |             |             |             |                    |
| Покритие на дивидент                                | 1,38        | 1,35        | 0,94        | -0,63              |
| Коефициент на изплащане на дивидент                 | 0,72        | 0,74        | 1,06        | -1,59              |
| Коефициент на реинвестираната печалба               | 0,28        | 0,26        | -0,06       | n.a.               |
|                                                     |             |             |             |                    |
| <b>Коефициенти на развитие</b>                      |             |             |             |                    |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |         |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|-------|---------|--------|
| Темп на нарастване на активите (за междинните периоди нарастването е към края на предходната година)                                                                                                                                                                                                  | 19,25  | 2,02  | -4,11   | 2,60   |
| Темп на нарастване на нетната печалба на акция (общ всеобхватен доход, за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2016 г. нарастванията са спрямо 2015 г., при загуба за двата сравнявани периода положителен темп показва нарастване на загубата) | -43,80 | 24,02 | -180,13 | 64,53  |
| Темп на нарастване на продажбите (за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2016 г. нарастванията са спрямо 2015 г.)                                                                                                                              | -7,80  | 21,03 | 8,31    | -3,60  |
| <b>Коефициенти на ливъридж</b>                                                                                                                                                                                                                                                                        |        |       |         |        |
| Общо активи/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                                         | 3,66   | 3,58  | 4,26    | 4,59   |
| Дългосрочни задължения/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                              | 0,89   | 1,02  | 1,16    | 1,15   |
| Заемен капитал/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                                      | 0,14   | 0,25  | 0,45    | 0,76   |
| <b>Пазарни коефициенти</b>                                                                                                                                                                                                                                                                            |        |       |         |        |
| Цена на акция*, лв (18.01.2017 г.)                                                                                                                                                                                                                                                                    |        |       |         | 6,60   |
| P/E                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |         | -21,31 |
| P/B                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |         | 3,79   |
| P/S                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |         | 1,36   |
| *Източник: www.investor.bg                                                                                                                                                                                                                                                                            |        |       |         |        |

На индивидуална база:

| Отчет за дохода                                | 2013           | 2014           | 2015           | 09-15          | 09-16          | 9/16(12м)      |
|------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Хил. лв                                        |                |                |                |                |                |                |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база |                |                |                |                |                |                |
| <b>Продажби</b>                                | <b>202 005</b> | <b>209 531</b> | <b>222 757</b> | <b>173 349</b> | <b>167 013</b> | <b>216 421</b> |
| Продажба на готова продукция                   | 181 310        | 188 253        | 193 755        | 152 073        | 140 559        | 182 241        |

|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Продажба на стоки                                                         | 6 178          | 7563           | 13598          | 11403          | 14489          | 16684          |
| Услуги                                                                    | 10 636         | 9 624          | 11 322         | 8 796          | 7 583          | 10 109         |
| Други приходи                                                             | 3 881          | 4 091          | 4 082          | 1 077          | 4 382          | 7 387          |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Разходи</b>                                                            | <b>149 996</b> | <b>151 681</b> | <b>174 199</b> | <b>123 866</b> | <b>121 824</b> | <b>172 157</b> |
| <b>Себестойност на продажбите</b>                                         | <b>127 783</b> | <b>127 940</b> | <b>135 188</b> | <b>108 168</b> | <b>102 304</b> | <b>129 324</b> |
| Материали                                                                 | 30 009         | 42 243         | 44 682         |                |                |                |
| Персонал                                                                  | 12 402         | 13 320         | 13 523         |                |                |                |
| Себестойност на извършените услуги<br>(транспорт, декорация и др.)        | 11 399         | 10 813         | 12 134         |                |                |                |
| Отчетна стойност на продадените стоки                                     | 5 705          | 6 671          | 12 383         |                |                |                |
| Други                                                                     | 68 268         | 54 893         | 52 466         |                |                |                |
| <b>Административни разходи</b>                                            | <b>19 999</b>  | <b>19 829</b>  | <b>21 806</b>  | <b>15 457</b>  | <b>16 110</b>  | <b>22 459</b>  |
| Материали                                                                 | 1 269          | 1 208          | 1 289          |                |                |                |
| Персонал                                                                  | 3 781          | 3 877          | 4 656          |                |                |                |
| Външни услуги и други                                                     | 14 949         | 14 744         | 15 861         |                |                |                |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Други разходи (отнисани вземания, линси,<br/>брак, провизии и др.)</b> | <b>2 214</b>   | <b>3 912</b>   | <b>17 205</b>  | <b>241</b>     | <b>3 410</b>   | <b>20 374</b>  |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Печалба преди лихви, данъци и амортизации<br/>(EBITDA)</b>             | <b>52 009</b>  | <b>57 850</b>  | <b>48 558</b>  | <b>49 483</b>  | <b>45 189</b>  | <b>44 264</b>  |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <i>EBITDA марж, %</i>                                                     | <i>26%</i>     | <i>28%</i>     | <i>22%</i>     | <i>29%</i>     | <i>27%</i>     | <i>20%</i>     |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| Амортизации                                                               | 34 329         | 29 357         | 37 042         | 25 691         | 25 345         | 36 696         |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Печалба преди лихви и данъци (EBIT)</b>                                | <b>17 680</b>  | <b>28 493</b>  | <b>11 516</b>  | <b>23 792</b>  | <b>19 844</b>  | <b>7 568</b>   |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| EBIT марж, %                                                              | <i>9%</i>      | <i>14%</i>     | <i>5%</i>      | <i>14%</i>     | <i>12%</i>     | <i>3%</i>      |
|                                                                           |                |                |                |                |                |                |
| <b>Финансови приходи/разходи, нето</b>                                    | <b>-5375</b>   | <b>-9552</b>   | <b>-8143</b>   | <b>-6189</b>   | <b>-5578</b>   | <b>-7532</b>   |
| Приходи от лихви                                                          | 34             | 30             | 28             | 8              | 9              | 29             |
| Други финансови приходи                                                   | 19             | 9              | 53             | 45             | 29             | 37             |



|                                        |               |               |              |               |               |               |
|----------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Разходи за лихви                       | -4709         | -8797         | -7612        | -5764         | -5264         | -7112         |
| Разходи за лихви по заеми              | -4707         | -8772         | -3527        | -2675         | -3714         | -4566         |
| Разходи за лихви към свързани лица     | 0             | 0             | -4003        | -3088         | -1517         | -2432         |
| Разходи по договори за финансов лизинг | -2            | -25           | -82          | -1            | -33           | -114          |
| Разходи по договори за факторинг       | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Други финансови разходи                | -719          | -794          | -612         | -478          | -352          | -486          |
|                                        |               |               |              |               |               |               |
| Данъци                                 | 1 143         | 1 952         | 2 009        | 683           | 1 146         | 2 472         |
|                                        |               |               |              |               |               |               |
| <b>Нетна нечалба</b>                   | <b>11 162</b> | <b>16 989</b> | <b>1 364</b> | <b>16 921</b> | <b>13 121</b> | <b>-2 436</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b> | <b>11 162</b> | <b>16 989</b> | <b>1 364</b> | <b>16 921</b> | <b>13 121</b> | <b>-2 436</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
|                                        |               |               |              |               |               |               |
| Друг всеобхватен доход, нето от данъци | -469          | -45           | -69          | 0             | -102          | -171          |
|                                        |               |               |              |               |               |               |
| <b>Общ всеобхватен доход</b>           | <b>10 693</b> | <b>16 944</b> | <b>1 295</b> | <b>16 921</b> | <b>13 019</b> | <b>-2 607</b> |
| <b>Собственици на компанията-майка</b> | <b>10 693</b> | <b>16 944</b> | <b>1 295</b> | <b>16 921</b> | <b>13 019</b> | <b>-2 607</b> |
| <b>Миноритарни акционери</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |

| Отчет за финансовото състояние                 | 2013           | 2014           | 2015           | 09-15          | 09-16          |
|------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Хил. лв                                        |                |                |                |                |                |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуалиа база |                |                |                |                |                |
|                                                |                |                |                |                |                |
| Дълготрайни материални и нематериални активи   | 169 532        | 163 645        | 158 496        | 159 097        | 165 709        |
| Инвестиции в дъщерни предприятия               | 45 659         | 45 659         | 45 659         | 45 659         | 45 659         |
| Инвестиции на разположение за продажба         | 16             | 18             | 17             | 17             | 17             |
| Вземания от свързани лица                      | 148            | 263            | 279            | 262            | 23             |
| <b>Общо дълготрайни активи</b>                 | <b>215 355</b> | <b>209 585</b> | <b>204 451</b> | <b>205 035</b> | <b>211 408</b> |
|                                                |                |                |                |                |                |
| Материални запаси                              | 52 894         | 57 549         | 46 515         | 54 137         | 36 720         |
| Вземания от свързани лица                      | 60 356         | 70 834         | 66 345         | 70 688         | 71 718         |
| Търговски и други вземания                     | 46 728         | 46 585         | 54 019         | 67 019         | 68 569         |

|                                                                    |                |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Други вземания                                                     | 4 194          | 2 911          | 1 802          | 3 564          | 2 621          |
| Пари и парични еквиваленти                                         | 339            | 1 250          | 224            | 2 240          | 914            |
| <b>Общо краткосрочни активи</b>                                    | <b>164 511</b> | <b>179 129</b> | <b>168 905</b> | <b>197 648</b> | <b>180 542</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| <b>Общо активи</b>                                                 | <b>379 866</b> | <b>388 714</b> | <b>373 356</b> | <b>402 683</b> | <b>391 950</b> |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Основен капитал                                                    | 53 516         | 53 516         | 53 516         | 53 516         | 53 516         |
| Резерви                                                            | 25 872         | 25 827         | 25 758         | 25 747         | 25 656         |
| Финансов резултат (с натрупване)                                   | 86 066         | 95 468         | 83 453         | 99 009         | 80 519         |
| Финансов резултат от текущата година (вкл. друг всеобхватен доход) |                |                |                |                |                |
| Платени дивиденди                                                  |                |                |                |                |                |
| <b>Собствен капитал</b>                                            | <b>165 454</b> | <b>174 811</b> | <b>162 727</b> | <b>178 272</b> | <b>159 691</b> |
| <b>Малцинствено участие</b>                                        | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Отсрочени данъци                                                   | 5 719          | 5 458          | 4 455          | 5 013          | 4 237          |
| Провизии по задължения за пенсиониране                             | 1 005          | 1 121          | 1 885          | 1 641          | 2 089          |
| Провизии за задължения към персонала                               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Задължения към свързани предприятия                                | 41 825         | 53 769         | 41 825         | 42 232         | 41 825         |
| Банкови заеми                                                      | 2 768          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Финансов лизинг                                                    | 13             | 8              | 3              | 4              | 28             |
| Търговски и други дългосрочни задължения                           | 6 028          | 4 274          | 3 299          | 5 208          | 2 116          |
| <b>Дългосрочни задължения</b>                                      | <b>57 358</b>  | <b>64 630</b>  | <b>51 467</b>  | <b>54 098</b>  | <b>50 295</b>  |
|                                                                    |                |                |                |                |                |
| Търговски задължения                                               | 51 078         | 47 791         | 42 476         | 44 200         | 42 540         |
| Заеми                                                              | 93 682         | 79 138         | 76 727         | 76 607         | 73 905         |
| Задължения по финансов лизинг                                      | 5              | 5              | 5              | 5              | 24             |
| Задължения към свързани лица                                       | 4 028          | 14 101         | 28 553         | 36 670         | 54 592         |
| Данъчни задължения                                                 | 2 206          | 1 426          | 4 156          | 981            | 896            |
| Провизии по задължения за пенсиониране                             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Провизии за задължения към персонала                               | 3 013          | 2 002          | 2 554          | 0              | 0              |
| Други провизии                                                     | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Финансирания                                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Приходи за бъдещи периоди                                          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Други задължения                                                   | 3 042          | 4 810          | 4 691          | 11 849         | 10 007         |

|                                    |         |         |         |         |         |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Краткосрочни задължения            | 157 054 | 149 273 | 159 162 | 170 312 | 181 964 |
|                                    |         |         |         |         |         |
| Общо задължения и собствен капитал | 379 866 | 388 714 | 373 356 | 402 683 | 391 950 |

|                                                                        |         |         |         |         |         |
|------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Отчет за паричните потоци, хил. лв.                                    |         |         |         |         |         |
| Дружба стъкларски заводи АД, индивидуална база                         | 2013    | 2014    | 09-15   | 2015    | 09-16   |
| Общ всеобхватен доход за периода                                       | 10 693  | 16 944  | 16 921  | 1 295   | 13 019  |
| Изменение в:                                                           |         |         |         |         |         |
| Дълготрайни материални и нематериални активи                           | 4 692   | -5 887  | -4 548  | -5 149  | 7 213   |
| Инвестиции                                                             | 42 269  | 28 447  | 26 675  | 40 073  | 40 198  |
| Амортизации                                                            | -34 967 | -36 996 | -32 313 | -47 733 | -30 220 |
| Други изменения (продажби, отписани, отписани амортизации и др.), нето | -2 610  | 2 662   | 1 090   | 2 511   | -2 765  |
| Инвестиции в дъщерни предприятия                                       | 41 826  | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Инвестиции на разположение за продажба                                 | 2       | 2       | -1      | -1      | 0       |
| Дългосрочни вземания от свързани лица                                  | -83     | 115     | -1      | 16      | -256    |
| Нетен оборотен капитал                                                 | -3 395  | 18 078  | -28 093 | -16 414 | -25 171 |
| Материални запаси                                                      | -2 589  | 4 655   | -3 412  | -11 034 | -9 795  |
| Вземания от свързани лица                                              | -6 505  | 10 478  | -146    | -4 489  | 5 373   |
| Търговски и други вземания                                             | -8 532  | -1 426  | 21 087  | 6 325   | 15 369  |
| Краткосрочни търговски задължения                                      | 2 818   | -3 287  | -3 591  | -5 315  | 64      |
| Други краткосрочни задължения                                          | 15      | 1 768   | 7 039   | -119    | 5 316   |
| Търговски и др. дългосрочни задължения                                 | 6 028   | -1 754  | 934     | -975    | -1 183  |
|                                                                        |         |         |         |         |         |
| Нетен паричен поток след лихви и преди другите потоци по финансиране   | -9 257  | 5 734   | 8 324   | 9 218   | -689    |
|                                                                        |         |         |         |         |         |
| Изменение в:                                                           |         |         |         |         |         |
| Провизии за пенсиониране                                               | 485     | 116     | 520     | 764     | 204     |
| Провизии по задължения към персонала                                   | 883     | -1 011  | -2 002  | 552     | -2 554  |
| Заеми от свързани лица                                                 | 28 552  | 22 017  | 11 032  | 2 508   | 26 039  |
| Данъчни задължения                                                     | -2 767  | -1 041  | -890    | 1 727   | -3 478  |

|                                                                                          |               |              |               |               |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Други (провизии, финансираня, прих. за бъдещи периоди)                                   | -380          | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Заеми                                                                                    | -5 576        | -17 312      | -2 531        | -2 411        | -2 822        |
| Лизинг                                                                                   | -187          | -5           | -4            | -5            | 44            |
|                                                                                          |               |              |               |               |               |
| <b>Изплатени дивиденди</b>                                                               | <b>13 054</b> | <b>7 492</b> | <b>13 379</b> | <b>13 379</b> | <b>16 055</b> |
|                                                                                          |               |              |               |               |               |
| <b>Ефект от реструктуриране, промени в счетоводната политика и др. капиталови ефекти</b> |               | -95          | -81           | 0             | 0             |
|                                                                                          |               |              |               |               |               |
| <b>Иетен паричен поток</b>                                                               | <b>-1 301</b> | <b>911</b>   | <b>989</b>    | <b>-1 026</b> | <b>690</b>    |
| <b>Пари и парични еквиваленти в нач. на периода</b>                                      | <b>1 640</b>  | <b>339</b>   | <b>1 250</b>  | <b>1 250</b>  | <b>224</b>    |
| <b>Пари и парични еквиваленти в края на периода</b>                                      | <b>339</b>    | <b>1 250</b> | <b>2 240</b>  | <b>224</b>    | <b>914</b>    |

| Иа индивидуална база                                | 2013  | 2014  | 2015  | 9/2016(12м) |
|-----------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------------|
| <b>Коефициенти за рентабилност, %</b>               |       |       |       |             |
| ROA                                                 | 4.08  | 6.47  | 3.08  | 1.51        |
| ROE                                                 | 6.42  | 9.96  | 0.77  | -1.54       |
| EBITDA марж                                         | 25.75 | 27.61 | 21.80 | 20.45       |
| EBIT марж                                           | 8.75  | 13.60 | 5.17  | 3.50        |
| Марж на нетната печалба                             | 5.53  | 8.11  | 0.61  | -1.13       |
| ПП след лихви преди финансиране / Средно Задължения | -0.05 | 0.03  | 0.04  | 0.00        |
|                                                     |       |       |       |             |
| <b>Коефициенти за активи и ликвидност</b>           |       |       |       |             |
| Текуща ликвидност                                   | 1.05  | 1.20  | 1.06  | 0.99        |
| Бърза ликвидност                                    | 0.71  | 0.81  | 0.77  | 0.79        |
| Незабавна ликвидност                                | 0.00  | 0.01  | 0.00  | 0.01        |
| Обръщаемост на активите                             | 0.55  | 0.55  | 0.58  | 0.54        |
| Обръщаемост на вземанията                           | 1.70  | 1.81  | 1.84  | 1.52        |
|                                                     |       |       |       |             |
| <b>Коефициенти на една акция, лв</b>                |       |       |       |             |
| Собствен капитал                                    | 3.09  | 3.27  | 3.04  | 2.98        |
| Печалба (общ всеобхватен доход)                     | 0.20  | 0.32  | 0.02  | -0.05       |
| Продажби                                            | 3.77  | 3.92  | 4.16  | 4.04        |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |        |         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|-------|--------|---------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |        |         |
| <b>Дивиденди</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                      |        |       |        |         |
| Покритие на дивидент                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 1.40   | 1.43  | 1.27   | 0.08    |
| Коефициент на изплащане на дивидент                                                                                                                                                                                                                                                                   | 0.72   | 0.70  | 0.79   | 12.40   |
| Коефициент на реинвестираната печалба                                                                                                                                                                                                                                                                 | 0.28   | 0.30  | 0.21   | -11.40  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |        |         |
| <b>Коефициенти на развитие</b>                                                                                                                                                                                                                                                                        |        |       |        |         |
| Темп на нарастване на активите (за междинните периоди нарастването е към края на предходната година)                                                                                                                                                                                                  | 7.81   | 2.33  | -3.95  | 4.98    |
| Темп на нарастване на нетната печалба на акция (общ всеобхватен доход, за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2016 г. нарастванията са спрямо 2015 г., при загуба за двата сравнявани периода положителен темп показва нарастване на загубата) | -41.35 | 58.46 | -92.36 | -301.31 |
| Темп на нарастване на продажбите (за съотв. период на предходната година, при стойностите за последните 12 м. към края на септ. 2016 г. нарастванията са спрямо 2015 г.)                                                                                                                              | -8.99  | 3.73  | 6.31   | -2.84   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |        |         |
| <b>Коефициенти на ливъридж</b>                                                                                                                                                                                                                                                                        |        |       |        |         |
| Общо активи/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2.30   | 2.22  | 2.29   | 2.45    |
| Дългосрочни задължения/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                              | 0.35   | 0.37  | 0.32   | 0.31    |
| Заемен капитал/ собствен капитал                                                                                                                                                                                                                                                                      | 0.02   | 0.08  | 0.18   | 0.34    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |        |       |        |         |
| <b>Пазарни коефициенти</b>                                                                                                                                                                                                                                                                            |        |       |        |         |
| Цена на акция*, лв (6.02.2017 г.)                                                                                                                                                                                                                                                                     |        |       |        | 6.60    |
| P/E                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |        | -135.48 |
| P/B                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |        | 2.21    |
| P/S                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |        |       |        | 1.63    |
| *Източник: www.investor.bg                                                                                                                                                                                                                                                                            |        |       |        |         |

### Методологични бележки и източници на информация по отношение на финансовите коефициенти

|                                         | Бележки                                                                          |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Коефициенти за рентабилност</b>      |                                                                                  |
| ROA (на база общ всеобх. доход)         | (Общ всеобхватен доход за периода + разходи за лихви) / Средно активи за периода |
| ROE (на база общ всеобх. доход)         | Общ всеобхватен доход за периода / Средно собствен капитал за периода            |
| EBITDA марж                             | Печалба преди лихви, данъци и амортизации / Продажби                             |
| EBIT марж                               | Печалба преди лихви и данъци / Продажби                                          |
| Марж на нетната печалба                 | Нетна печалба / Продажби                                                         |
|                                         |                                                                                  |
| <b>Коефициенти за активи ликвидност</b> |                                                                                  |
| Текуща ликвидност                       | Текущи активи / Текущи задължения                                                |
| Бърза ликвидност                        | (Текущи активи - материални запаси) / Текущи задължения                          |
| Незабавна ликвидност                    | Пари и парични еквиваленти / Текущи задължения                                   |
| Обръщаемост на активите                 | Продажби / Средно активи за периода                                              |
| Обръщаемост на вземанията               | Продажби / Средно вземания за периода                                            |
|                                         |                                                                                  |
| <b>Коефициенти на една акция, лв</b>    |                                                                                  |
| Собствен капитал                        | Собствен капитал / Брой акции (текущ)                                            |
| Печалба                                 | Печалба / Брой акции (текущ)                                                     |
| Продажби                                | Продажби/Брой акции (текущ)                                                      |
|                                         |                                                                                  |
| <b>Дивиденди</b>                        |                                                                                  |

|                                       |                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Покритие на дивидент                  | Общ всеобхватен доход за периода /<br>Дивидент за съответния период                                                                             |
| Коефициент на изплащане на дивидент   | Дивидент за периода / Общ всеобхватен<br>доход за съответния период                                                                             |
| Коефициент на реинвестираната печалба | Неразпределена печалба и резерви за<br>периода / Общ всеобхватен доход за<br>съответния период (равен на 1 - коеф. на<br>изплащане на дивидент) |
| <b>Пазарни коефициенти</b>            |                                                                                                                                                 |
| P/E                                   | Цена на акция към печалба на акция за<br>последните 12 месеца и цена към<br>06.02.2017 г.                                                       |
| P/B                                   | Цена на акция към собствен капитал на<br>акция за последните 12 месеца и цена към<br>06.02.2017 г.                                              |
| P/S                                   | Цена на акция към продажби на акция за<br>последните 12 месеца и цена към<br>06.02.2017 г.                                                      |

#### 6.4 Използвани източници на информация

- Glass packaging Benchmark Multiples, BNP Paribas, November, 2016
- A STUDY OF DIFFERENCES IN RETURNS BETWEEN LARGE AND SMALL COMPANIES IN EUROPE, Rotterdam School of Management, Erasmus University, Research commissioned by Duff&Phelps LLC, April 2016
- Aswath Damodaran, Many a Slip... Loose ends in Valuation
- Shannon P. Pratt, Business Valuation Discounts and Premiums, Second Edition, 2009
- Anthony Saunders, Credit Risk management, New Approaches to value at Risk and Other Paradigms, 1999
- MARKET MULTIPLES ADJUSTMENTS FOR DIFFERENCES IN RISK PROFILE – AN AIRLINE COMPANY EXAMPLE, Nina Milenković, KPMG LLC Belgrade
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016 (www.imf.org)
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)
- [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg)
- [www.investor.bg](http://www.investor.bg)
- Официални финансови отчети на Дружба стъklarски заводи АД и използваните компании-аналози (вж по-горе)

## **7. Обезщетение за правата на акционерите, които могат да бъдат ограничени съгласно чл.151а, ал.4 от ЗППЗК**

В Устава на „Дружба стъklarски заводи“ АД не съществуват разпоредби, ограничаващи правото на глас и прехвърлянето на обикновените акции по емисия BG11DRPLAT19, които са обект на това търгово предложение, нито съществуват разпоредби, предоставящи изключителни права на акционерите, свързани с избор или отстраняване на членове на управителните органи. Не съществува споразумение между Дружеството - обект на Търгово предложение и Предложителя, нито между Предложителя и други акционери за ограничаване на правото на глас или прехвърлянето на издадени от Дружеството акции. Доколкото е известно на Предложителя, не съществуват споразумения между Дружеството и други акционери в Дружеството, както и между акционери в Дружеството, предвиждащи ограничения върху прехвърлянето на издадени от Дружеството акции или върху правото на глас по издадени от Дружеството акции.

В тази връзка Предложителят не дължи изплащането на обезщетение по чл. 151а, ал.4 от ЗППЗК.

## **8. Срок за приемане на Търговото предложение**

Срокът за приемане на Търговото предложение е 28 (двадесет и осем) дни от датата на публикуването му в двата централни ежедневника.

Предложителят може да удължи срока за приемане на Търговото предложение по реда на чл. 155, ал. 4 и ал. 5 от ЗППЗК в рамките на максимално допустимия от закона срок от 70 (седемдесет) дни от деня на публикуване на Търговото предложение. Промяната се регистрира в КФН и се публикува незабавно в два централни ежедневника. Промени в Търговото предложение, включително промени в срока за приемането му, не могат да бъдат публикувани по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемане на Търговото предложение.

При наличието на конкурентно търгово предложение, чийто срок за приемане изтича след срока за приемане на настоящото Търгово предложение, срокът за приемане на настоящото Търгово предложение се удължава до срока за приемане на конкурентното Търгово предложение.



Последващо удължаване на срока за приемане на Търгово предложение удължава срока за приемане на всички търгови предложения в случаите, когато срокът за приемане на последните изтича преди последващо удължения срок.

## 9. Условия за финансиране на Търговото предложение

Предложителят ще финансира придобиването на акциите със заемни средства, предоставени от друго дружество от Групата Би Ей Глас - Би Ей Глас Португал С.А. (BA Glass Portugal S.A.), с предишно наименование Би Ей Видро Ес Ей (BA Vidro SA). За заплащане на всички акции – обект на Търговото предложение са необходими средства в размер на 2 481 778.94 лева, които са на разположение по банкова сметка на заемотателя в Banco Santander Totta S.A. Rua do Ouro 88, Лисабон. В тази връзка, Предложителят представя към настоящото Търгово предложение удостоверение от банката с дата 06.04.2017 г. и сключен договор за заем от 25.01.2017 г., от който е видно, че средствата ще му бъдат предоставени от заемотателя незабавно при поискване. Към договора за заем е представен и Анекс, сключен на 27 март 2017 г., в който представителите на двете страни (включително директорите на предложителя – Сандра Сантос, Харис Петриду – Шарп и Георгиос Константиноу) изрично потвърждават, че сключеният между тях договор за заем от 25.01.2017 г. е действателен и правно обвързващ.

## 10. Ред за приемане на Търговото предложение

Акционерите на „Дружба стъкларски заводи“ АД, които желаят да приемат настоящото Търгово предложение, следва да имат предвид и да спазват реда, описан по-долу.

### 10.1. Приемане на Търговото предложение

Търговото предложение се приема с изрично писмено волеизявление /по образец/ и депозиране на удостоверителните документи за притежаваните акции при упълномощения ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД. За удостоверителни документи ще бъдат приемани всички законово признати удостоверителни документи.

Волеизявлението се подава:

- лично от акционерите - физически лица или от законните представители на акционерите - юридически лица, или чрез изрично упълномощено лице с нотариално заверено пълномощно в офиса на упълномощения ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД; или
- от акционерите - физически лица или от законните представители на акционерите - юридически лица, или чрез изрично упълномощено лице с нотариално заверено пълномощно чрез инвестиционния посредник, обслужващ съответния акционер, при който се съхраняват акциите -

обект на Търгово предложение и на заявлението за приемане на Търговото предложение. Акционерите, чиито акции се съхраняват при банка депозитар или банка попечител (пенсионни фондове, договорни фондове и др.), подават заявления само чрез обслужващия ги инвестиционен посредник.

## **10.2. Допълнителни документи, които се прилагат към заявлението**

Към волеизявлението за приемане на Търговото предложение се представят и следните допълнителни документи.

### ***10.2.1. Документ за легитимиране:***

Физическите лица се легитимират с документ за самоличност; чуждите граждани - с оригиналния си чуждестранен паспорт за влизане в страната (алтернативно - лична карта за граждани на държави-членки на Европейския Съюз); законните представители на юридическите лица - с удостоверение за актуална регистрация на юридическото лице и документ за самоличност; пълномощниците - с нотариално заверено изрично пълномощно и документ за самоличност.

Юридическите лица прилагат:

- удостоверение за актуално състояние или копие от регистрация по БУЛСТАТ в случай, че акционерът - българско юридическо лице – не е регистриран във водения от Агенцията по вписванията Търговски регистър;
- за акционерите - чуждестранни юридически лица: копие от регистрационния акт (извадка от съответния търговски регистър) на съответния чужд език, легализиран превод на текста на регистрационния акт, съдържащ пълното наименование на юридическото лице; дата на издаване и държава на регистрация; адрес на юридическото лице; имената на лицата, овластени да го представляват.

При подаване на волеизявлението чрез пълномощник, се прилагат оригинал на нотариално завереното изрично пълномощно, копие от документа за самоличност на пълномощника и документите, изброени по-горе в зависимост от националността на упълномощителя (местно или чуждестранно юридическо лице).

### ***10.2.2. Други документи***

Към изявлението за приемане на Търговото предложение се прилагат и удостоверителните документи за притежаваните безналични акции от капитала на “Дружба стъкларски заводи“ АД - удостоверителен документ, издаден от „Централен депозитар“ АД, или извлечение от клиентска подметка при инвестиционен посредник.

**11. Място, където приелите предложението акционери подават писмено заявление за неговото приемане и депозират удостоверителните документи за притежаваните акции**

Писмените заявления и документите се подават на адреса на упълномощения инвестиционен посредник „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП“ ЕАД в гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4., всеки работен в рамките на срока на Търговото предложение, в работното време на инвестиционния посредник, което е от 9:30 до 16:30 часа.

**12. Приемане на Търговото предложение чрез подаване през друг инвестиционен посредник**

Волеизявление за приемане на Търговото предложение може да се подаде и чрез друг инвестиционен посредник, в който случай последният предава на ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД незабавно, но не по-късно от края на работния ден по факс копие от заявлението за приемане на Търговото предложение. Всеки инвестиционен посредник, при който е прието търговото предложение, проверява самоличността на акционера и следи за спазване на останалите нормативни изисквания на ЗППЦК, ЗПФИ и подзаконовите нормативни актове към тях.

Инвестиционният посредник предава на ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД оригиналното заявление най-късно до изтичане на срока за приемане на Търговото предложение с приложени документи за легитимация и представляване на акционера по т. 9.2.1 по-горе. Заявлението следва да е подписано от акционера, от лице по чл. 39, ал. 1 Наредба № 38 и от лице от отдел „Вътрешен контрол“ в инвестиционния посредник, приел заявлението.

За неуредените въпроси се прилагат процедурите на Централния депозитар относно легитимация и представителство, както и приложимите вътрешни правила и практики на инвестиционния посредник, чрез който се подава заявлението за приемане на Търговото предложение.

**а. Срок за занлящане на цената от Предложителя**

Заплащането на цената за акциите ще се извърши в срок от 7 (седем) работни дни след сключване на сделката. Инвестиционните посредници, чрез които е прието Търговото предложение, заплащат дължимите суми на акционерите по указанияте от тях банкови сметки или в брой.

Сделката по придобиване на акции на „Дружба стъкларски заводи“ АД в резултат на приемане на Търговото предложение се счита сключена към момента на изтичане на срока за неговото приемане, съответно на удължения срок за приемане, ако е имало такъв. Сделките по приемане на търговото предложение се регистрират в регистъра на търговската система XETRA на БФБ като сделки, сключени на извънборсов пазар. Сделките се регистрират след осигуряване на необходимите парични средства от страна на Предложителя. Правата по акциите - предмет на търговото предложение, преминават върху Предложителя след регистрацията на прехвърлянето на акциите в „Централен Депозитар“ АД. Едновременно с

прехвърлянето на акциите, „Централен Депозитар“ АД осигурява и прехвърляне на дължимите суми по банкови сметки на съответните инвестиционни посредници, приели заявления от акционерите.

**в. Начин за заплащане на цената от Предложителя**

Придобитите в резултат на Търговото предложение акции се заплащат от ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД за сметка на Предложителя при спазване разпоредбите на нормативните актове за плащанията по следните два начина:

- ✓ по банкова сметка на акционера, приел Търговото предложение и
- ✓ в брой - в офиса на „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД при спазване на нормативно установените ограничения за заплащане в брой.

Акционерите, приели Търговото предложение чрез обслужващия ги инвестиционен посредник, получават дължимата им сума чрез този посредник, съответно разплащания с акционерите, чиито активи се съхраняват при банка депозитар или банка попечител, се извършват чрез съответната банка депозитар или попечител.

Цената на акциите на акционерите, които не са предоставили банкова сметка, се заприходява по тяхна аналитична сметка при съответния инвестиционен посредник и се изплащат на лицето при явяването му в офиса на посредника за изплащане на цената на акциите в брой или съответно до посочване на банкова сметка за превеждане на дължимата сума. Правото на акционера да получи цената на акциите може да бъде упражнено в рамките на общия петгодишен давностен срок, след което това право се погасява по давност и непотърсените суми остават у Предложителя.

**с. Разходи за акционери, приели Търговото предложение**

Таксите и възнагражденията на ИП „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД за акционерите, приели Търговото предложение чрез него, са:

- 1% от сумата която трябва да се плати от приелия предложението акционер

Ако приемането се извършва чрез друг инвестиционен посредник, събираните от съответния инвестиционен посредник такси и възнаграждения може да се различават от горните. ИП „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД няма да събира такси и възнаграждения от акционерите, приели Търговото предложение чрез друг инвестиционен посредник.

Горните такси не включват разходите и комисионните, които се дължат на „Българска фондова борса – София“ АД, „Централен депозитар“ АД, банкови такси.

Когато сумата за получаване има трети знак след десетичната запетая 5 (пет) или по-голям от пет, сумата се закръгля нагоре до втория знак след десетичната запетая, а под пет, сумата се закръгля надолу.

**13. Намерения на Предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на Предложителя, доколкото е засегнат от търговото предложение**

- a. Намерения за реструктуриране или прекратяване на дружествата, включително промени в регистрирания капитал на дружествата за срок от една година след приключването на сделката;

Предложителят не осъществява други дейности и няма други дъщерни дружества в България и следователно „Дружба Стъкларски заводи“ АД (и неговото дъщерно дружество „Амабалаж - София град“ ЕООД) ще бъдат единствените дъщерни дружества на групата Би Ей (BA Group) в България. Това е в съответствие с текущата структура на Би Ей Глас (BA Glass), при която във всяка страна, където то развива индустриална дейност, има дъщерно дружество, което събира оперативните активи и дейността на Групата в съответната страна.

Би Ей Глас няма планове за реструктуриране, преобразуване, прекратяване или промяна на регистрирания капитал на „Дружба стъкларски заводи“ АД в срок до една година след приключването на сделката, освен ако такава промяна не бъде наложена от императивни законови изисквания. Дружеството ще бъде управлявано чрез съгласуване с останалите оперативни дружества на групата Би Ей в други географски райони.

Би Ей Глас планира опростяване на корпоративната структура на Предложителя, което най-общо би могло да доведе до преобразуване на Предложителя. При всички случаи крайната собственост на Групата на Би Ей Глас няма да се промени.

- b. Намерения относно основната дейност и финансовата стратегия на дружествата за текущата и следващата финансова година;

Намерението на Предложителя е Дружеството да съсредоточи своята дейност в производството и дистрибуцията на опаковъчно стъкло след прехвърлянето на дейността за производство на домакинско стъкло на лица извън групата. Дейността, свързана със стъклен амбалаж, се различава значително от тази, свързана с домакинско стъкло. През последните десетилетия производителите на стъклен амбалаж са пренасочили своите дейности за производство на домакинско стъкло към специализирани участници, за да се съсредоточат върху дейността, свързана със стъклен амбалаж. Предложителят очаква „Дружба стъкларски заводи“ АД да последва тази тенденция, за да съсредоточи своите ресурси в развитието на дейността, свързана с опаковъчно стъкло.

По отношение на финансовата стратегия, Дружеството трябва да подобри своята финансова структура като диверсифицира своите финансови източници в местната търговско-банкова общност и намали зависимостта си от финансиране от страна на групата Би Ей. Ето защо Предложителят ще съдейства за значително намаляване на политиката за разпределяне на дивиденди, за да (i) подобри финансовата стабилност на Дружеството, (ii) позволи изплащането на дълга към свързани лица и (iii) подобри рисковия профил на дружеството и по този начин да подобри шанса за получаване на местно финансиране, което да замести финансирането от Групата.

- c. Планирани промени в ръководните органи, персонала и договорите със служители на дружествата;

Предложителят е холдингово дружество, което няма служители.

Предложителят не очаква промени в договорите със служители в Дружеството в резултат на промяната на крайния собственик на Дружеството. Промените в състава на Съвета на директорите от общото събрание на акционерите, проведено на 25 януари, гарантират подходящо ръководство на Дружеството на този етап.

От оперативна гледна точка Дружеството ще продължи да се ръководи чрез съгласуване с дейностите, свързани със стъклен амбалаж, в Румъния и Гърция от предишния собственик, които са придобити от Предложителя, така че в това отношение не се очакват съществени промени.

- d. Намерения относно политиката за разпределяне на дивиденди;

Както е посочено в параграф Б, Предложителят възнамерява да ограничи и намали разпределението на дивиденди в Дружеството, за да (i) подобри финансовата стабилност на Дружеството, (ii) позволи изплащането на дълга към свързани лица и (iii) подобри рисковия профил на Дружеството и по този начин да подобри шанса за получаване на местно финансиране, което да замести финансирането от Групата.

- e. Информация относно въздействието, което търговото предложение би имало върху служителите и седалището на дружествата

Търговото предложение няма да има отражение върху седалището на Предложителя или Дружеството.

Служителите на Дружеството ще извлекат полза от факта, че Дружеството ще бъде притежавано от групата Би Ей, тъй като ще станат част от финансово стабилен индустриален участник, който понастоящем е четвъртият най-голям производител на стъклен амбалаж в света. Тази промяна ще предостави на служителите на Дружеството множество професионални възможности за напредък в техните професионални кариери в или извън България.

f. Стратегически планове за двете дружества (а именно „Дружба Стъкларски заводи“ АД и Предложителя), включително:

a. Обобщение

Стратегията на Би Ей е да се развива на пазара за стъклен амбалаж и да навлиза в нови пазари като придобива дружества и ги подобряване с помощта на своя оперативен „ноу-хау“.

Би Ей Глас е един от най-рентабилните производители на стъкло в Европа. Дружеството редовно постига коефициент на рентабилност, измерван като процент от печалбата преди лихви и данъци, отнесена към продажбите, в размер на 10 процентни точки спрямо своите конкуренти. Този коефициент се постига чрез комбинация от оптимизация на производството, рационална организационна структура и превъзхождащо техническо „ноу-хау“.

Би Ей иска да използва тази превъзхождаща рентабилност като основа за растеж посредством придобиване на активи, създавайки стойност чрез подобряване на рентабилността и конкурентоспособността на придобитите активи и възползване от икономии от мащаба благодарение на разширената дейност.

b. Описание на ключовите моменти от стратегическия план

- Стратегическият план на Би Ей се основава на четири опорни точки: удовлетворение на акционерите, служителите, клиентите и потребителите. Добавянето на четвъртата опорна точка е резултат от прилагането на новата визия за Групата „Да опаковаме мечтите“ и предвижда големи усилия за разработване на иновативни продукти и подобряване качеството на обслужване на потребителите.

- Подобряване конкурентоспособността на производството на Дружеството с цел поддържане на лидерската позиция по ниски експлоатационни разходи в Европа, извличане на полза от наскоро изпълнения инвестиционен план.

„Дружба стъкларски заводи“ АД заема лидерско място по отношение на конкурентоспособността на експлоатационните разходи сред всички производители на стъклен амбалаж в Европа. Въпреки това, Предложителят смята, че тази позиция може да бъде подобрена чрез по-ефективно оползотворяване на наличните производствени мощности, намаляване на експлоатационните разходи чрез интегриране на определени дейности в по-всеобхватната група Би Ей и подобряване на производствените процеси с определени инвестиции в оборудване за извършване на проверки и складове.

- Възползване от наличните мощности в Дружеството за увеличаване на производителността и разширяване на целевия пазар.

Съвсем скоро „Дружба стъкларски заводи“ АД приключи амбициозен инвестиционен цикъл, при който повечето от неговите производствени активи в София и Пловдив са обновени. Съвременната производствена платформа, подобрена с приносите на групата Би Ей, ще стане един от най-рентабилните производители на стъклен амбалаж в Европа с възможност за износ към далечни пазари, например Централна Европа, Италия и Средния Изток.

- с. Ресурси за реализация на стратегическия план (персонал, технология, финанси и тяхното осигуряване).

Предложителят е уверен в наличността на ключовите ресурси за прилагане на описания стратегически план. За осъществяването на този стратегически план ще са необходими следните ресурси:

- Технически ресурси: Би Ей разполага с всички необходими технически ресурси за прилагане на стратегическия план, определен за Групата. Би Ей ще допълни и подобри своето „ноу-хау“ с техническите ресурси от Дружеството и придобитата група Юла (Yioulia Group). Тази комбинация ще бъде от ключово значение за изграждането на устойчив набор от технически ресурси, които да гарантират, че групата Би Ей е на съвременно ниво по отношение на внедряването на производствени технологии и процеси.
- Човешки ресурси: Би Ей е впечатлено от качеството и способностите на човешкия капитал в „Дружба стъкларски заводи“ АД като това е един от ключовите решаващи фактори за пристъпване към придобиването. Би Ей възнамерява да насърчи



обмена на опит и добри практики сред своите заводи на базата на сравнителен анализ, което ще подобри не само ефективността на дейностите, но също така и професионалната компетентност на участващите екипи.

- Финансови ресурси. Силният профил на реализирани постъпления на дейностите на Би Ей и „Дружба стъкларски заводи“ АД гарантира реализацията на постъпленията, необходими за финансиране прилагането на стратегическия план. Очакваният устойчив растеж на оборота и текущите маржове на печалбата преди лихви, данъци и амортизация, които са около 30% от продажбите, ще позволят реализирането на достатъчни средства за финансиране на планираните капиталовложения, начисляването на лихви върху дълга и за изплащане на голяма част от финансовия дълг в рамките на следващите 5 години.

d. Бизнес планове на дружествата за следващите 5-8 години

Бизнес планът на Дружеството, съставен в резултат на осъществяването на този стратегически план, показва стабилно увеличение на приходите от производство в размер на 3,6% годишно между 2016 и 2020 г., постигнато чрез оползотворяване на новите производствени мощности след наскоро приключения инвестиционен план. Този растеж отговаря на очаквания растеж на търсенето на стъклен амбалаж в Източна Европа, поради което не се допуска, че Дружеството ще увеличи пазарния си дял спрямо текущото положение.

Прогнозира се покачване на маржа на печалбата преди лихви, данъци и амортизация от 30% на 31% през същия период, тъй като повишаването на ефективността от допълнителните обеми ще компенсира спада на маржовете в резултат на очакваното повишаване на разходите за работна ръка и суровини.

- e. Анализ на пазарната среда – конкурентни предимства, контрагенти (клиенти, доставчици), конкуренти и конкурентни цени, пазарен потенциал и обем, развитие на пазара

*Световен пазар за стъкло*<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Източник: Анализ на пазара за стъклен амбалаж по приложения (храни и напитки, бира, лекарства) и прогнози за сегментите до 2022 г., Гранд Вю Рисърч Инк. /Grand View Research Inc./

Световният пазар за стъклен амбалаж е много конкурентен и в него участват множество доставчици. Фармацевтичната индустрия е сред ключовите движещи сили за пазара в резултат на засиленото производство на стъклени ампули, съдове и др. В Северна Америка и Европа се наблюдава растеж в сферата на стъкления амбалаж в резултат на търсенето от сектора за производство на бира и алкохол. Стъклото се счита за най-добрият материал за опаковане в хранително-вкусовата промишленост. Потребителите обръщат все повече внимание на здравословния начин на живот и това е довело до завишено търсене на стъклен амбалаж за хранително-вкусовата промишленост.

Нарастващото потребление на стъклен амбалаж в сектора на фармацевтичните продукти и хранително-вкусовия сектор заради добрата издръжливост и естетичната стойност на стъклото се очаква да доведе до повишаване на търсенето. Освен това, различните свойства, включително годност за рециклиране, непромокаемост и нулево химическо взаимодействие, правят стъклото подходящо като опаковъчен материал за различни приложения, включително бира, газирани напитки, други напитки и медицински продукти.

#### *„Дружба Стъкларски заводи“ АД*

„Дружба стъкларски заводи“ АД е най-големият производител на стъклен амбалаж по производствена мощност в България с пазарен дял над 70% и е сред най-големите на Балканския полуостров. В България негов конкурент е „Рубин“ (Плевен), като заводът „Рубин“ е много по-малък. Друг конкурент в непосредствена близост е сръбското дружество Paracip (също с по-малък завод). Друго дружество, което произвежда стъклени контейнери на Балканите, е румънското Stigom, което има същите крайни собственици като „Дружба стъкларски заводи“ АД. Дружеството е основният доставчик за България и региона на множество големи многонационални дружества и е предпочитан партньор благодарение на високото качество на производство, по-големите обеми и конкурентните цени. Дружеството има 4 пещи, които осигуряват оптимална рентабилност при производството на безцветно и цветно стъкло. Това, заедно с ниските разходи за работна ръка в България, осигурява на дружеството голямо конкурентно предимство. Повече от 2/3 от продукцията на Дружеството се продава в чужбина – в пазарите на Балканите, Обединеното кралство, Италия и др.

- f. Маркетингов план – целеви сегменти, стратегия за спечелване на пазара, план за осъществяване на продажби, дистрибуция и рекламна дейност

Маркетинговият план за „Дружба стъкларски заводи“ АД през следващите няколко години ще бъде обусловен от факта, че дружеството принадлежи към групата Би Ей. В тази връзка дружеството ще продължи да се съсредоточава върху удовлетворяването на местните нужди на нарастващата база от многонационални клиенти в секторите за бира и газирани напитки.

Продажбите ще бъдат съсредоточени върху местните и съседните пазари като продажбите в далечни пазари, напр. Обединеното кралство или САЩ, ще се произвеждат в по-близки заводи на Би Ей, за да се намалят разходите за транспорт.

Местните клиенти в секторите за вино и алкохол ще продължат да бъдат основна цел и ще могат да извлекат полза от по-широка гама продукти, цветове и иновации благодарение на опита на Би Ей в други пазари.

#### g. Организация и управление

„Дружба стъкларски заводи“ АД ще стане дъщерно дружество на Би Ей Глас, разположено в региона на Югоизточна Европа, заедно с дейностите в Румъния и Гърция. Организацията ще се ръководи от генералния директор за региона, който ще отговаря за развитието на всички сфери на дейността в региона.

Определени функции като финансиране, продажби и инвестиции ще бъдат координирани централно и поради това ще бъдат обект на комплексно отчитане, което комбинира функционалните и географските параметри.

#### h. Инвестиции

Стратегическият план за „Дружба стъкларски заводи“ АД не предвижда реконструкция на пещите в средносрочен план, тъй като всички пещи са реконструирани през последните няколко години. Планирана е текуща инвестиция в матрици, както и инвестиция в размер на 3 милиона евро на година за обновяване на сградите и материалния цех за подготовка и производство на стъкларска шихта в Пловдив, както и сградите на закритите складове на заводите в Пловдив и София.

Освен това планираме изграждането на два електростатични филтъра в Пловдив и София за изпълнение на очакваните строги екологични изисквания по отношение на емисиите на азотни окиси.

i. Очаквани резултати

В резултат на стратегията за бъдещо развитие очакванията на Предложителя и Дружеството са за затвърждаване на позициите на дружествата на пазара, за растеж и навлизане на нови пазари.

j. Времеви график - фази на осъществяване на стратегията

Дружествата изготвят 5-годишни бизнес планове за дейността. Преразглеждане и актуализация се прави всяка година с цел адаптиране към промените в пазарните условия, които се наблюдават от управителните органи на двете дружества.

#### **14. Информация за приложимия ред, ако Търговото предложение бъде отеглено от Предложителя**

След публикуването му Търговото предложение не може да бъде отеглено от Предложителя, освен: (а) когато предложението не може да бъде осъществено поради обстоятелства, намиращи се извън контрола на Предложителя, не е изтекъл срок за приемането му и е налице одобрение за това от страна на КФН; или (б) чрез приемане на конкурентно търгово предложение /ако има такова/, при условие че такова приемане се случва не по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемане на конкурентното търгово предложение.

В деня на регистрация на заявлението за оттеглянето пред КФН Предложителят уведомява управителния орган на Дружеството - обект на Търгово предложение, представителите на своите служители или на служителите, когато няма такива представители, както и регулирания пазар, на който са допуснати до търговия акциите на дружеството.

В 7-дневен срок от уведомяването за издаденото одобрение от КФН, Предложителят публикува в два централни ежедневника „Дума“ и „Капитал Дейли“ съобщение за оттегляне на предложението.

КФН уведомява незабавно регулирания пазар, както и инвестиционния посредник или Централния депозитар, в които са депозирани удостоверителните документи за акциите, за издаденото по ал. 1 одобрение за оттегляне на Търговото предложение.

В случай, че Предложителят е приел конкурентно търгово предложение, той регистрира оттеглянето на Търговото предложение в КФН и уведомява управителния орган на публичното дружество - обект на Търговото предложение, представителите на своите служители или служителите, когато няма такива представители, регулирания пазар на ценни книжа, на който са приети за търговия акциите на дружеството, както и инвестиционния посредник и Централния депозитар, в които са депозирани удостоверителните документи за акциите, за оттеглянето на предложението си. В такъв

случай до края на работния ден, следващ деня на регистрацията и уведомяването Предложителят публикува съобщение за оттеглянето на Търговото предложение в два централни ежедневника „Дума“ и „Капитал Дейли“.

В тридневен срок от получаването на уведомлението от КФН за издаденото одобрение за оттегляне на предложението, съответно от уведомлението от Предложителя за оттегляне на предложението чрез приемане на конкурентно Търгово предложение, ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД и Централният депозитор осигуряват условия за връщането на депозираните удостоверителни документи за акциите на приелите предложението акционери. В този случай всеки акционер на „Дружба стъкларски заводи“ АД, приел предложението, или негов изрично упълномощен пълномощник може да получи депозираните удостоверителни документи на местата, където са депозирани, при ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа – безсрочно; съответно, в офиса и в рамките на работното време на обслужващия ги инвестиционен посредник, чрез който са подали документите по приемане на Търговото предложение – безсрочно. Връщането става срещу представяне на молба (свободен текст), документ за самоличност, удостоверение за актуално състояние - за юридическите лица, както и изрично нотариално заверено пълномощно - за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.

#### **15. Информация за възможността приемането на предложението да бъде оттеглено от приелия го акционер**

Приемането на предложението може да бъде оттеглено от акционер (или негов пълномощник с изрично нотариално заверено пълномощно), само преди изтичане на определения срок за приемане на предложението, съответно на удължения срок, ако е имало такъв. Приемането на предложението може да бъде оттеглено с подаване на изрично писмено волеизявление за оттегляне на приемането /по образец/. Оттеглянето се извършва в офиса на инвестиционния посредник, при който акционерът е депозирал удостоверителните документи и е приел търговото предложение (за ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа), чрез съответното волеизявление /чрез одобрен образец от КФН/ и по начин, аналогичен на приемането на търговото предложение, с представяне на съответните документи за легитимация, представителна власт и/или упълномощаване. При подаване на валидно писмено волеизявление за оттегляне на приемането на Търговото предложение, депозираните удостоверителни документи за притежаваните акции от капитала на „Дружба стъкларски заводи“ АД се връщат веднага на акционера, съответно на негов пълномощник, овластен с изрично нотариално заверено пълномощно. Връщането на депозираните удостоверителни документи става срещу представяне на документ за самоличност, удостоверение за актуална регистрация - за юридическите лица, както и изрично нотариално заверено пълномощно - за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.

Инвестиционните посредници уведомяват незабавно до края на работния ден „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД за подадено в техен офис заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение и броя на акциите по него, като изпращат оригинала от заявлението за оттегляне на „БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД най-късно до изтичане срока за приемане на предложението с приложени документи за легитимация и представителство.

След изтичане на срока за приемане на предложението акционерът не може да оттегли писменото си изявление за приемане на предложението и сделката за покупко-продажба на акции в резултат на Търговото предложение се счита сключена.

#### **16. Достъп до годишните счетоводни отчети на Предложителя за последните 3 години.Получаване на допълнителна информация за Търговото предложение**

Годишните финансови отчети на Предложителя са достъпни в офиса на упълномощения инвестиционен посредник.

Допълнителна информация за Предложителя и за това предложение може да се получи в офиса на ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД на адрес: гр. София 1606, р-н Красно село, ул. „Дамян Груев“ №20, ет.2, ап.4, всеки работен ден от 9:30 до 16:30 часа.

#### **17. Разходи по Търговото предложение**

Обща сума на разходите на Предложителя, по осъществяване на търговото предложение, извън средствата, необходими за закупуване на акциите, е приблизително 100 000 евро, включително възнаграждението на инвестиционния посредник и неговите подизпълнители, и възнаграждението на юридическия консултант на Предложителя и неговите подизпълнители.

#### **18. Централни ежедневници, в които Предложителят ще публикува Търговото предложение, становището на управителния орган на Дружеството и резултата от Търговото предложение**

Предложителят ще публикува настоящото Търгово предложение и резултатите от него, включително и становището на Съвета на директорите на “Дружба стъкларски заводи“ АД във вестниците „Дума“ и „Капитал Дейли“.

**19. Приложимо право относно договорите между Предложителя и акционерите при приемане на Търговото предложение. Компетентен съд**

Процедурата по търговото предложение, включително правилата, уреждащи взаимоотношенията между Предложителя, акционерите и дружеството – обект на Търговото предложение, се уреждат съгласно приложимото българско законодателство. В случай на възникване на спорове, същите ще се отнасят към компетентния български съд.

**20. Право на акционерите да изискат от Предложителя да изкупи притежаваните от тях акции с право на глас в Общото събрание на “Дружба стъкларски заводи“ АД, съгласно чл. 149а, ал. 5 от ЗППЦК**

След публикуване на търговото предложение, както и 14 дни след крайния срок на търговото предлагане Предложителят е длъжен при поискване да закупи акциите на всеки акционер.

**21. Отписване на Дружеството от регистъра на Комисията**

Съгласно чл. 150, ал. 3 от ЗППЦК акционерите следва да имат предвид, че след изтичане на срока за приемане на Търговото предложение дружеството – обект на Търговото предложение може да престане да бъде публично, дори и да не е изпълнено условието по чл. 119, ал. 1, т. 1 от ЗППЦК.

Съгласно чл. 150, ал. 3 от ЗППЦК Предложителят заявява, че след изтичане на срока на срока за приемане на Търговото предложение възнамерява да поиска отписване на дружеството – обект на Търговото предложение от регистъра на КФН.

**22. Други данни, които по преценка на Предложителя имат съществено значение за осъществяваното Търгово предложение**

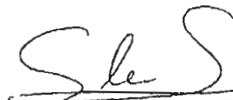
Предложителят счита, че не съществуват други данни или документи, които имат съществено значение за осъществяване на търговото предложение.

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

ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ-ИП" ЕАД СА СОЛИДАРНО ОТГОВОРНИ ЗА ВРЕДИ, ПРИЧИНЕНИ ОТ НЕВЕРНИ, ЗАБЛУЖДАВАЩИ ИЛИ НЕПЪЛНИ ДАННИ В ПРЕДЛОЖЕНИЕТО.

ПРЕДЛОЖИТЕЛЯТ И УПЪЛНОМОЩЕНИЯТ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ" ЕАД С ПОЛОЖЕНИТЕ ПОДПИСИ ПО-ДОЛУ ДЕКЛАРИРАТ, ЧЕ НАСТОЯЩОТО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ СЪОТВЕТСТВА НА ИЗИСКВАНИЯТА НА ЗАКОНА.

За Барек Овърсейз Лимитед:

  
Сандра Сантос – директор

  
Харис Петриду-Шарри – директор

  
Георгиос Константинову – директор



За ИП "БАЛКАНСКА КОНСУЛТАНТСКА КОМПАНИЯ" ЕАД: