



## **PAVOLUX S.A.**

като акционер, притежаващ пряко и по силата на сключено споразумение за следване на обща трайна политика общо 5 310 883 броя акции с право на глас, представляващи 92,40 на сто от капитала и гласовете в Общото събрание на акционерите на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

ОТПРАВЯ

# ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА ВСИЧКИ АКЦИИ НА

ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА

## **„ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД**

ISIN номер:	BG11KMBEAT10
Вид на акциите:	Обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност:	1 (един) лев
Предлагана цена на акция:	2.25 лева (два лева и двадесет и пет стотинки)

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

ДАТАТА НА РЕГИСТРАЦИЯ НА НАСТОЯЩОТО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ В КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

**12 юли 2018 г.**

# СЪДЪРЖАНИЕ

<b>I. Вид на търговото предложение и цел на придобиването на акциите. Данни за търговия предводител. ....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. Вид на търговото предложение и цел на придобиването на акциите. ....</b>	<b>6</b>
<b>1.2. Данни за търговия предводител. ....</b>	<b>7</b>
1.2.1. Информация за Предводител. ....	7
1.2.2. Информация за управителните органи на Предводител. ....	7
1.2.3. Информация за контрола над Предводител. ....	7
<b>II. Данни за упълномощения инвестиционен посредник. ....</b>	<b>7</b>
<b>III. Данни за Дружеството – обект на Търговото предложение. ....</b>	<b>8</b>
<b>3.1. Информация за Дружеството. ....</b>	<b>8</b>
<b>3.2. Информация за управителните органи на Дружеството. ....</b>	<b>9</b>
<b>IV. Участие на търговия предводител в гласовете на Общото събрание на Дружеството – обект на търговото предложение. ....</b>	<b>10</b>
<b>4.1. Притежавани от търговия предводител акции и начин на придобиването им. ....</b>	<b>10</b>
<b>4.2. Притежавани от членовете на управителните и контролни органи на Предводител акции и начин на придобиването им. ....</b>	<b>10</b>
<b>4.3. Притежавани от Предводител акции чрез свързани лица или непряко, по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК</b>	<b>10</b>
4.3.1. Информация за PADILUX S.A. ....	11
4.3.2. Информация за управителните органи на PADILUX S.A. ....	11
4.3.3. Информация за контрола над PADILUX S.A. ....	11
4.3.4. Притежавани от PADILUX S.A. акции и начин на придобиването им. ....	11
<b>4.4. Данни за акциите, които Предводител не притежава и иска да придобие. ....</b>	<b>12</b>
<b>V. Предлагана цена на акция. ....</b>	<b>12</b>
<b>VI. Права на акционерите по чл. 151А, ал. 4 ЗППЦК. ....</b>	<b>13</b>
<b>VII. Срок за приемане на Търговото предложение. ....</b>	<b>13</b>
<b>VIII. Условия за финансиране на придобиването на акциите. ....</b>	<b>14</b>
<b>IX. Намерения и стратегически планове на търговия предводител относно бъдещата дейност на Дружеството - обект на търгово предложение и на Предводител, за период от три години след сключване на сделката. ....</b>	<b>14</b>

<b>9.1. ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ ИЛИ ПРЕКРАТЯВАНЕ НА ДРУЖЕСТВАТА, КАКТО И ЗА ПРЕХВЪРЛЯНЕ НА КОНТРОЛ НА ТРЕТИ ЛИЦА</b>	<b>14</b>
<b>9.2. ЗА ПРОМЕНИ В РАЗМЕРА НА КАПИТАЛА НА ДРУЖЕСТВАТА</b>	<b>14</b>
<b>9.3. ЗА ОСНОВНАТА ДЕЙНОСТ И ФИНАНСОВАТА СТРАТЕГИЯ НА ДРУЖЕСТВАТА</b>	<b>15</b>
<b>9.4. ЗА ПРОМЕНИ В СЪСТАВА НА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ, ПЕРСОНАЛА И УСЛОВИЯТА ПО ТРУДОВИТЕ ДОГОВОРИ</b>	<b>15</b>
<b>9.5. ЗА ПОЛИТИКАТА ПРИ РАЗПРЕДЕЛЯНЕ НА ДИВИДЕНТИ</b>	<b>15</b>
<b>9.6. ВЪЗДЕЙСТВИЕ, КОЕТО ПРЕДЛОЖЕНИЕТО МОЖЕ ДА ОКАЖЕ ВЪРХУ СЛУЖИТЕЛИТЕ И МЯСТОТО НА ДЕЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВАТА</b>	<b>16</b>
<b>9.7. СТРАТЕГИЧЕСКИТЕ ПЛАНОВЕ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ДРУЖЕСТВАТА</b>	<b>16</b>
9.7.1. РЕЗЮМЕ	16
9.7.2. ОПИСАНИЕ НА КЛЮЧОВИТЕ МОМЕНТИ НА СТРАТЕГИЧЕСКИЯ ПЛАН	16
9.7.3. НЕОБХОДИМИ РЕСУРСИ (ПЕРСОНАЛ, ТЕХНОЛОГИЯ, ФИНАНСИ И ТЯХНОТО ОСИГУРЯВАНЕ)	16
9.7.4. ОПИСАНИЕ НА ДЕЙНОСТТА ЗА ПЕРИОД ОТ 5 ГОДИНИ	17
9.7.5. АНАЛИЗ НА СРЕДАТА – КОНКУРЕНТНИ ПРЕДИМСТВА, КОНТРАГЕНТИ (КЛИЕНТИ, ДОСТАВЧИЦИ), КОНКУРЕНТИ И КОНКУРЕНТНИ ЦЕНИ, ПАЗАРЕН ПОТЕНЦИАЛ И ОБЕМ, РАСТЕЖ НА ПАЗАРА	17
9.7.6. МАРКЕТИНГОВ ПЛАН – ЦЕЛЕВИ СЕГМЕНТИ, СТРАТЕГИЯ ЗА ОБХВАЩАНЕ НА ПАЗАРА, ПЛАН НА ПРОДАЖБИТЕ, ДИСТРИБУЦИЯ И РЕКЛАМА	18
9.7.7. ОРГАНИЗАЦИЯ И УПРАВЛЕНИЕ	18
9.7.8. ИНВЕСТИЦИИ	19
9.7.9. ОЧАКВАНИ РЕЗУЛТАТИ	19
9.7.10. ВРЕМЕНИ ГРАФИК – ФАЗИ НА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА СТРАТЕГИЯТА	20
<b>X. РЕД ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ И НАЧИН ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА</b>	<b>20</b>
<b>10.1. РЕД ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ</b>	<b>20</b>
<b>10.2. МЯСТО, КЪДЕТО ПРИЕЛИТЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕТО АКЦИОНЕРИ ПОДАВАТ ПИСМЕНО ЗАЯВЛЕНИЕ ЗА НЕГОВОТО ПРИЕМАНЕ И ДЕПОЗИРАТ УДОСТОВЕРИТЕЛНИТЕ ДОКУМЕНТИ ЗА ПРИТЕЖАВАНИТЕ АКЦИИ</b>	<b>21</b>
<b>10.3. ВРЕМЕ НА ПРИЕМАНЕ НА ЗАЯВЛЕНИЯТА В РАМКИТЕ НА СРОКА НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ</b>	<b>22</b>
<b>10.4. СРОК ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ</b>	<b>22</b>
<b>10.5. НАЧИН НА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ</b>	<b>23</b>
<b>10.6. РАЗХОДИ ЗА АКЦИОНЕРИТЕ, ПРИЕЛИ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ</b>	<b>23</b>
<b>XI. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРИЛОЖИМИЯ РЕД, АКО ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ. КОНКУРЕНТНО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ</b>	<b>24</b>
<b>XII. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ВЪЗМОЖНОСТТА ПРИЕМАНЕТО НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ДА БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРИЕЛИЯ ГО АКЦИОНЕР СЪГЛАСНО ЧЛ. 156, АЛ. 1 ЗППЦК</b>	<b>25</b>

<b>XIII. Място, където годишните финансови отчети на предложителя за последните три години са достъпни за акционерите на дружеството – обект на търгово предложение и където може да се получи допълнителна информация за предложителя и неговото предложение .....</b>	<b>25</b>
<b>XIV. Обща сума на разходите на предложителя по осъществяване на предложението, извън средствата за закупуване на акциите .....</b>	<b>26</b>
<b>XV. Интернет страница на информационната агенция, където Търговият предложител ще публикува съобщение за търговото предложение, съществените му условия по чл. 151, ал. 4 от ЗППЦК и становището на управителния орган на публичното дружество – обект на търговото предложение относно придобиването, и резултата от търговото предложение.....</b>	<b>26</b>
<b>XVI. Други данни или документи, които по преценка на предложителя имат значение за осъществяване на търговото предложение.....</b>	<b>26</b>
<b>XVII. Отговорност на упълномощения инвестиционен посредник съгласно чл. 150, ал. 5 от ЗППЦК .</b>	<b>27</b>
<b>XVIII. Допълнителна информация.....</b>	<b>27</b>
<b>XIX. Приложимо право относно договорите между предложителя и акционерите при приемане на търговото предложение и компетентния съд.....</b>	<b>27</b>
<b>XX. Обосновка за предлаганата цена на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД ...</b>	<b>28</b>
<b>20.1. Резюме на данните от оценката .....</b>	<b>28</b>
20.1.1. Цената, предложена от търговия предложител.....	28
20.1.2. Изчислената справедлива цена на акциите.....	28
20.1.3. Стойност на акциите, изчислена съгласно всеки метод и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена на акция .....	28
20.1.4. Стойност на неоперативните активи.....	28
20.1.5. Среднопретеглена пазарна цена за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението и друга информация .....	28
20.1.6. Информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно:.....	29
20.1.7. Информация дали през последните 12 месеца е изготвяна и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител .....	30
20.1.8. информация, че комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни.....	30
20.1.9. Дата на обосновката и срок на валидност.....	30
20.1.10. друга информация за цените на акциите, която заявителят смята за съществена .....	30
<b>20.2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА .....</b>	<b>30</b>
20.2.1. Основна информация за “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД .....	30
20.2.2. Характеристика на оценяваното дружество в исторически план .....	31
20.2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви .....	31

20.2.2.3. Задължения .....	35
20.2.2.4. Приходи и разходи.....	36
20.2.2.5. Финансови коефициенти.....	38
20.2.2.5. Характеристика на силните и слабите страни в сравнение с конкурентите (SWOT анализ) .....	39
20.2.3. Рискови фактори.....	39
20.2.4. Икономически тенденции и условия в България и по света, относими към дейността на Дружеството .....	40
<b>20.3. Избор на методи за определяне на справедливата стойност на акциите.....</b>	<b>44</b>
<b>20.4. Резултати от направената оценка по различните методи .....</b>	<b>45</b>
20.4.1. Метод на дисконтираните нетни парични потоци.....	45
20.4.1.1. Въведение .....	45
20.4.1.2. Приходи .....	47
20.4.1.3. Себестойност на продадената продукция.....	49
20.4.1.4. Разходи за дистрибуция.....	51
20.4.1.5. Административни разходи .....	52
20.4.1.6. Други приходи/разходи, нетно.....	53
20.4.1.7. Резултат от оперативна дейност (ЕБИТ).....	53
20.4.1.8. Инвестиции и амортизация .....	54
20.4.1.9. Нетен оборотен капитал.....	56
20.4.1.10. Норма на дисконтиране.....	58
20.4.1.11. Дългосрочен ръст (g).....	65
20.4.1.12. Краен резултат.....	66
20.4.2. Метод на нетната балансова стойност на активите.....	67
<b>20.5. Разгледани, но неизползвани методи .....</b>	<b>67</b>
20.5.1. Метод на пазарните множители на дружествата аналози .....	67
20.5.2. Средна претеглена цена.....	68
<b>20.6. Обосновка на теглата на оценъчните методи .....</b>	<b>69</b>
<b>20.7. Справедлива стойност на акциите на Дружеството съгласно методите за оценка .....</b>	<b>71</b>
<b>20.8. Систематизирана финансова информация.....</b>	<b>71</b>
<b>20.9. Източници на използваната в обосновката информация .....</b>	<b>73</b>

## **I. Вид на търговото предложение и цел на придобиването на акциите. Данни за търговия предлагател.**

### **1.1. Вид на търговото предложение и цел на придобиването на акциите.**

На основание чл. 149, ал. 6, предложение второ, във връзка с чл. 149, ал. 2, т. 1 и във връзка с чл. 149а, ал. 1 и ал. 3 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), PABOLUX S.A. (PABOLUX S.A., „Търговият предлагател“ или „Предложителят“) отправя настоящото Търгово предложение („Търговото предложение“) за закупуване акциите на останалите акционери в "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД ("ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД, „Дружеството“ или „Дружеството-обект на търговото предложение“).

Търговият предлагател притежава общо 5,310,883 броя обикновени, безналични акции с право на глас, представляващи 92.40% от капитала и от гласовете в Общото събрание на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД, от които:

- Пряко 3,403,594 броя акции, представляващи 59.22% от капитала и от гласовете в общото събрание на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД; и
- Непряко 1,907,289 броя акции, представляващи 33.18% от капитала и от гласовете в общото събрание на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД, при условията на чл. 149, ал. 2, т. 1 от ЗППЦК.

Горепосочения брой акции, съответно дял от капитала и от гласовете в общото събрание на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД, както и възникването на задължението си по чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК, съответно правото по чл. 149а, ал. 1 от ЗППЦК за отправяне на търгово предложение са възникнали в резултат на:

1. сключено на 28.06.2018 г. споразумение за следване на обща политика по управление на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД, чрез съвместно упражняване на притежаваните права на глас с PADILUX S.A., притежаваш общо 1,907,289 броя акции или 33.18 на сто от капитала на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД.
2. сключена на 28.06.2018г. (след подписване на посоченото в т. 1 споразумение) извънборсова сделка за покупка на 1 398 425 акции, представляващи 24.33% от капитала и от гласовете в Общото събрание на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД.

С настоящото Търгово предложение PABOLUX S.A. изпълнява задължението си по чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК и упражнява правото си по чл. 149а, ал. 1 от ЗППЦК да отправи търгово предложение за закупуване на акциите на останалите акционери на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД.

Търговият предлагател не е осъществявал предишно търгово предлагане.

Търговият предлагател заявява, че щом са налице законовите условия за това, възнамерява да поиска отписването на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД от регистъра на публичните дружества, воден от Комисията за финансов надзор („КФН“).

Съгласно ЗППЦК и след изтичане на срока за приемане на настоящото Предложение, “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД може да престане да бъде публично дружество.

## **1.2. ДАННИ ЗА ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ.**

### **1.2.1. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.**

**PABOLUX S.A.** е вписано в търговския регистър Люксембург по фирмено дело № В38795, със седалище и адрес на управление: 231, Вал де Бонс Маладес, L - 2121 Люксембург – Кирхберг, тел.: +302 106 248 700, електронен адрес (e-mail) info@zeritisgroup.com; електронна страница в интернет (web-site): *няма*; предмет на дейност: *холдингово дружество*.

Към датата на регистрация на настоящото търгово предложение PABOLUX S.A. е с капитал в размер на 2,400,000 долара, който е напълно изплатен.

### **1.2.2. ИНФОРМАЦИЯ ЗА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.**

**PABOLUX S.A.** е с едностепенна система на управление и се управлява от Борд на директорите.

Членовете на Борда на директорите са:

- **Георгиос-Анаргирос Криациотис**, позиция: Председател на Борда на директорите; служебен адрес: Гърция, 16674, Атина, Глифада, ул. Маноли Димела 67;
- **Димитриос-Александрос Зеритис**, позиция: Директор; служебен адрес: Гърция, 14671, Атина, Неа Еретриа, Национален път, 18-и км, ул. Варипопи 10;
- **Георгиос-Анастасиос Зеритис**, позиция: Директор; служебен адрес: Гърция, 14671, Атина, Неа Еретриа, Национален път, 18-и км, ул. Варипопи 10;

Дружеството се представлява заедно от всеки двама от членовете на Борда на директорите.

### **1.2.3. ИНФОРМАЦИЯ ЗА КОНТРОЛА НАД ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ.**

Няма лица, които да притежават, пряко или чрез свързани лица повече от 5% от гласовете в Общото събрание на PABOLUX S.A.

Няма лица, които упражняват контрол върху Търговия предложител.

Доколкото е известно на търговия предложител, не са налице споразумения за упражняване на правото на глас в общото събрание на PABOLUX S.A.

## **II. ДАННИ ЗА УПЪЛНОМОЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК.**

Упълномощеният инвестиционен посредник за настоящото Търгово предложение е „ЕЛАНА Трейдинг“ АД, („Посредника“), с ЕИК: 831470130 и седалище и адрес на управление: гр.

София, район „Средец“, ул. „Кузман Шапкарев“ №4, извършващо дейност като инвестиционен посредник въз основа на Решение № 171-ИП/08.03.2006 г. на Комисията за финансов надзор.

Координатите за връзка с инвестиционния посредник са:

- **адрес за кореспонденция:** гр. София 1756, ул. Лъчезар Станчев 5, Софарма Бизнес Тауърс, кула Б;
- **телефон:** (02) 810 00 00;
- **факс:** (02) 958 15 23;
- **електронен адрес (e-mail):** [inv\\_banking@elana.net](mailto:inv_banking@elana.net);
- **електронна страница в Интернет (web-site):** [www.elana.net](http://www.elana.net)

### III. ДАННИ ЗА ДРУЖЕСТВОТО – ОБЕКТ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.

#### 3.1. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ДРУЖЕСТВОТО.

“ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, ЕИК 822104867, със седалище и адрес на управление: България, гр. Белово 4470, ул. “Дъбравско шосе” 1А и с предмет на дейност: *производство на хартия и изделия от нея, търговия и пласмент в страната и в чужбина, производство, търговия и пласмент на опаковъчни материали, отдаване под наем на дълготрайни активи и други незабранени със закон дейности.*

- **телефон:** +359 3581 2105, +359 3581 2653;
- **факс:** +359 3581 2110;
- **електронен адрес (e-mail):** [office@belana.bg](mailto:office@belana.bg);
- **електронна страница в Интернет (web-site):** [www.belana.bg](http://www.belana.bg);

Наименованието на дружеството е “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ - БЕЛОВО” АД, гр. Белово. От вписването на дружеството в Търговския регистър като акционерно дружество, то веднъж е сменило наименованието си от “КМХ Белово” АД на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ - БЕЛОВО” АД, гр. Белово. Промяната в наименованието е вписана в Търговския регистър с решение № 501 от 24.02.1998 г. на Пазарджишкият окръжен съд.

„ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ - БЕЛОВО” АД е вписано в Търговския регистър като акционерно дружество по ф. д. № 1650/91 по описа на Пазарджишки окръжен съд, ЕИК 822104867, данъчен № 1134000038.



Регистрираният капитал на Дружеството в размер на 5,747,741 лева е разпределен в 5,747,741 броя безналични поименни акции с номинал 1 лев всяка една от тях. През последните три години не са извършвани промени в капитала на дружеството.

От учредяването си до момента Дружеството не е било обект на преобразувания и на консолидация.

От учредяването си до момента Дружеството няма дъщерни дружества, не е осъществявало прехвърляне на предприятието, няма заведени молби за производство по несъстоятелност.

### **3.2. ИНФОРМАЦИЯ ЗА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ НА ДРУЖЕСТВОТО.**

Дружеството “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД е с едностепенна система на управление и към датата на регистриране на настоящото търгово предложение Съветът на директорите на дружеството е в следния състав:

**Константинос Караянис** – Председател на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Димитриос Зеритис** – Зам.-Председател на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Георгиос Зеритис** - Зам.-Председател на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Теодора Халачева** – Член на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Михаил Тамиолакис** - Член на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Николаос Сарис** - Член на СД; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

Съветът на Директорите е упълномощил:

**Калин Евгениев Йонов**; служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

**Радослав Маринов Пашов**, служебен адрес: България, гр. Белово - 4470, ул.“Дъбравско шосе” 1А;

за прокуристи на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

Дружеството се представлява по следния начин: 1. От членовете на Съвета на директорите **Димитриос Александрос Зеритис** и **Георгиос Анастасиос Зеритис** само заедно. 2. От упълномощените прокуристи **Калин Евгениев Йонов** и **Радослав Маринов Пашов** само заедно.

#### IV. УЧАСТИЕ НА ТЪРГОВИЯТ ПРЕДЛОЖИТЕЛ В ГЛАСОВЕТЕ НА ОБЩОТО СЪБРАНИЕ НА ДРУЖЕСТВОТО – ОБЕКТ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.

##### 4.1. ПРИТЕЖАВАНИ ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ АКЦИИ И НАЧИН НА ПРИДОБИВАНЕТО ИМ.

Търговият предложител PAVOLUX S.A., притежава пряко 3,403,594 броя обикновени, безналични акции с право на глас, представляващи 59.22% от капитала и от гласовете в общото събрание на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

Всяка обикновена безналична акция дава на предложителя право на глас, право на дивидент и право на ликвидационен дял, съразмерно с номиналната стойност.

Търговият предложител е придобил горепосочените акции, както следва:

Таблица 1: Притежавани пряко от търговия предложител акции на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

Вид на сделката/сделките	Дата/период	Брой придобити /прехвърлени акции	Дял от гласовете в ОСА	Брой акции след транзакцията	Дял от гласовете в ОСА след транзакцията
Покупки на БФБ	ноември 1998-юли 1999	56 537	0.98%	56 537	0.98%
Покупки на БФБ	ноември 1999-юли 2001	10 024	0.17%	66 561	1.15%
Покупка извън регулиран пазар	29.10.2001	1 152 241	20.04%	1 218 802	21.20%
Покупка на БФБ	14.11.2001	31 612	0.54%	1 250 414	21.75%
Продажба извън регулиран пазар	07.04.2003 г.	-100 000	-1.73%	1 150 414	20.01%
Покупка извън регулиран пазар	22.04.2003 г.	1 671 509	29.08%	2 821 923	49.09%
Продажба извън регулиран пазар	13.09.2006 г.	-816 754	14.21%	2 005 169	34.88%
Покупка извън регулиран пазар	28.06.2018 г.	1 398 425	24.33%	3 403 594	59.22%

##### 4.2. ПРИТЕЖАВАНИ ОТ ЧЛЕНОВЕТЕ НА УПРАВИТЕЛНИТЕ И КОНТРОЛНИ ОРГАНИ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ АКЦИИ И НАЧИН НА ПРИДОБИВАНЕТО ИМ.

Членовете на Съвета на директорите на Търговия предложител не притежават пряко, чрез свързани лица или непряко по чл.149, ал. 2 от ЗППЦК, акции от капитала на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

##### 4.3. ПРИТЕЖАВАНИ ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ АКЦИИ ЧРЕЗ СВЪРЗАНИ ЛИЦА ИЛИ НЕПРЯКО, ПО ЧЛ. 149, АЛ. 2 ОТ ЗППЦК

Търговият предложител не притежава акции от капитала на Дружеството чрез свързани лица.

На 28.06.2018г. Търговият предложител PAVOLUX S.A. е сключил споразумение за следване на обща политика по управление на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД с PADILUX S.A., в качеството

му на акционер, притежаващ 1,907,289 броя акции, представляващи 33.18% от капитала на Дружеството.

#### **4.3.1. ИНФОРМАЦИЯ ЗА PADILUX S.A.**

PADILUX S.A. е вписано в търговския регистър Люксембург по фирмено дело № В49032, със седалище и адрес на управление: 231, Вал де Бонс Маладес, L - 2121 Люксембург – Кирхберг, телефон: *няма*; електронен адрес (e-mail): *info@zeritisgroup.com*; електронна страница в интернет (web-site): *няма*; предмет на дейност: *холдингово дружество*.

Към датата на регистрация на настоящото търгово предложение PADILUX S.A. е с капитал в размер на 2,435,553.88 евро.

#### **4.3.2. ИНФОРМАЦИЯ ЗА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ НА PADILUX S.A.**

**PADILUX S.A.** е с едностепенна система на управление и се управлява от Борд на директорите.

Членовете на Борда на директорите са:

- **Георгиос-Анаргирос Криациотис**, позиция: Председател на Борда на директорите; служебен адрес: Гърция, 16674, Атина, Глифада, ул. Маноли Димела 67;
- **Димитриос-Александрос Зеритис**, позиция: Директор; служебен адрес: Гърция, 14671, Атина, Неа Еретриа, Национален път, 18-и км, ул. Варипопи 10;
- **Георгиос-Анастасиос Зеритис**, позиция: Директор; служебен адрес: Гърция, 14671, Атина, Неа Еретриа, Национален път, 18-и км, ул. Варипопи 10;

Дружеството се представлява заедно от всеки двама от членовете на Борда на директорите.

#### **4.3.3. ИНФОРМАЦИЯ ЗА КОНТРОЛА НАД PADILUX S.A.**

Няма лица, които да притежават, пряко или чрез свързани лица повече от 5% от гласовете в Общото събрание на PADILUX S.A.

Няма лица, които упражняват контрол върху PADILUX S.A.

Доколкото е известно на търговия предложител, не са налице споразумения за упражняване на правото на глас в общото събрание на PADILUX S.A.

#### **4.3.4. ПРИТЕЖАВАНИ ОТ PADILUX S.A. АКЦИИ И НАЧИН НА ПРИДОБИВАНЕТО ИМ.**

PADILUX S.A. е придобил горепосочените акции, както следва:

Таблица 2: Притежавани пряко от PADILUX S.A. акции на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД:

Вид на сделката	Дата	Брой придобити /прехвърлени акции	Дял от гласовете в ОСА	Брой акции след транзакцията	Дял от гласовете в ОСА след транзакцията
Покупка на БФБ-София	19.06.1998 г.	5 705	0.09%	5 705	0.09%
Покупка на БФБ-София	24.6.1998 г.	44 880	0.78%	50 585	0.88%
Покупка на БФБ-София	13.4.2000 г.	119	0.00%	50 704	0.88%
Покупка извън регулиран пазар	29.10.2001 г.	901 830	15.69%	952 534	16.57%
Покупка извън регулиран пазар	07.04.2003 г.	100 000	1.73%	1 052 534	18.31%
Покупка извън регулиран пазар	22.04.2003 г.	1 671 509	29.08%	2 724 043	47.39%
Продажба извън регулиран пазар	13.09.2006 г.	-816 754	14.21%	1 907 289	33.18%

Членовете на Съвета на директорите на PADILUX S.A. не притежават пряко, чрез свързани лица или непряко по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, акции от капитала на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

#### 4.4. Данни за акциите, които Предложителят не притежава и иска да придобие

Търговият предложител не притежава и иска да придобие останалите 436,858 броя обикновени, безналични, поименни акции с право на глас и ISIN код: BG11KMBEAT10, представляващи 7.60% от капитала и от гласовете в Общото събрание на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

## V. Предлагана цена на акция

PADILUX S.A. предлага да закупи акциите на останалите акционери в “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД по цена на една акция в размер на **2.25 лева /два лева и двадесет и пет стотинки/**.

Съгласно изискването на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, предлаганата цена на акция не може да бъде по-ниска от най – високата стойност измежду:

- *справедливата цена на акцията, изчислена съгласно Наредба № 41 от 2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба 41);*
- *средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението, съответно преди датата, на която най-късно е трябвало да бъде изпълнено задължението по чл. 149, ал. 1 или 6, ако търговското предложение не е регистрирано до тази дата и тази цена е по-висока от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението;*

- *най-високата цена за една акция, заплатена от предложителя, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК, през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението; в случаите, когато цената на акциите не може да бъде определена съгласно предходното изречение, тя се определя като по-високата между последната емисионна стойност и последната цена, платена от търговия предложител.*

Предлаганата цена е по-висока от справедливата цена на акция, изчислена въз основа на общоприетите оценъчни методи съгласно Наредба № 41 и посочена в обосновката на справедливата цена в т. XX по-долу.

Предлаганата цена е по-висока от среднопретеглената пазарна цена на акция за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението (която е 2.243 лв.) - съгласно чл. 150, ал. 7, т. 2 ЗППЦК.

Предлаганата цена е по-висока и от последната цена на акция, платена от търговия предложител, свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК (0.11973 лв. при сделка от 28.06.2018 г.) - съгласно чл. 150, ал. 7, т. 3 ЗППЦК.

## **VI. ПРАВА НА АКЦИОНЕРИТЕ ПО ЧЛ. 151А, АЛ. 4 ЗППЦК.**

Съгласно Устава и публичния статут на Дружеството, не съществуват ограничения върху свободното прехвърляне на акциите му и/или върху упражняването на правото на глас по тях, съответно не са и не могат да бъдат налице разпоредбите на чл. 151а от ЗППЦК, и не се дължи обезщетение от страна на търговия Предложител по посочения законов текст.

## **VII. СРОК ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Срокът за приемане на търговото предложение е 28 (двадесет и осем) дни, считано от деня, следващ деня на публикуване на съобщение за Търговото предложение и съществените му условия в специализираната финансова страница *ИнфоСток* ([www.infostock.bg](http://www.infostock.bg)).

Срокът за приемане на търговото предложение може да бъде удължен от предложителя в рамките на максимално допустимия срок от 70 дни, като същият регистрира съответните промени в КФН, представи ги на управителният орган на публичното дружество – обект на търговото предложение, както и на регулирания пазар, на който са приети за търговия акциите на дружеството и ги публикува незабавно в специализираната финансова страница *ИнфоСток* ([www.infostock.bg](http://www.infostock.bg)).

Съгласно чл. 33 от Наредба № 13, промени в търговото предложение, включително удължаване на срока за приемането му, не могат да бъдат публикувани по-късно от 10 дни преди изтичане на първоначално определения срок за приемането му. При конкурентно търгово предлагане, ако такова бъде извършено по реда и при условията на чл. 20 - 23 от

Наредба № 13, срокът по настоящото търгово предложение се счита за удължен до изтичането на срока за приемане на конкурентно предложение съгласно чл. 21, ал. 2 и 3 от Наредба № 13.

## **VIII. УСЛОВИЯ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ПРИДОБИВАНЕТО НА АКЦИИТЕ**

Търговият предложител RAVOLUX S.A. ще финансира изпълнението на сделките, сключени в резултат на приемане на настоящото търгово предложение със собствени средства.

Наличието на средства за финансирането на сделките по търговото предложение се потвърждава от предложителя с банкова референция, издадена от Union Bancaire Privee, Люксембург.

## **IX. НАМЕРЕНИЯ И СТРАТЕГИЧЕСКИ ПЛАНОВЕ НА ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ ОТНОСНО БЪДЕЩАТА ДЕЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВОТО - ОБЕКТ НА ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ И НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ, ЗА ПЕРИОД ОТ ТРИ ГОДИНИ СЛЕД СКЛЮЧВАНЕ НА СДЕЛКАТА**

### **9.1. ЗА ПРЕОБРАЗУВАНЕ ИЛИ ПРЕКРАТЯВАНЕ НА ДРУЖЕСТВАТА, КАКТО И ЗА ПРЕХВЪРЛЯНЕ НА КОНТРОЛ НА ТРЕТИ ЛИЦА**

Към момента на регистрация на Търговото предложение Търговият предложител не възнамерява да извършва преобразуване, прекратяване или да прехвърля контрола върху “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и/или RAVOLUX S.A. на трети лица.

През следващите три години Търговият Предложител ще прецени, отчитайки финансовите резултати, нуждата от финансиране за инвестиционната програма и/или покриването на задълженията на Дружеството, дали да предприеме някоя от горепосочените стъпки. Крайното решение ще зависи от преобладаващите пазарни условия и перспективите за развитие на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД към този бъдещ момент.

### **9.2. ЗА ПРОМЕНИ В РАЗМЕРА НА КАПИТАЛА НА ДРУЖЕСТВАТА**

Към датата на регистрация на Търговото предложение Търговият предложител не възнамерява да извършва промени в капитала на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и/или RAVOLUX S.A., доколкото последното е засегнато от Търговото предложение.

През следващите три години Търговият Предложител ще прецени, отчитайки финансовите резултати, нуждата от финансиране за инвестиционната програма и/или покриването на задълженията на Дружеството, дали да предприеме стъпки към увеличение на капитала на Дружеството. Крайното решение ще зависи от преобладаващите пазарни условия и перспективите за развитие на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД към този бъдещ момент.

Не се предвижда промяна в размера на капитала на PABOLUX S.A. през следващите три години.

### **9.3. ЗА ОСНОВНАТА ДЕЙНОСТ И ФИНАНСОВАТА СТРАТЕГИЯ НА ДРУЖЕСТВАТА**

Към момента на регистрация на Търговото предложение и през следващите три години, Търговият предложител не възнамерява да променя основната дейност и/или финансовата стратегия на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и PABOLUX S.A.

### **9.4. ЗА ПРОМЕНИ В СЪСТАВА НА УПРАВИТЕЛНИТЕ ОРГАНИ, ПЕРСОНАЛА И УСЛОВИЯТА ПО ТРУДОВИТЕ ДОГОВОРИ**

Към датата на регистрация на Търговото предложение, Търговият предложител не възнамерява да извършва промени в състава на управителните органи на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД. През следващите три години Търговият Предложител ще прецени, отчитайки изпълнението на заложената стратегия и бизнес план и постигнатите финансовите резултати, дали да извърши промени в състава на управителните органи на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД. Такива промени е възможно да настъпят и при изразено желание от страна на някой от сегашните членове да напусне Съвета на директорите.

Търговият предложител не възнамерява извършва промени в състава на управителните органи на PABOLUX S.A. през следващите три години.

Търговият предложител не възнамерява да извършва съществени промени в броя на служителите и условията по трудовите договори в “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД през следващите три години. Възможни са промени в условията по трудовите договори, ако законодателни промени изискват такива.

PABOLUX S.A. няма назначени служители и не възнамерява да назначава такива през следващите три години.

### **9.5. ЗА ПОЛИТИКАТА ПРИ РАЗПРЕДЕЛЯНЕ НА ДИВИДЕНТИ**

През последните 5 години “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и PABOLUX S.A. не са разпределяли дивиденди. Предложенията на Съветите на директорите за изплащане на дивиденди от Дружеството и Търговия предложител през следващите три години, които се одобряват от Общите събрания на акционерите, ще зависят от постигнатите резултати от дейността, финансовото състояние и необходимия оборотен капитал, наличието на евентуални договорни ограничения и други фактори, които бъдат преценени като съществени.

Всяко решение за бъдещо разпределяне на печалба на акционерите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и PABOLUX S.A. ще бъдат взети от Общите събрания на акционерите при съответно прилагане на законовите разпоредби

## **9.6. ВЪЗДЕЙСТВИЕ, КОЕТО ПРЕДЛОЖЕНИЕТО МОЖЕ ДА ОКАЖЕ ВЪРХУ СЛУЖИТЕЛИТЕ И МЯСТОТО НА ДЕЙНОСТ НА ДРУЖЕСТВАТА**

Търговият предложител не очаква Търговото предложение да окаже въздействие върху служителите и мястото на дейност на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД през следващите три години. PABOLUX S.A. няма назначени служители и не възнамерява да назначава такива през следващите три години, а Търговото предложение няма да окаже въздействие върху мястото на дейността му.

## **9.7. СТРАТЕГИЧЕСКИТЕ ПЛАНОВЕ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ЗА ДРУЖЕСТВАТА**

### **9.7.1. РЕЗЮМЕ**

Основната цел на Предложителя ще бъде увеличаване на приходите от продажби на Дружеството и увеличаване на рентабилността на неговата дейност чрез по-голяма ефективност на разходите, както и намаляване на задлъжнялостта и по-ефективно управление на оборотния капитал.

Не се предвиждат промени по отношение на PABOLUX S.A., доколкото дружеството няма и не възнамерява да развива друга дейност освен управление на собствеността си.

### **9.7.2. ОПИСАНИЕ НА КЛЮЧОВИТЕ МОМЕНТИ НА СТРАТЕГИЧЕСКИЯ ПЛАН**

- Увеличаване на продажбите на полуготова продукция в резултат на нарастващо търсене, излизане на част от производителите от този пазар и конкурентните цени на Дружеството;
- Увеличаване на продажбите на готова продукция в резултат на промяна на дистрибуционната политика, популяризация на марката „Белана“ и привличане на професионалисти с опит в търговския екип;
- Намаляване на разходите за суровини и материали, както и режийните разходи;
- Намаляване на нивото на задлъжнялост на Дружеството и/или реструктуриране на задълженията към финансови институции;
- Подобро управление на оборотния капитал.

Доколкото PABOLUX S.A. не извършва друга дейност освен управление на собствеността си, не се предвиждат промени по отношение на неговата стратегия.

### **9.7.3. НЕОБХОДИМИ РЕСУРСИ (ПЕРСОНАЛ, ТЕХНОЛОГИЯ, ФИНАНСИ И ТЯХНОТО ОСИГУРЯВАНЕ)**

Заетият към момента производствен персонал в "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД е достатъчен за изпълнение на стратегическия план. По отношение на продажбите, намеренията са за привличане на професионалисти със солиден опит в областта на продажбите на



потребителски стоки, които да увеличат продажбите на готова продукция.

Финансирането на дейността на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД ще се осъществява, както и до момента, чрез комбинация от собствени средства и привлечен капитал.

Доколкото не се предвижда PABOLUX S.A. да развива реална дейност, то за него няма да са необходими допълнителни ресурси (човешки, финансови и технологични).

#### **9.7.4. ОПИСАНИЕ НА ДЕЙНОСТТА ЗА ПЕРИОД ОТ 5 ГОДИНИ**

Плановете на PABOLUX S.A., като основен акционер на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, предвиждат през следващите 5 години Дружеството да продължи да се развива в основното направление, в което извършва дейността си до момента – производство на хартия и хартиени изделия.

За следващия петгодишен период PABOLUX S.A. като собственик ще продължи да осъществява гореизложената стратегия за гъвкаво управление на Дружеството с цел оптимизиране на дейността му и подобряване на финансовите резултати.

Не се предвижда PABOLUX S.A. да има друга дейност освен управлението на собствеността си.

#### **9.7.5. АНАЛИЗ НА СРЕДАТА – КОНКУРЕНТНИ ПРЕДИМСТВА, КОНТРАГЕНТИ (КЛИЕНТИ, ДОСТАВЧИЦИ), КОНКУРЕНТИ И КОНКУРЕНТНИ ЦЕНИ, ПАЗАРЕН ПОТЕНЦИАЛ И ОБЕМ, РАСТЕЖ НА ПАЗАРА**

Анализите на глобалния пазар на хартия и хартиени изделия за бита показват, че въпреки кризата и неблагоприятните условия през последните 10 години, потреблението на този тип изделия расте с високи темпове, най-вече за сметка на нововъзникващите пазари в Азия, Латинска Америка и Източна Европа, където средното потребление на човек от населението все още е значително по-ниско от това в развитите страни.

Следвайки глобалните тенденции, производството и потреблението на хартиени изделия за бита на Балканите също отчита солиден ръст от около 10% годишно. Най-големият производител, износител и потребител в региона е Турция, докато големите вносители са Гърция и Хърватска, при които над 50% от потреблението е от внос.

Секторът в България може да се раздели на два основни сегмента:

- полуготова продукция, където основни играчи са „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД и GFF Никопол, както и множество вносители, предимно от Турция. Допреди години участник в този сегмент беше и заводът в Костенец, но проблеми със собствеността и финансирането му доведоха до прекратяването на дейността му.
- Готова продукция с изключително голям брой участници, които купуват полуготова продукция и я довършват до готови изделия. „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД е единствената компания, която произвежда и полуготова, и готова продукция, което може да бъде негово основно конкурентно предимство.

Очакванията са потреблението на готова продукция в региона да продължи да расте през следващите 8-10 години, доколкото средната консумация все още е далеч от европейските нива.

Доколкото PAVOLUX S.A. няма реална дейност, то не може да се предостави информация за пазарната среда, в която действа дружеството.

#### **9.7.6. МАРКЕТИНГОВ ПЛАН – ЦЕЛЕВИ СЕГМЕНТИ, СТРАТЕГИЯ ЗА ОБХВАЩАНЕ НА ПАЗАРА, ПЛАН НА ПРОДАЖБИТЕ, ДИСТРИБУЦИЯ И РЕКЛАМА**

Маркетинговият план на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД предвижда:

- Промяна на каналите за продажби - от собствено разпространение към създаване на мрежа от дистрибутори и търговци на едро;
- Преструктуриране на търговската дейност, преструктуриране на текущите складови бази в представителства и други;
- Разработване и оптимизиране на портфейла от готови продукти;
- Подходяща комуникация и презентирание на модернизирания търговска марка, подобряване на нейната архитектура и дизайн, представяне на нови продукти;
- Подобряване на присъствието на марката „Белана“ на „рафта“ чрез търговски маркетингови дейности;

Доколкото не се предвижда PAVOLUX S.A. да извършва реална дейност, то при него не е налице маркетингов план.

#### **9.7.7. ОРГАНИЗАЦИЯ И УПРАВЛЕНИЕ**

Не се предвиждат промени в организацията и управлението на PAVOLUX S.A. и “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

Дружеството и Търговия предложител имат едностепенна система на управление, включваща Съвет на директорите.

Съветът на директорите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД изпълнява следните дейности:

- Организира и ръководи дейността на акционерното дружество в съответствие с всички действащи нормативни актове, устава на дружеството и решенията на Общото събрание;
- Осигурява изпълнение на решенията на Общото събрание на акционерите;
- Разглежда и ръководи осъществяването на корпоративната стратегия, годишния бюджет и бизнес план;
- Поставя цели, свързани с дейността на дружеството и следи за осъществяването им;

- Периодично анализира резултатите от дейността на дружеството и отчита факторите, оказващи влияние върху тези резултати;
- Следи за избягване на конфликти на интереси, взема решения за сключване на сделки със свързани лица и други;
- Осигурява прецизни системи за финансово-счетоводна дейност на дружеството, включително и независим одит, както и наличието на подходящи системи за вътрешен одит, в т.ч. системи за контрол на риска, за финансов контрол и за правен одит;
- Следи за ефективността на приетата програма за добро корпоративно управление, при която работи Дружеството, и извършва промени, при необходимост;
- Контролира процеса на оповестяване на информация и комуникацията с акционери, партньори, средства за масово осведомяване.

Бордът на директорите на PABOLUX S.A. организира и ръководи дейността на дружеството в съответствие със закона и устава на дружеството, поставя цели, свързани с дейността на дружеството и следи за осъществяването им.

#### **9.7.8. ИНВЕСТИЦИИ**

Конкретната инвестиционна програма за следващите години ще се определя и променя в зависимост от актуалната икономическа ситуация и анализите и очакванията на мениджмънта на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и PABOLUX S.A. за развитие на пазарите на Дружеството, както и от стратегията за запазване на стойността на активите на Дружеството. Финансирането на инвестиционната програма до размера на амортизационните отчисления ще е за сметка на собствени средства на Дружеството, а по-мощна програма за модернизация ще се извършва в случай, че бъде осигурено необходимото финансиране със собствен и привлечен капитал и по преценка от страна на ръководството на дружествата за целесъобразността от извършването на съответната инвестиция.

Не се предвижда инвестиционна програма по отношение на PABOLUX S.A.

#### **9.7.9. ОЧАКВАНИ РЕЗУЛТАТИ**

В резултат на описаните по-горе действия “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД следва да увеличи значително продажбите на готова и полуготова продукция, да увеличи рентабилността си и да започне да реализира печалби, да намали и/или реструктурира задълженията си към финансови институции и да управлява по-ефективно своите вземания, задължения и материални запаси.

PABOLUX S.A. като основен акционер ще следи за осъществяването на набеязаната стратегия за развитие и ще подпомага нейната реализация.

Очакваните резултати за PABOLUX S.A. могат да се изразят в увеличаване на стойността на

неговия дял в “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД вследствие на успешна реализация на горепосочената стратегия и получаване на доход от дивиденди, в случай че “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД разпределя такива.

#### **9.7.10. ВРЕМЕВИ ГРАФИК – ФАЗИ НА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА СТРАТЕГИЯТА**

“ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и RABOLUX S.A. осъществяват стратегията си за развитие, чрез одобряване и изпълнение на едногодишни бизнес планове. Няма дефинирани фази за изпълнение на стратегията, поради което двете дружества не разполагат с конкретен времеви график.

### **X. РЕД ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ И НАЧИН ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА**

#### **10.1. РЕД ЗА ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Търговото предложение се приема с изрично писмено волеизявление (по образец) до упълномощения инвестиционен посредник ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД или друг лицензиран инвестиционен посредник. При подаване на волеизявлението за приемане на Търговото предложение акционерите депозират при избрания инвестиционен посредник удостоверителните документи за притежаваните акции. За удостоверителни документи ще бъдат приемани депозитарни разписки и всички други законово признати удостоверителни документи. Волеизявлението се подава:

А. Лично от акционерите – физически лица. Български физически лица се легитимират пред инвестиционния посредник с документ за самоличност, чуждестранни физически лица - с оригиналния си чуждестранен паспорт за влизане в страната;

Б. От законните представители на акционерите – юридически лица. Български юридически лица се легитимират с удостоверение за актуално състояние, устав, декларация за действителен собственик до физическо лице съгласно ЗМИП; удостоверение или друг валиден документ, в която е регистрирано юридическото лице, от който е видно кои са действителните собственици на клиента, документ за самоличност на физическите лица – законни представители на юридическото лице; при упълномощаване - оригинал или нотариално заверен препис на изрично пълномощно и документ за самоличност на пълномощника.

Чуждестранни юридически лица се легитимират с оригинал или нотариално заверен препис на регистрационния акт и устава, декларация за действителен собственик до физическо лице съгласно ЗМИП; удостоверение или друг валиден документ според законодателството на юрисдикцията, в която е регистрирано юридическото лице, от който е видно кои са действителните собственици на клиента, документ за самоличност на физическите лица – законни представители на юридическото лице; при

упълномощаване – оригинал или нотариално заверен препис на изрично пълномощно и документ за самоличност на пълномощника.

Заявлението се подава: 1) лично или чрез изрично упълномощено лице с нотариално заверено пълномощно; 2) чрез инвестиционен посредник, с който акционерът има сключен писмен договор за предоставяне на инвестиционни услуги, отговарящ на изискванията на чл.24, ал.1 от Наредба №38 на КФН за изискванията към дейността на инвестиционните посредници (НИДИП) и при който акционерите са подали писменото волеизявление за приемане на Търговото предложение и удостоверителните документи за притежаваните акции; 3) чрез инвестиционен посредник, с който акционерът има сключен договор за управление на индивидуален портфейл.

При подаване на волеизявлението за приемане до ИП „ЕЛАНА Трејдинг“ АД чрез инвестиционен посредник се изисква декларация от инвестиционния посредник, че е снета самоличността на акционера и неговия пълномощник (в случай на подаване на волеизявлението чрез пълномощник) съгласно правилата, споменати по-горе. Към изявлението на Търговото предложение се прилагат и удостоверителните документи за притежаваните безналични акции от капитала на Дружеството – депозитарна разписка или друг документ, удостоверяващ наличието и собствеността върху акциите. В случаите, в които акционер подава заявление за приемане директно до ИП „ЕЛАНА Трејдинг“ АД и когато правилникът на „Централен Депозитар“ АД го изисква, ще се изисква и попълване на нареждане за прехвърляне на ценните книжа на приемащия акционер по негова подсметка при ИП „ЕЛАНА Трејдинг“ АД.

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

Писмените заявления и документите се приемат в офисите на всички инвестиционни посредници (които на свой ред предават обобщена информация към ИП „ЕЛАНА Трејдинг“ чрез форма-образец), или директно на адресите на Центровете за обслужване на клиенти на ИП „ЕЛАНА Трејдинг“ АД:

<b>Център за обслужване на клиенти - "Софарма Бизнес Тауърс" - София</b> Софарма Бизнес Тауърс, ул. "Лъчезар Станчев" 5, /до КАТ/, Кула Б, партер Телефони: (02) 810 00 65, Факс: (02) 958 15 23 e-mail: <a href="mailto:info@elana.net">info@elana.net</a>	<b>Инвестиционен център ЕЛАНА - "Раковски" – София</b> София 1000, ул. "Г.С. Раковски " № 96 - до Театър Българска армия и близо до ъгъла на ул.Г.С.Раковски"с бул."Цар Освободител". Телефони: (02) 810 00 60, 810 00 61, 810 00 62 e-mail: <a href="mailto:info@elana.net">info@elana.net</a>
--	--

<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Пловдив</b> Пловдив 4000, ул. "Хан Кубрат" 1, Делови Център Пловдив (партер) Телефони: (032) 626 428, (032) 275 657 e-mail: <a href="mailto:plovdiv@elana.net">plovdiv@elana.net</a></p>	<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Варна</b> Варна 9000, бул. "Сливница" 8 Телефони: (052) 608 241, (052) 608 243, Факс: (052) 608 242 e-mail: <a href="mailto:varna@elana.net">varna@elana.net</a></p>
<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Плевен</b> Плевен 5800, Бизнес център "Престиж", ул. "Св. св. Кирил и Методий" №18, партер Телефони: (064) 840 114, (0887) 556 669 e-mail: <a href="mailto:pleven@elana.net">pleven@elana.net</a></p>	<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Шумен</b> Шумен 9700, ул. "Рафаил Попов" 2 Телефони: (054) 800536; 800535; 862260 Факс: (054) 800 536 e-mail: <a href="mailto:shumen@elana.net">shumen@elana.net</a></p>
<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Русе</b> Русе 7000, ул. "Воден" 12 Телефон: (082) 825 814 e-mail: <a href="mailto:ruse@elana.net">ruse@elana.net</a></p>	<p><b>Инвестиционен център ЕЛАНА - Бургас</b> Бургас 8000, ул. "Лермонтов" 32 Телефони: (056) 825 238, 0888 454 184 e-mail: <a href="mailto:burgas@elana.net">burgas@elana.net</a></p>

За повече информация: [www.elana.net](http://www.elana.net)

### 10.3. ВРЕМЕ НА ПРИЕМАНЕ НА ЗАЯВЛЕНИЯТА В РАМКИТЕ НА СРОКА НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Време на приемане на заявления в рамките на Търговото предложение от упълномощения инвестиционен посредник ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД - всеки работен ден от 9.00-16.00 часа. При приемане на Търговото предложение чрез друг инвестиционен посредник – според работното време с клиенти на избрания посредник.

### 10.4. СРОК ЗА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ

Търговият предложител заплаща цената на акциите на приелите предложението акционери в срок до 7 работни дни след изтичане на срока за приемане на Предложението.

Сделката по придобиване на акции на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД в резултат на приемане на търговото предложение се счита сключена към момента на изтичане на срока за неговото приемане, съответно на удължения от предложителя срок по чл.155, ал.4 от ЗППЦК /ако има такъв/ или при конкурентно търгово предлагане /ако има такава/ - на удължения срок по чл. 21, ал. 2 и 3 от Наредба № 13, и ако до този момент акционерът, приел търговото предложение не е подал писмено заявление за неговото оттегляне.

### **10.5. НАЧИН НА ЗАПЛАЩАНЕ НА ЦЕНАТА ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ**

Придобитите в резултат на Търговото предложение акции се заплащат от ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД за сметка на Предложителя в срок до 7 работни дни след сключване на сделката съгласно т. 10.4. Цената на придобитите акции на приелите Предложението чрез друг инвестиционен посредник акционери се заплаща от ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД по обща банкова сметка за съхранение на клиентски парични средства на инвестиционния посредник, приел от акционера изявлението за приемане на Търговото предложение и удостоверителните документи за притежаване на акциите.

Цената на придобитите акции на приелите Предложението чрез ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД акционери се заплаща по обща банкова сметка за съхранение на клиентски парични средства на ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД с IBAN: BG70BPBI79421032765004, BIC: BPBIBGSF при Юробанк България АД.

След заверяване на банковата сметка на съответния инвестиционен посредник, приел заявлението за приемане на Търговото предложение, акционерът може да получи дължимите му суми или по посочена от него в заявлението за приемане банкова сметка, или в брой при спазване на нормативно установените ограничения.

Разплащанията с акционерите, чиито активи се съхраняват при банка депозитар или банка попечител, се извършват чрез съответната банка депозитар или банка попечител.

Правото на акционерите да получат цената на акциите се погасява след изтичане на общия 5-годишен давностен срок.

Цената на акциите на акционерите, приели Търговото предложение, които не са посочили банкова сметка в заявлението за приемане, се заприходява по тяхна аналитична счетоводна сметка при съответния инвестиционен посредник и се заплаща на лицето при явяването му в офиса на посредника при спазване на ограниченията за разплащания в брой или при посочване от акционера на банкова сметка. Заприходяването на средствата по посочена банкова сметка или по аналитична счетоводна клиентска сметка при съответен инвестиционен посредник е достатъчно основание за констатиране за заплащане на цената по Търговото предложение. В случая на средства по аналитична счетоводна клиентска сметка съответният клиент не е обвързан с давностен срок за своето явяване и даване на указания за разпореждането с тези средства. Средствата по аналитична счетоводна клиентска сметка са собственост на клиента, титуляр на тази сметка и същия може да се разпорежи с тях без отчитане на давностен срок във връзка със сделката по Търговото предложение.

### **10.6. РАЗХОДИ ЗА АКЦИОНЕРИТЕ, ПРИЕЛИ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Комисионата, която ще се удържа от акционерите във връзка с подаването на изявлението за приемане на Търговото предложение, ще зависи от тарифата или от предвидените

комисиони на инвестиционния посредник, чрез който се подава волеизявлението за приемане.

Комисионата на упълномощения инвестиционен посредник ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД, събирана от приелите директно при него Търговото предложение акционери, ще бъде в размер на 1% върху сумата на сделката, но не по-малко от 20 лв. за всяка сделка.

#### **XI. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРИЛОЖИМИЯ РЕД, АКО ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ. КОНКУРЕНТНО ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ.**

След публикуването му търговото предложение може да бъде оттеглено от търговия предводител, при условията на чл. 155, ал. 1 от ЗППЦК и чл. 38, ал. 1 - 3 от Наредба № 13 - когато предложението не може да бъде осъществено поради обстоятелства, намиращи се извън контрола на предводител; не е изтекъл срока за приемането му и е налице одобрение от страна на КФН.

В деня на регистрация на оттеглянето на търговото предложение в КФН, търговия предводител ще уведоми за това Съвета на директорите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и БФБ.

В 7-дневен срок от уведомяването за издаденото одобрение от КФН, предводител публикува в специализираната финансова страница ИнфоСток ([www.infostock.bg](http://www.infostock.bg)) съобщение за оттеглянето на предложението.

Не по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемане на конкурентно търгово предложение /ако има такова/, съгласно чл. 38, ал. 7 във вр. чл. 39 Наредба № 13 търговия предводител може да оттегли настоящото търгово предложение чрез приемане на конкурентното, като регистрира оттеглянето в КФН и уведоми за оттеглянето Съвета на директорите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, БФБ, ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД и Централния депозитар. В този случай до края на работния ден, следващ регистрацията и уведомяването по предходното изречение, Търговия предводител публикува съобщение за оттеглянето на търговото предложение в специализираната финансова страница ИнфоСток ([www.infostock.bg](http://www.infostock.bg)).

В този случай всеки акционер на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, приел предложението, или негов изрично упълномощен пълномощник може да получи депозирани удостоверителни документи в офисите на инвестиционния посредник, чрез който е подал волеизявлението за приемане на Търговото предложение. В случая на акционер, приел Предложението през ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД, връщането може да бъде извършено всеки работен ден от 9.00-16.00 часа. Връщането става срещу представяне на заявление (свободен текст), документ за самоличност, удостоверение за актуално състояние от Агенцията по вписванията – за юридическите лица, както и нотариално заверено изрично пълномощно – за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.



## **XII. ИНФОРМАЦИЯ ЗА ВЪЗМОЖНОСТТА ПРИЕМАНЕТО НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ДА БЪДЕ ОТТЕГЛЕНО ОТ ПРИЕЛИЯ ГО АКЦИОНЕР СЪГЛАСНО ЧЛ. 156, АЛ. 1 ЗППЦК**

Приемането на предложението може да бъде оттеглено от акционер на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД (или негов пълномощник с изрично нотариално заверено пълномощно), само преди изтичане на определения 28-дневен срок за приемане на предложението, съответно на удължения срок по чл. 155, ал. 4 от ЗППЦК /ако има такъв/ или по чл. 21, ал. 2 и 3 от Наредба № 13 /ако има публикувано конкурентно търгово предложение/.

Приемането на предложението може да бъде оттеглено с подаване на изрично писмено волеизявление за оттегляне на приемането /по образец на заявление за оттегляне на ИП „ЕЛАНА Трейдинг” АД, достъпен на Интернет страницата на посредника/. Писмените волеизявления се подават в офисите на инвестиционния посредник, в който акционера е направил волеизявление за приемане, а инвестиционният посредник от своя страна предоставя незабавно волеизявлението за оттегляне на „ЕЛАНА Трейдинг” АД. Връщането на депозираните удостоверителни документи става срещу представяне на документ за самоличност, удостоверение за актуална съдебна регистрация – за юридическите лица, както и нотариално заверено изрично пълномощно – за пълномощниците. Връщането на документите не е ограничено със срок.

При подаване на валидно писмено заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение, на същото място, където е подадено заявлението за приемане на предложението, депозираните удостоверителни документи за притежаваните акции от капитала на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД се връщат веднага на приелия предложението акционер, съответно на негов пълномощник, овластен с изрично нотариално заверено пълномощно. В случай, че заявлението за оттегляне на приемането на търговото предложение е подадено чрез друг инвестиционен посредник, последният предава на „ЕЛАНА Трейдинг” АД незабавно, но не по-късно от края на работния ден по факс копие от заявлението за оттегляне на приемането. Инвестиционният посредник предава на „ЕЛАНА Трейдинг” АД оригиналното заявление най-късно до изтичане на срока за приемане на търговото предложение по т. VII по-горе с приложените документи за легитимация и представяване по т. 10.1. по-горе. Заявлението за оттегляне на приемането 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.

След изтичане на срока за приемане на предложението по т. VII, акционерът не може да оттегли писменото си заявление за приемане на предложението и сделката за покупко-продажба на акции в резултат на търговото предлагане се счита за сключена.

## **XIII. Място, където годишните финансови отчети на предложителя за последните три години са достъпни за акционерите на дружеството – ОБЕКТ НА ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ И**

## **КЪДЕТО МОЖЕ ДА СЕ ПОЛУЧИ ДОПЪЛНИТЕЛНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ И НЕГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Допълнителна информация за Търговия предводител (вкл. годишните финансови отчети за 2015 г., 2016 г. и 2017 г.) и неговото предложение са достъпни за акционерите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД на горепосочените адреси на ИП „ЕЛАНА Трејдинг” АД и “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

## **XIV. ОБЩА СУМА НА РАЗХОДИТЕ НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ПО ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО, ИЗВЪН СРЕДСТВАТА ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ**

Общата сума на разходите, свързани с настоящото Търгово предложение, извън средствата, необходими за закупуването на акциите, се очаква да възлезе на приблизително 20 000 лева, включително възнаграждение за инвестиционен посредник, както и всички останали разходи, свързани с регистрацията и оповестяването на Търговото предложение.

## **XV. ИНТЕРНЕТ СТРАНИЦА НА ИНФОРМАЦИОННАТА АГЕНЦИЯ, КЪДЕТО ТЪРГОВИЯТ ПРЕДЛОЖИТЕЛ ЩЕ ПУБЛИКУВА СЪОБЩЕНИЕ ЗА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ, СЪЩЕСТВЕНИТЕ МУ УСЛОВИЯ ПО ЧЛ. 151, АЛ. 4 ОТ ЗППЦК И СТАНОВИЩЕТО НА УПРАВИТЕЛНИЯ ОРГАН НА ПУБЛИЧНОТО ДРУЖЕСТВО – ОБЕКТ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ ОТНОСНО ПРИДОБИВАНЕТО, И РЕЗУЛТАТА ОТ ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Съгласно изискванията на ЗППЦК, Търговият предводител RABOLUX S.A. ще публикува съобщение за Търговото предложение, съществениите му условия по чл. 151, ал. 4 от ЗППЦК и становището на Съвета на директорите на публичното дружество - обект на търговото предложение, както и резултата от търговото предложение в специализираната финансова страница ИнфоСток ([www.infostock.bg](http://www.infostock.bg)).

## **XVI. ДРУГИ ДАННИ ИЛИ ДОКУМЕНТИ, КОИТО ПО ПРЕЦЕНКА НА ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ ИМАТ ЗНАЧЕНИЕ ЗА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ**

Търговият предводител счита, че не съществуват други данни или документи, които имат значение за осъществяване на търговото предлагане, с изключение на допълнителната информация по т. XVIII по-долу.

## **XVII. ОТГОВОРНОСТ НА УПЪЛНОМОЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОНЕН ПОСРЕДНИК СЪГЛАСНО ЧЛ. 150, АЛ. 5 ОТ ЗППЦК**

„ЕЛАНА Трейдинг” АД отговаря солидарно с Предложителя за вреди, причинени от неверни, непълни или заблуждаващи данни в Търговото предложение.

## **XVIII. ДОПЪЛНИТЕЛНА ИНФОРМАЦИЯ**

**18.1.** Акционерите, адресати на Търговото предложение, трябва да бъдат предупредени, че ако Търговият предложител придобие в резултат на това или последващо Търгово предложение поне 95% от акциите с право на глас на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, той ще има правото, независимо от и без съгласието на останалите акционери, да изкупи всички техни акции по цената, предложена в това или последващо Търгово предложение, по реда и условията, предвидени в чл. 157а от ЗППЦК, и че това ще доведе до отписване на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД от регистъра на публичните дружества, воден от КФН.

**18.2.** Акционерите, адресати на Търговото предложение, трябва да са уведомени, че ако търговият предложител придобие в резултат на това или последващо търгово предложение поне 95% от акциите с право на глас на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, те ще имат правото в срок от три месеца да поискат от Търговия предложител, и той ще бъде задължен да изкупи, независимо от и дори без неговото съгласие, техните акции по цената, предложена в това Търгово предложение или в последващо търгово предложение, по реда и при условията, предвидени в чл. 157б от ЗППЦК.

**18.3.** Акционерите, адресати на Търговото предложение, трябва да бъдат предупредени, че съгласно чл. 149а, ал. 5 от ЗППЦК, Търговият предложител е длъжен при поискване да закупи акциите на всеки един от тях до публикуването на настоящото Търгово предложение, както и 14 дни след крайния му срок.

## **XIX. ПРИЛОЖИМО ПРАВО ОТНОСНО ДОГОВОРИТЕ МЕЖДУ ПРЕДЛОЖИТЕЛЯ И АКЦИОНЕРИТЕ ПРИ ПРИЕМАНЕ НА ТЪРГОВОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ И КОМПЕТЕННИЯ СЪД**

Въпросите, свързани с предложената цена, отправянето на настоящото Търгово предложение, съдържанието на този документ и неговото публикуване, информацията, разкривана на служителите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и всички други въпроси, свързани с и/или произтичащи от договора, сключван от Търговия предложител и акционерите с приемането на предложението, се уреждат от действащото българско търговско и гражданско законодателство, в частност – ЗППЦК и актовете по прилагането му.

В юрисдикцията на българския съд е решаването на всички спорове, които биха могли да произтекат от или да са във връзка с Търговото предложение.

## XX. ОБОСНОВКА ЗА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ НА “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД

### 20.1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

#### 20.1.1. ЦЕНАТА, ПРЕДЛОЖЕНА ОТ ТЪРГОВИЯ ПРЕДЛОЖИТЕЛ

Цената, предложена от търговия предложител е в размер на 2.25 лв.

#### 20.1.2. ИЗЧИСЛЕНАТА СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ

Изчислената справедлива цена на акциите е в размер на 2.203 лв.

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

Таблица 3: Използвани методи за оценка на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	1.866 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.708 лв	40%
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	2.203 лв	100%

#### 20.1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Към датата на тази обосновка, Дружеството няма неоперативни активи.

#### 20.1.5. СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНА ПАЗАРНА ЦЕНА ЗА ПОСЛЕДНИТЕ 6 МЕСЕЦА ПРЕДИ РЕГИСТРАЦИЯТА НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО И ДРУГА ИНФОРМАЦИЯ

Акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, се търгуват на Алтернативен пазар (BaSe Market) организиран от „Българска фондова борса” АД. За последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на търговото предложение (от 10 януари 2018 г. до 10 юли 2018 г.) са изтъргувани 7 882 акции на дружеството на обща стойност 17,682.40 лева. За последните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение (от 11 януари до 11 юли 2018 г.) изтъргувания обем и стойност са аналогични. При изчислението на средната претеглена цена на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД за предходния 6-месечен период, са отчетени всички сделки с акциите на Дружеството.

Таблица 4: Данни за търговията с акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД

Средно-претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на Предложението – лв.	2.243
Брой изтъргувани акции	7,882
Среднопретеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди датата на Обосновката – лв.	2.243
Най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението – лв.	0.11973

Източник: БФБ, PAVOLUX S.A.

#### 20.1.6. ИНФОРМАЦИЯ И ДАННИ, НЕОБХОДИМИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ ДАЛИ АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЕ ТЪРГУВАТ АКТИВНО:

Средната претеглена цена на затваряне не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във вр. с §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0.01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на Дружеството е в размер на 5,747,741 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 574.77 броя акции.

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

Общият брой изтъргувани акции на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД за разглеждания период е 7,882 броя, а среднодневният обем на търговия с акции за този период е 64.61 броя (изчислен на база 122 борсови сесии за периода). Следователно не е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 122 търговски сесии, акции на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД са се търгували на алтернативен пазар на „БФБ ” АД в 6 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б”, б. „бб” от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина среднопретеглената цена на затваряне не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от

Наредба № 41. Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 при използване на методите, посочени по-горе в Таблица 3.

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

През последните 12 месеца преди датата на обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител;

**20.1.8. ИНФОРМАЦИЯ, ЧЕ КОМИСИЯТА НЕ Е ОДОБРИЛА, НИТО Е ОТКАЗАЛА ОДОБРЕНИЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ И НЕ НОСИ ОТГОВОРНОСТ ЗА ВЕРНОСТТА И ПЪЛНОТАТА НА СЪДЪРЖАЩИТЕ СЕ В ОБОСНОВКАТА ДАННИ**

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

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

Обосновката е изготвена към 11 юли 2018 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на търговото предложение;

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

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

## **20.2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА**

**20.2.1. Основна информация за “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД**

“ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД е най-големият производител на тишу хартия в България и пазарен лидер в индустриалните и домакински изделия от тишу. Динамичният износ в региона потвърждава конкурентоспособността на фирмата с предлаганите висококачествени продукти.

Дружеството разполага с 4 машини с капацитет от 58,000 тона годишно за производство на различни видове хартия като целулозни и рециклирани (бели, натурални и цветни) тишу хартии, MG хартия, опаковъчна хартия, маслоустойчива хартия и пергамин, в това число на ролки и листа

“ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД разполага с вертикално интегрирано производство за хартия на роли и конвертирането им в продукти за домакинството, като тоалетна хартия, кухненски

ролки, салфетки, носни кърпи, кърпи за ръце, медицинска вата и разбира се продукти за извън дома (ХОРЕКА продукти).

Днес продуктите се изнасят в над 25 страни, в това число Македония, Сърбия, Румъния, Гърция, Италия, Германия, Полша, Швеция, Великобритания, Дания, Швейцария, Кипър, Турция, Русия, Молдова, Грузия, Израел и Хърватия.

Базиран на десетилетия опит и опитен персонал, “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД разработва и усъвършенства производството на хартия и процеса на конвертиране за задоволяване на техническите нужди в региона.

Търговската марка на Дружеството – „Белана“ е предпочитана и ползваща се с доверието на няколко поколения български потребители. С пълна гама продукти във всички категории – кухненски ролки, тоалетни хартии, носни кърпи, кърпи за лице и салфетки, „Белана“ задоволява всекидневните нужди на потребителите. С огромния си опит „Белана“ е добре утвърдена марка със значителен дял на българския пазар. В допълнение към водещата си позиция на българския пазар, „Белана“ притежава силно присъствие на Балканите, с динамичен износ достигащ 50% от общото производство.

#### **20.2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНОТО ДРУЖЕСТВО В ИСТОРИЧЕСКИ ПЛАН**

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

##### **20.2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ**

Предвид основния предмет на дейност на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, дълготрайните активи представляват предимно имоти, машини, съоръжения и оборудване. Намалението им в края на 2017г. и към тримесечието на 2018г. се дължи на счетоводната амортизация и липсата на значими инвестиции (различни от капиталните ремонти на съществуващите активи). Тази тенденция се наблюдава през целия тригодишен период и е резултат на влошените финансови резултати на Дружеството и липса на средства за нови инвестиции.

По отношение на текущите активи, не се наблюдава сериозно движение в рамките на отчетния период, като движенията в рамките на статиите „Материали“, „Незавършено производство“ и „Продукция“ са в рамките на обичайната производствена дейност на Дружеството.

Значими активи, придобити през 2017 г. включват основно подобрения на асансьори и съоръжения на стойност 81 хил. лв., преустройство Перини 1 ТА , автомат салфетки Зенинг, Нова линия-Дообработващи машини на обща стойност 95 хил. лв, леки автомобили/мотокари на стойност 66 хил. лв., сървър/компютри на стойност 17 хил. лв., смяна с Лед осветление и ремонт сгради на стойност 137 хил. лв., обновяване ХМ Фойт 1 на стойност 164 хил. лв, значима реконструкция на ХМ Фойт 2 на стойност 663 хил. лв. В процес на изграждане е

сканиращо устройство влага и плътност на ХМ Фойт 2, както и на нова дискова мелница на ХМ Фойт 2 на обща стойност 476 хил. лв. и други на стойност 44 хил. лв.

Значими активи, придобити през 2016 г. включват основно подобрения на сгради на стойност 31 хил. лв., реконструкция на дообработващи машини (Хобема, Перини, 2, 3, 1, АКЛ, Гамбини) за 59 хил. лв., съоръжения на стойност 157 хил. лв., реконструкция на хартиена машина Фойт 1 и Б34 за 125 хил. лв. за преустройство на хартиена машина Фойт 2 и Дейнкинг Инсталация на стойност 255 хил. лв., транспортни средства на стойност 77 хил. лв., компютърна техника и софтуер на стойност 20 хил. лв., резервни части на стойност 23 хил. лв.

Таблица 5: Активи на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

АКТИВИ	2015	2016	2017	2017-1Q ТТМ	2018-1Q ТТМ
<b>НЕТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>25 712</b>	<b>24 371</b>	<b>23 887</b>	<b>23 973</b>	<b>23 578</b>
<b>Имоти, машини, съоръжения и оборудване</b>	<b>25 580</b>	<b>24 194</b>	<b>23 702</b>	<b>23 802</b>	<b>23 400</b>
Земи (терени )	684	683	683	683	683
Сгради и конструкции	3 492	3 210	3 076	3 131	3 007
Машини и оборудване	18 379	17 213	16 543	16 800	16 131
Съоръжения	2 557	2 501	2 426	2 529	2 388
Транспортни средства	417	441	441	426	426
Стопански инвентар	14	14	12	13	12
Разходи за придобиване и ликвидация на дълготрайни материални активи	35	131	521	219	753
Други	2	1	0	1	0
<b>Инвестиционни имоти</b>	<b>62</b>	<b>57</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>51</b>
<b>Нематериални активи</b>	<b>70</b>	<b>120</b>	<b>133</b>	<b>115</b>	<b>127</b>
Програмни продукти	22	19	15	18	14
Други	48	101	118	97	113
<b>Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ</b>	<b>16 246</b>	<b>14 661</b>	<b>15 090</b>	<b>15 774</b>	<b>15 798</b>
<b>Материални запаси</b>	<b>7 133</b>	<b>6 716</b>	<b>6 450</b>	<b>5 957</b>	<b>6 650</b>
Материали	2 548	2 314	1 993	2 171	1 704
Продукция	3 105	3 150	3 283	2 731	3 441
Стоки	116	115	122	119	119
Незавършено производство	1 364	1 137	1 052	936	1 386
<b>Търговски и други краткосрочни вземания</b>	<b>7 989</b>	<b>7 657</b>	<b>8 120</b>	<b>8 877</b>	<b>8 407</b>
Вземания от клиенти и доставчици	4 254	3 564	3 557	4 115	3 965
Предоставени аванси	10	41	122	157	23
Съдебни и присъдени вземания	3 281	3 296	3 961	3 857	4 057
Данъци за възстановяване	167	31	51	34	51
Други	277	725	429	714	311
Разходи за бъдещи периоди	65	53	176	288	332
<b>Финансови активи</b>	<b>58</b>	<b>88</b>	<b>138</b>	<b>105</b>	<b>138</b>
Други	58	88	138	105	138
<b>Парични средства и парични еквиваленти</b>	<b>1 001</b>	<b>147</b>	<b>206</b>	<b>547</b>	<b>271</b>
Парични средства в брой	9	4	8	5	6
Парични средства в безсрочни депозити	992	143	88	524	144
Блокирани парични средства	0	0	110	18	121
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>41 958</b>	<b>39 032</b>	<b>38 977</b>	<b>39 747</b>	<b>39 376</b>



Таблица 6: Пасиви на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

ПАСИВИ	2015	2016	2017	2017-1Q ТТМ	2018-1Q ТТМ
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ</b>	<b>18 458</b>	<b>17 571</b>	<b>16 041</b>	<b>17 246</b>	<b>15 566</b>
<b>Основен капитал</b>	<b>5 748</b>	<b>5 748</b>	<b>5 748</b>	<b>5 748</b>	<b>5 748</b>
<b>Резерви</b>	<b>1 958</b>	<b>1 958</b>	<b>1 958</b>	<b>1 958</b>	<b>1 958</b>
Резерв от последващи оценки на активите и пасивите	1 384	1 384	1 384	1 384	1 384
Общи резерви	574	574	574	574	574
<b>Финансов резултат</b>	<b>10 752</b>	<b>9 865</b>	<b>8 335</b>	<b>9 540</b>	<b>7 860</b>
Натрупана неразпределена печалба	11 605	10 752	9 865	9 865	8 335
Текуща загуба	-853	-887	-1 530	-325	-475
<b>НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>839</b>	<b>1 236</b>	<b>2 037</b>	<b>1 237</b>	<b>2 467</b>
<b>Търговски и други задължения</b>	<b>137</b>	<b>706</b>	<b>1 606</b>	<b>706</b>	<b>2 036</b>
Задължения към свързани предприятия	0	706	706	706	706
Задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	137	0	900	0	1 330
<b>Други нетекущи пасиви</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>36</b>
<b>Приходи за бъдещи периоди</b>	<b>581</b>	<b>438</b>	<b>342</b>	<b>438</b>	<b>342</b>
<b>Пасиви по отсрочени данъци</b>	<b>93</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>53</b>
<b>ТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>22 661</b>	<b>20 225</b>	<b>20 899</b>	<b>21 264</b>	<b>21 343</b>
<b>Търговски и други задължения</b>	<b>22 532</b>	<b>20 096</b>	<b>20 788</b>	<b>21 147</b>	<b>21 334</b>
Задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	14 310	14 099	12 702	14 674	11 868
Текущи задължения, в т.ч.:	8 151	5 938	8 060	6 452	9 334
<u>задължения към свързани предприятия</u>	0	0	136	0	114
<u>задължения към доставчици и клиенти</u>	7 662	5 457	7 496	5 758	8 572
<u>получени аванси</u>	79	86	8	13	77
<u>задължения към персонала</u>	167	247	180	321	248
<u>задължения към осигурителни предприятия</u>	158	81	150	104	146
<u>данъчни задължения</u>	85	67	90	256	177
Други	71	59	26	21	132
<b>Приходи за бъдещи периоди</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>111</b>	<b>117</b>	<b>9</b>
<b>СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ</b>	<b>41 958</b>	<b>39 032</b>	<b>38 977</b>	<b>39 747</b>	<b>39 376</b>

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015г., 2016г. и 2017г. и междинни неодитирани финансови отчети

Собствения капитал на дружеството намалява в следствие на натрупаните през периода загуби.

Нетекущите задължения намаляват в резултат на намалението на отсрочените данъчни пасиви и правителствените дарения.

#### 20.2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Търговските вземания представляват преобладаващата част от краткосрочните вземания на дружеството през разглеждания период.

Основната експозиция на съдебни вземания на Дружеството е към свързани лица в размер на 2,493 хил. лв. към 31 декември 2017 година (31 декември 2016 г.: 2,493 хил. лв.). „Трейс Пейпър Мил“, Гърция, е изпаднало в процедура по несъстоятелност. Дружеството е предприело мерки да предяви своите вземания по надлежния ред пред компетентния орган в Гърция. Тъй като тръжната процедура (като част от процедурата по обявяване в несъстоятелност) за продажба на активите на „Трейс Пейпър Мил“ все още не е приключила, ръководството на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ – БЕЛОВО“ АД, счита че е налице реална възможност за получаване на тази сума и не следва да се пристъпва към обезценка на вземането.

Към 31 декември 2017 и 31 декември 2016 г. Дружеството има вземане от „КМБ България“ ЕАД в размер на 117 хил. лв., съответно, което е възникнало в резултат на продажби през периода 2013 г. – 2015 г. Дружеството е сключило споразумение с „КМБ България“ ЕАД за разсрочване събирането на вземането на няколко месечни вноски считано от 15 октомври 2015 г. Към 31 декември 2016 г. „КМБ България“ ЕАД не е погасявало своите задължения към Дружеството съгласно одобрения от двете страни погасителен план. На 23 януари 2017 г. „КМБ България“ ЕАД е обявено в несъстоятелност. В тази връзка към 31.12.2017 г. Дружеството е обезценило част от същото. Във връзка с вземане на Дружеството от „Пикадили“ ЕАД, въз основа на юридическо становище, Ръководството на завода разглежда възможността за обжалване на реализираната продажба на възбранения недвижим имот в полза на банката-кредитор през август 2017 г. и в тази връзка счита, че към датата на съставяне на настоящия отчет съществува вероятност за събиране на вземането от клиента.

Вземанията по обезщетения от застраховател са свързани с възникнал през месец февруари 2011 г. пожар в един от складовете на Дружеството. В края на 2014 г. бе издадено решение на първоинстанционния съд в полза на застрахователя. На база становище на юристите на Дружеството мотивите на съда за издаденото решение са неоснователни и необективни и Дружеството е използвало законната възможност да обжалва решението на първоинстанционния съд пред Апелативния съд. През 2016 г. е подадена касационна жалба пред Върховен касационен съд срещу решението на Апелативния съд. Към датата на съставяне на този финансов отчет съдебното дело е приключило. Предвид наличните възможности да се търси последващ справедлив резултат пред европейски съдебни институции, ръководството на Завод за хартия – Белово АД ще продължи да защитава

интересите на компанията пред тези инстанции. Същевременно, към 31.12.2017 г. е извършена обезценка на част от това вземане.

Към края на 2017 г. дружеството все още очаква решение по касационната жалба срещу решението на Апелативния съд по заведеното търговско дело от НЕК ЕАД срещу Дружеството в размер на 385 хил. лева за водоснабдителни услуги за периода януари 2015 г. – март 2016 г.. Ръководството на Дружеството е убедено, че решението на апелативния съд е необосновано и че са налице всички основания за неговата отмяна и уважаване на касационната жалба, съгласно становище, получени от адвокатите му. Именно поради това дружеството не отчита провизии за подобно задължение.

Таблица 7: Вземания на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

Вземания в хил. лв.	2015	2016	2017	2017-1Q ТТМ	2018-1Q ТТМ
<b>Търговски и други краткосрочни вземания</b>	<b>7 989</b>	<b>7 657</b>	<b>8 120</b>	<b>8 877</b>	<b>8 407</b>
Вземания от клиенти и доставчици	4 254	3 564	3 557	4 115	3 965
Предоставени аванси	10	41	122	157	23
Съдебни и присъдени вземания	3 281	3 296	3 961	3 857	4 057
Данъци за възстановяване	167	31	51	34	51
Други	277	725	429	714	311
Разходи за бъдещи периоди	65	53	176	288	332

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015г., 2016г. и 2017г. и междинни неодитирани финансови отчети

### 20.2.2.3. Задължения

Към 31 декември 2017 г. текущите пасиви надвишават текущите активи на Дружеството с 5,809 хил. лв. (31 декември 2016: превишение на текущите пасиви с 5,563 хил. лв.). Това се дължи на факта, че използваното от Дружеството банково финансиране е краткосрочно. През текущата година Дружеството успешно предоговори и удължи сроковете на своите банкови задължения преди настъпване на техните падежи и счита, че ще продължи с тази практика и през следващите години.

Таблица 8: Задължения на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

ЗАДЪЛЖЕНИЯ В ХИЛ. ЛВ.	2015	2016	2017	2017-1Q ТТМ	2018-1Q ТТМ
<b>Търговски и други нетекущи задължения</b>	<b>137</b>	<b>706</b>	<b>1 606</b>	<b>706</b>	<b>2 036</b>
Задължения към свързани предприятия	0	706	706	706	706
Задължения по получени заеми от банки и небанкови финансови институции	137	0	900	0	1 330
<b>ТЕКУЩИ ПАСИВИ</b>	<b>22 661</b>	<b>20 225</b>	<b>20 899</b>	<b>21 264</b>	<b>21 343</b>
<b>Търговски и други текущи задължения</b>	<b>22 532</b>	<b>20 096</b>	<b>20 788</b>	<b>21 147</b>	<b>21 334</b>
Задължения по получени заеми към банки и небанкови финансови институции	14 310	14 099	12 702	14 674	11 868
Текущи задължения, в т.ч.:	8 151	5 938	8 060	6 452	9 334
<u>задължения към свързани предприятия</u>	0	0	136	0	114
<u>задължения към доставчици и клиенти</u>	7 662	5 457	7 496	5 758	8 572
<u>получени аванси</u>	79	86	8	13	77
<u>задължения към персонала</u>	167	247	180	321	248
<u>задължения към осигурителни предприятия</u>	158	81	150	104	146
<u>данъчни задължения</u>	85	67	90	256	177
Други	71	59	26	21	132

#### 20.2.2.4. ПРИХОДИ И РАЗХОДИ

Производството на хартия през 2017 година е 14,576 т. при 13,493 т. за 2016 година, което представлява ръст от 7.4% спрямо предходната година. През годината делът на произведената целулозна хартия е 65% от общото производство на хартия, докато през 2016 г. е 61.6%, като се отбелязва ръст за четвърта поредна година, в резултат предимно на износа на целулозни хартии.

През 2017 г. Дружеството реализира общо продажби от собствена продукция в размер на 27,402 хил. лв., което представлява ръст от 7.77% в сравнение с предходната година, което се дължи основно на успешните продажби на полуготови изделия и увеличения дял на продадените целулозни хартии, въпреки рязкото увеличение на цената на целулозата през годината.

Продажбите на готови изделия на вътрешния пазар намаляват от 5,742 хил. лв. през 2016 г. до 5,209 хил. лв. през 2017 г. Външният пазар продължава да бъде засегнат от проблеми с ликвидността (Румъния, Македония, Гърция, Кипър) както и от проблеми в икономическата среда в страните, към които беше насочен износа на дружеството. Въпреки, че бяха привлечени нови клиенти това не беше достатъчно, за да бъде предотвратен спад на износа от 888 хил. лева до 468 хил. лева.

Продажбите на полуготови изделия на вътрешния пазар отбелязват значителен ръст от 18% в количество и 20% в стойност, като достигнаха сумата от 7,020 хил. лева спрямо 5,837 хил. лева за 2016 г. Продажбите за износ на полуготови изделия, след като се покачиха до изключително високи нива от 13,027 хил. лв. за 2015 г., през 2016 г. се стабилизираха на 12,959 хил. лв. и достигнаха нов връх от 14,705 хил. лв. през 2017 г. В обем увеличението достигна 11%. Гърция, Македония, Сърбия, Естония и Румъния са основните дестинации, обхващащи 97% от износа за 2017 г., а останалите 3% са разпределени между 5 други държави.

Постигнатия към 31 декември 2017 г. ръст на продажбите в същото време е генериран при значително нарастване на цената на целулозата с около 11% спрямо 2016 г. От началото на 2017 г. „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД осъществява одобрената си инвестиционна програма, която е насочена към намаляване на специфичното потребление на основни суровини, респективно на разходите, а впоследствие като резултат и подобряване на маржовете. Чрез тези инвестиции дружеството има за цел да компенсира отрицателния ефект от продължаващото увеличение на цената на целулозата - основната му производствена суровина

За годината, приключваща на 31 декември 2017 г. дружеството отчита загуба в размер на 1,530 хил. лв. (2016 г.: 887 хил. лв.), поради негативни ефекти, свързани с продължаващото увеличение в цената на основната производствена суровина – целулозата - спрямо цените през 2016 г. Печалбата на Дружеството преди данъци, лихви и амортизации за 2017 г. е 1,191 хил. лв. (2016 г.: 2,063 хил. лв.)

Таблица 9: Приходи и разходи на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

Отчет за доходите, ttm	2015	2016	2017	2017-1Q ТТМ	2018-1Q ТТМ
<b>Нетни приходи от продажби</b>	<b>29 443</b>	<b>25 624</b>	<b>27 640</b>	<b>25 155</b>	<b>28 041</b>
годишно изменение	5.45%	-12.97%	7.87%		1.45%
Себестойност на продажбите	-24 643	-20 766	-23 456	-20 031	-24 335
годишно изменение	6.08%	-15.73%	12.95%		3.75%
дял от продажбите	-83.70%	-81.04%	-84.86%	-79.63%	-86.78%
<b>Брутна печалба</b>	<b>4 800</b>	<b>4 858</b>	<b>4 184</b>	<b>5 124</b>	<b>3 706</b>
годишно изменение	2.30%	1.21%	-13.87%		-11.42%
Брутен марж	16.30%	18.96%	15.14%	20.37%	13.22%
Разходи за дистрибуция	-2 065	-2 116	-2 233	-2 113	-2 302
годишно изменение	-14.24%	2.47%	5.53%		3.09%
дял от продажбите	-7.01%	-8.26%	-8.08%	-8.40%	-8.21%
Административни разходи	-2 460	-2 524	-2 511	-2 764	-2 253
годишно изменение	7.71%	2.60%	-0.52%		-10.27%
дял от продажбите	-8.36%	-9.85%	-9.08%	-10.99%	-8.03%
Други приходи, нетно	-50	-171	-144	-224	-10
годишно изменение	-16.67%	242.00%	-15.79%		-93.06%
<b>Резултат от оперативна дейност (ЕБИТ)</b>	<b>225</b>	<b>47</b>	<b>-704</b>	<b>23</b>	<b>-859</b>
годишно изменение	-475.00%	-79.11%	-1597.87%		22.02%
ЕБИТ марж, %	0.76%	0.18%	-2.55%	0.09%	-3.06%
Разходи за лихви	-852	-726	-623	-705	-597
годишно изменение	-6.99%	-14.79%	-14.19%		-4.17%
Ефективен лихвен процент, %	5.53%	5.03%	4.21%	4.95%	3.88%
Други финансови приходи/разходи, нетно	-246	-239	-212	-234	-217
годишно изменение	-26.57%	-2.85%	-11.30%		2.36%
Печалба преди данъци (ЕВТ)	-873	-918	-1 539	-916	-1 673
годишно изменение	-33.41%	5.15%	67.65%		8.71%
ЕВТ марж %	-2.97%	-3.58%	-5.57%	-3.64%	-5.97%
Данъци	20	31	9	31	9
годишно изменение	0.00%	55.00%	-70.97%		0.00%
ефективна данъчна ставка	-2.29%	-3.38%	-0.58%	-3.38%	-0.54%
<b>Нетна печалба</b>	<b>-853</b>	<b>-887</b>	<b>-1 530</b>	<b>-885</b>	<b>-1 664</b>
годишно изменение	-33.93%	3.99%	72.49%		8.76%
Марж на нетната печалба, %	-2.90%	-3.46%	-5.54%	-3.52%	-5.93%

Източник: Одитирани годишни финансови отчети за 2015г., 2016г. и 2017г. и междинни неодитирани финансови отчети

## 20.2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Таблица 10. Финансова информация за „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД

неконсолидирани данни	2015	2016	2017	31.03.2017	31.03.2018
<b>1. данни от отчетта за доходите:</b>					
1.1. нетни приходи от продажби;	29 443	25 624	27 640	25 155	28 041
1.2. себестойност на продажбите	-24 643	-20 766	-23 456	-20 031	-24 335
1.3. брутен марж; (=1.1. - 1.2.)	4 800	4 858	4 184	5 124	3 706
1.4. общопроизводствени и административни разходи и разходи за дистрибуция	-4 525	-4 640	-4 744	-4 877	-4 555
1.5. други приходи/разходи, нетно;	-50	-171	-144	-224	-10
1.6 Печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3. + 1.4. +1.5.)	225	47	-704	23	-859
1.7. финансови разходи;	-1 098	-965	-835	-939	-814
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.6.+1.7.)	-873	-918	-1 539	-916	-1 673
1.9. данъци;	20	31	9	31	9
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	-853	-887	-1 530	-885	-1 664
<b>2. данни от счетоводния баланс:</b>					
2.1. парични средства;	1 001	147	206	547	271
2.2. краткосрочни финансови активи;	58	88	138	105	138
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	8 054	7 164	8 085	9 165	8 624
2.4. материални запаси;	7 133	6 716	6 450	5 957	6 650
2.5. краткосрочни задължения	8 222	5 996	7 950	6 473	9 352
2.6. краткосрочен дълг	14 310	14 099	12 702	14 674	11 868
2.7. дългосрочен дълг	137	706	1 606	706	2 036
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	6 965	7 884	6 585	8 649	5 922
2.9. обща стойност на активите;	41 958	39 032	38 977	39 747	39 376
2.10. обща стойност на пасивите;	23 500	21 461	22 936	22 501	23 810
2.11. обща стойност на собствения капитал;	18 458	17 571	16 041	17 246	15 566
2.12. брой акции	5 747 741	5 747 741	5 747 741	5 747 741	5 747 741
<b>3. финансови коефициенти</b>					
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	-4.62%	-5.05%	-9.54%	-5.13%	-10.69%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5. *(1-10%)/2.9.)	0.48%	0.11%	-1.63%	0.05%	-1.96%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	-2.97%	-3.58%	-5.57%	-3.64%	-5.97%
3.4. нетен маржин; (1.10. / 1.1.)	-2.90%	-3.46%	-5.54%	-3.52%	-5.93%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	20.43%	22.64%	18.24%	22.77%	15.56%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.40	0.37	0.41	0.46	0.43
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.72	0.70	0.72	0.75	0.74
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.70	0.66	0.71	0.63	0.71
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	3.66	3.58	3.42	2.74	3.25
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11. *1000/2.12.)	3.211 лв	3.057 лв	2.791 лв	3.000 лв	2.708 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	-0.148 лв	-0.154 лв	-0.266 лв	-0.154 лв	-0.290 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	5.123 лв	4.458 лв	4.809 лв	4.377 лв	4.879 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;	-	-6.97%	-0.14%	1.98%	-0.93%
3.18. Темп на растеж на продажбите;	-	-12.97%	7.87%	-8.99%	11.47%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;	-	-4.05%	-72.73%	42.11%	-88.31%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	2.27	2.22	2.43	2.30	2.53
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; = (2.7. / 2.11.)	0.01	0.04	0.10	0.04	0.13
3.22. заемен/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.78	0.84	0.89	0.89	0.89
3.23. цена на затваряне* към дата	0.638 лв 14.12.2015	п.а.	2.390 лв 19.12.2017	1.450 лв 7.2.2017	2.400 лв 9.3.2018
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	-4.31	-	-8.98	-9.42	-8.28
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0.20	-	0.86	0.48	0.89
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. / 3.12.)	0.12	-	0.50	0.33	0.49

\*Цената на затваряне е определена към последната дата, за която са налице сключени сделки през последните три месеца, която е посочена в таблицата по-горе. Източник на данните за цената на затваряне: БФБ. Източник на счетоводните данни: Финансови отчети на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД.

#### 20.2.2.5. ХАРАКТЕРИСТИКА НА СИЛНИТЕ И СЛАБИТЕ СТРАНИ В СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ (SWOT АНАЛИЗ)

##### СИЛНИ СТРАНИ

Трайно установени делови отношения с основните клиенти, позволяващи запазване на стабилни пазарни позиции;

Опитен мениджърски екип.

##### СЛАБИ СТРАНИ

Непълно оползотворяване на капацитета за предоставяне на услуги.

##### ВЪЗМОЖНОСТИ

Снижаване на разходите;

Възможности за разширяване на приходите и подобряване на финансовите резултати на Дружеството.

##### ЗАПЛАХИ

Световна финансова и икономическа криза;

Повишена конкуренция;

Слаба ликвидност на БФБ;

ЕС регулации и интервенции.

#### 20.2.3. РИСКОВИ ФАКТОРИ

Рисковите фактори, влияещи върху дейността на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД са следните:

- Дейността на Дружеството е в пряка зависимост от общата макроикономическата среда в страната и чужбина. Възможно е спад в покупателната способност на клиентите да се отрази върху приходите от реализираните продукция и услуги;
- Дейността на Дружеството е зависима от доставките на основни материали и неочаквана промяна в техните цени би оказала влияние върху продажбите и рентабилността му;
- Пазарът на готова продукция е висококонкурентен и Дружеството не е сред лидерите на него, което води до по-високи разходи и по-ниски маржове;
- Задълженията на Дружеството към финансови институции са значителни, като основната част от тях са краткосрочни (до една година). В случай, че не успее да предоговори дълговете си, Дружеството може да изпадне в неплатежоспособност;
- Близо половината от вземанията на Дружеството са предмет на съдебни спорове. Възможно е тези спорове да завършат неблагоприятно и Дружеството да не успее да получи стойността на вземанията си;
- Възможно е напускането на ключови служители да има неблагоприятно влияние върху дейността на Дружеството;

#### **20.2.4. ИКОНОМИЧЕСКИ ТЕНДЕНЦИИ И УСЛОВИЯ В БЪЛГАРИЯ И ПО СВЕТА, ОТНОСИМИ КЪМ ДЕЙНОСТТА НА ДРУЖЕСТВОТО**

Очакванията за развитието на световната и европейската икономика се подобряват, основно в резултат на по-доброто представяне през 2017 г., когато растежът на световната икономика се ускори подкрепен едновременно от развитите и развиващите се страни. Икономическият растеж в ЕС също се повиши, с принос както от страна на вътрешното търсене (потребление и инвестиции), така и на нетния износ. Възходящата динамика на европейската икономика се дължеше на благоприятното развитие в повечето страни от Съюза, като икономическият растеж се оказа по-висок от очаквания в най-големите страни членки, с изключение на Обединеното кралство.

През 2018 г. се очаква растежът на световната икономика да продължи да нараства плавно, подкрепен от повишената икономическа активност в развиващите се страни и ускорението на ръста на БВП на САЩ. Същевременно, растежът на европейската икономика ще започне да се забавя, поради по-ограниченото нарастване на заетостта. Несигурността, свързана с последствията от предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, е възможен риск пред икономическата активност в региона. Растежът на европейската икономика ще продължи да се забавя през целия прогнозен период. През 2017 г. брутният вътрешен продукт на България нарасна с 3.6% при очаквани съгласно прогнозата на МФ 4%. По-ниският растеж се дължеше на по-силно отрицателния принос на нетния износ (-1.7 пр. п.), докато вътрешното търсене се представи по-добре от очакваното с положителен принос от 5.3 пр. п. към растежа на БВП.

В началото на 2018 г. е регистрирано повишение на индикатора за доверие на потребителите и на общия показател за бизнес климата. Очакванията за икономическата ситуация в страната се подобряват, благоприятни са и очакванията на предприемачите, най-вече в секторите строителство и услуги.

Прогнозата е БВП да нарасне с 3.9% през 2018 г., като растежът ще продължи да бъде движен от вътрешното търсене. Крайното потребление ще се повиши с 5%, а растежът на инвестициите в основен капитал се очаква да достигне 10.1%. Прогнозираното увеличение на публичното потребление и инвестиции ще има основен принос за повишения ръст на вътрешното търсене. Частното потребление слабо ще се ускори до 4.9%, подкрепено от подобреното доверие на потребителите, продължаващото нарастване на заетостта и реалното увеличение на разполагаемия доход на домакинствата. Прогнозите на международните институции са за незначително забавяне на икономическата активност в ЕС и ускоряване на растежа в глобален план. Това ще се отрази в запазване на динамиката на външното търсене и растежът на износа на стоки ще остане близък до този от предходната година. Същевременно, поради ниската база от 2017 г. и очакваната благоприятна динамика през текущата година се очаква и ръст на износа на услуги. Повишеното вътрешно търсене и износът ще подкрепят нарастването на вноса. В резултат, през 2018 г. се очаква отрицателният принос на нетния износ към БВП да се повиши спрямо 2017 г. и да достигне 2 пр. п.



Растежът на БВП слабо ще се забави до 3.8% през 2019 г. поради низходящата динамика при вътрешното търсене, движена от по-слабото нарастване на публичните инвестиции. Очаква се ръстът на инвестициите в основен капитал да се забави до 6.6%. Частното потребление ще продължи да нараства, подпомогнато от увеличението на доходите и кредитите за домакинствата. Спрямо 2018 г. то слабо ще забави своя ръст до 4.8% поради по-умереното нарастване на реалния разполагаем доход на домакинствата. Очакваният по-нисък растеж на вътрешното търсене ще се отрази в забавяне на ръста на вноса и, съответно, на отрицателния принос на нетния износ до 1.4 пр. п.

Икономическият растеж се очаква да достигне 3.7% в периода 2020–2021 г. Както и в предходната прогноза, вътрешното търсене ще остане водещо за растежа на БВП по линия както на потреблението, така и на инвестициите. Докато инвестиционната активност се очаква умерено да нарасне, по-ниският прираст на заетостта и реалните доходи ще се отрази в леко забавяне на растежа на частното потребление. Очаква се негативният ефект върху БВП по линия на нетния износ да се задържи около 0.8 пр. п. през 2020 и 2021 г.

Рисковете пред прогнозата за икономическия растеж в посока надолу са основно по линия на външното търсене. Растежът на европейската икономика може да се забави повече от очакваното в резултат на фактори като несигурността, свързана с предстоящото излизане на Обединеното кралство от ЕС, по-неблагоприятни условията за финансиране в глобален мащаб, засилването на протекционистичните политики в някои страни, най-вече в САЩ, нарастването на геополитическото напрежение и по-силното от очакваното забавяне на китайската икономика. По-слабата икономическа активност на основните ни търговски партньори от ЕС би имало негативно влияние не само върху износа на България, но и върху вътрешното търсене, както чрез ограничаване на ръста на потреблението, така и чрез по-слаба инвестиционна активност.

През 2017 г. заетостта нарасна с по-бърз темп от очаквания, което беше свързано и с по-голямо увеличение на работната сила. В началото на 2018 г. очакванията за развитието на пазара на труда остават благоприятни. Оценка на бизнеса за динамиката на наетите се повишиха, което бе характерно както за индустрията и строителството, така и за услугите. В същото време, недостигът на труд като пречка за развитието на дейността трайно надхвърли нивата си от 2008 г. през изминалата година. Така достигнатото високо ниво на търсенето на труд и ограниченията от страна на предлагането дадоха основания да се очаква забавяне в динамиката на заетостта в средносрочен хоризонт.

През 2018 г. растежът на заетите се очаква да възлезе на 0.6%, след значителното повишение от 1.8% за предходната година. Основната причина за забавянето е селското стопанство. Високият дял на заетите в сектора, при общовалидна за страните от ЕС тенденция към понижаване и протичащият процес на реструктуриране на земеделските стопанства към по-големи, които наемат труд, обусловиха очакваното понижаване на самонаетите в сектора. Така положително влияние през 2018 г. се очаква по линия на търсенето на труд в индустрията и услугите. В синхрон с нарастването на вътрешното търсене, динамиката на заетите в услугите

ще се подобри, за което допълнително ще допринесе и по-слабото представяне на заетостта в сектора през 2017 г. Стабилният растеж на износа ще подкрепя откриването на работни места в промишлеността, а стабилизираното ниво на заетите в строителството в края на 2017 г. и очакваното ускоряване на икономическата активност в сектора през 2018 г. дават основание там да бъде отбелязан един от най-високите растежи на заетостта сред икономическите дейности. Коефициентът на безработица се очаква да се понижи до 5.9% през 2018 г., а нивото на участие в работната сила ще нарасне с по-бавен темп спрямо година по-рано, поради постепенното свиване на потенциала на свободния трудов резерв, който би могъл да задоволи търсенето на труд.

Негативното демографско развитие и съответното отражение върху предлагането на труд ще ограничат растежа на заетите до 0.3 и 0.2% през 2019 и 2020 г., а в края на прогнозния хоризонт броят им се очаква да се стабилизира, с тенденция към леко понижение. Нивото на безработица ще се понижава до достигане на 5.4% през 2021 г. След 2020 г. работната сила се очаква да започне да намалява, но коефициентът на икономическа активност на населението ще запази тенденцията на повишение, макар и с все по-бавна скорост.

Номиналното нарастване на компенсацията на един нает през втората половина на 2017 г. надхвърли очакванията от есента и допринесе за по-висок средногодишен темп на нарастване на показателя от 7.5% спрямо очаквания от 6%. С отчетената повишена база, компенсацията на един нает ще се изменя през 2018 г. с темп, който се очаква да остане близък до този от предходната година. Допълнителен ефект ще се наблюдава и по линия на заложения по-висок размер на минималната заплата (10.9%), увеличението на осигурителната вноска за ДОО с нов 1 пр. п. и предвидените по-високи разходи за труд в приоритетни области на публичния сектор. Приносът на общественния сектор през 2018 г. ще остане по-нисък спрямо 2017 г., а доходите от труд в частния ще се ускоряват. Последното ще бъде свързано с очакваното по-високо търсене на труд, както в услугите, така и в индустрията, което ще окаже влияние върху доходите във възходяща посока в контекста на наблюдаваните високи нива на недостиг на труд през 2017 г. Успоредно с очакванията за по-бавно нарастване на наетите лица след 2019 г. и отслабване на приноса от повишението на осигуровките, темпът на нарастване на компенсацията на един нает ще започне слабо да се забавя, като в края на разглеждания период се очаква да възлезе на 6.3%.

В рамките на прогнозния период реалният растеж на производителността на труда ще се повишава с 3.5% средногодишно, като оценките за неговата динамика остават близки до заложените в есенната прогноза. Отчетеното забавяне в динамиката на показателя през 2017 г. се обуславяше от значителния спад в сектор селско стопанство и не би следвало да окаже ограничаващ ефект върху потенциала за растеж на икономиката в средносрочен план. От тази гледна точка наблюдаваното по-съществено нарастване на номиналните разходи за труд през 2017 г. също се очаква да отшуми и да не окаже негативен ефект върху конкурентоспособността на икономиката в средносрочен хоризонт. Оценките за динамиката на доходите и производителността на труда в периода 2018–2021 г. ще допринесат за постепенното нарастване на дела на компенсациите на наетите в брутна добавена стойност.

В края на прогнозния период двата показателя ще се изменят с близки темпове и по този начин номиналните разходи за труд на единица продукция ще нарастват умерено, със средногодишен темп от около 3.2%.

От гледна точка на факторите за растеж, основният риск в прогнозата за пазара на труда произтича от демографското развитие. Поради отчетеното през последните години бързо намаление на безработните и обезкуражените, които представляват потенциален източник на заетост, в условията на спад на трудоспособното население, прогнозата се основава на очакване за постепенно преустановяване на растежа на работната сила и намаление в края на прогнозния хоризонт. Демографското влияние обаче би могло да окаже по-силно от очакваното отражение върху работната сила и тя да се понижи още през 2018 г. Това ще ограничи растежа на заетостта и оттук темпа на нарастване на икономиката. При по-ниска динамика на заетостта, един по-слаб темп на нарастване на производителността спрямо очакванията също ще забави растежа в средносрочен и дългосрочен план. Подобна тенденция, съчетана с възходящо развитие на доходите, би могла да окаже допълнителен натиск за нарастване на разходите за труд на единица продукция и да ограничи конкурентоспособността на икономиката.

Средногодишната инфлация през 2017 г., според ХИПЦ, възлезе на 1.2%, а повишението на общото ниво на цените в края на годината достигна 1.8%. Предвид текущата динамика и актуализираните очаквания за международните цени на суровините, прогнозата за средногодишната инфлация през 2018 г. бе повишена до 1.8%, като нарастването на потребителските цени в края на периода се очаква да достигне 1.9%. Средногодишното повишение на ХИПЦ през 2019 г. се прогнозира да бъде 2.0%, като толкова се очаква да бъде и инфлацията в края на годината. По-високите стойности ще се дължат на засилване на базисната инфлация под влияние на по-високото вътрешно търсене. Средногодишното нарастване на цените се очаква леко да се ускори до 2.1% през 2020 и 2021 г., като приносът на базисната инфлация ще продължи да нараства, докато поскъпването при потребителските цени на горивата се очаква да се забавя до края на прогнозния период, предвид очакваната динамика на международните цени на суровия петрол.

Основните рискове за прогнозата за инфлацията са свързвани най-вече с направените допускания за динамиката на международните цени. Във връзка със специфичните условия на световния пазар на суров петрол към момента, съществуващите рискове за не-изпълнение на очакванията във възходяща посока са свързани основно с неочаквани смущения в доставките по линия на геополитическо напрежение в някои от страните производителки и по-ускорено нарастване на световното потребление. Влияние в низходяща посока върху цените би могло да окаже нарастване на запасите в САЩ и евентуално неизпълнение на договореното споразумение за ограничаване на добива.

Таблица 11: Основни макроикономически показатели за България, 2014 г. – 2020 г.

Индикатор	2016	2017	2018e	2019f	2020f	2021f
Световна икономика, реален ръст (%)	3.2	3.7	3.9	3.9	3.8	3.7
ЕС 28, реален ръст на БВП (%)	2.0	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8
Валутен курс USD/EUR	1.11	1.13	1.23	1.23	1.23	1.23
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	44.0	54.4	64.0	59.8	57.0	55.5
БВП, млн. лв.	94,130	98,631	104,674	111,145	117,890	124,919
БВП, реален ръст (%)	3.9	3.6	3.9	3.8	3.7	3.7
Заетост, ръст в %	0.5	1.8	0.6	0.3	0.2	0.0
Безработица (% от работната сила)	7.6	6.2	5.9	5.7	5.5	5.4
Компенсации на един нает, %	5.8	7.5	7.4	6.9	6.5	6.3
Дефлатор на БВП, %	2.2	1.2	2.1	2.3	2.3	2.2
Инфлация, средногодишна (%)	-1.3	1.2	1.8	2.0	2.1	2.1
Текуща сметка (% от БВП)	5.3	3.9	1.7	1.2	0.8	0.2
Търговски баланс (% от БВП)	-2.0	-4.0	--5.7	--6.3	-6.5	-6.8
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.2	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8
Паричен показател МЗ, ръст в %	7.6	7.7	7.9	8.0	8.1	8.1
Кредити за фирми, ръст в %	1.6	3.8	5.0	5.7	6.2	6.4
Кредити за домакинства, ръст в %	2.0	6.0	4.8	5.0	5.5	6.2

Забележка: Данните за периода 2018 г. – 2021г. са прогнозни.

Източник: Министерство на финансите (МФ) и Българска народна банка (БНБ)

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

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

При определяне методите за оценка на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД са приложени следните критерии:

- Методите да дават достоверна представа за дружеството като цяло и възможностите му да генерира приходи и печалба;
- Методите да отразяват оценката, която капиталовия пазар дава на акциите на дружеството;
- Методите да отчитат потенциалните бъдещи доходи на акционерите.

В съответствие с тези критерии са избрани следните методи за оценка на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД:

- *Дисконтирани бъдещи нетни парични потоци* - използван е модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2018 – 2023 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.
- *Метод на нетната балансова стойност на активите* - Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван финансов отчет на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД към 31.03.2018 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на дружеството.

## 20.4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

*При представянето на обосновката на предлаганата цена е използвано закръгление на междинните и крайните стойности. Междинните стойности в лева са закръглени до цяло число, а процентните стойности – до втория знак след десетичната запетая. Изключение е направено за стойността на дисконтовия фактор, която е закръглена до 6 знак след десетичната запетая. Крайните стойности за една акция са посочени до третия знак след десетичната запетая, каквато е и практиката за котиране на цени на „Българска фондова борса“ АД (БФБ).*

### 20.4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

#### 20.4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

Методът на дисконтираните нетни парични потоци включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на времевата стойност на парите. Оценъчният метод на базата на времевата стойност на парите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци.

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

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

Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обръщение.

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

Прогнозните стойности на нетните парични потоци се изчисляват чрез формулата:

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

където:

$FCFF_i$  - нетни парични потоци,

$NOPLAT_i$  - печалба преди финансови и извънредни операции и след данъци,

$A_i$  - разходи за амортизация,

$I_i$  - инвестиции в дълготрайни активи,

$NWC_i$  - изменение в нетния оборотен капитал.

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

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

където:

$V_0$  – настоящата стойност на оценяваното предприятие,

$FCFF_i$  – бъдещ нетен паричен от дейността на Дружеството,

$P_n$  – терминална стойност,

$WACC_i$  – норма на дисконтиране (среднопретеглена цена на капитала),

$i$  – пореден номер на годината в наблюдавания прогнозен период.

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

където:

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

### 20.4.1.2. Приходи

Информация за приходите от продажби на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД е дадена в таблица 12:

Таблица 12: Продажби на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, в хил. лв., (2015 г. –2023 г.)

ПРОДАЖБИ (ХИЛ.ЛВ.)	2015	2016	2017	2018-1Q ТТМ	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Готова продукция</b>	<b>8 294</b>	<b>6 630</b>	<b>5 677</b>	<b>5 665</b>	<b>6 017</b>	<b>6 619</b>	<b>7 281</b>	<b>7 863</b>	<b>8 257</b>	<b>8 670</b>
<i>годишно изменение</i>	-13.1%	-20.1%	-14.4%	-	6.0%	10.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%
<i>дял от общо продукция</i>	28.31%	26.08%	20.72%	20.39%	20.11%	20.21%	20.81%	21.12%	21.26%	21.58%
в т. ч. вътрешен пазар	7 279	5 743	5 208	5 230	5 520	6 072	6 679	7 213	7 574	7 953
<i>годишно изменение</i>	-12.1%	-21.1%	-9.3%	-	6.0%	10.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%
<i>дял от готовата продукция</i>	87.76%	86.62%	91.74%	92.32%	91.74%	91.74%	91.73%	91.73%	91.73%	91.73%
в т. ч. износ	1 015	887	469	435	497	547	602	650	683	717
<i>годишно изменение</i>	-19.6%	-12.6%	-47.1%	-	6.0%	10.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%
<i>дял от готовата продукция</i>	12.24%	13.38%	8.26%	7.68%	8.26%	8.26%	8.27%	8.27%	8.27%	8.27%
<b>Полуготова продукция</b>	<b>21 003</b>	<b>18 796</b>	<b>21 725</b>	<b>22 112</b>	<b>23 898</b>	<b>26 134</b>	<b>27 702</b>	<b>29 364</b>	<b>30 586</b>	<b>31 504</b>
<i>годишно изменение</i>	15.6%	-10.5%	15.6%	-	10.0%	9.4%	6.0%	6.0%	4.2%	3.0%
<i>дял от общо продукция</i>	71.69%	73.92%	79.28%	79.61%	79.89%	79.79%	79.19%	78.88%	78.74%	78.42%
в т. ч. вътрешен пазар	7 973	5 837	7 020	7 220	7 722	8 340	8 840	9 370	9 792	10 086
<i>годишно изменение</i>	-1.2%	-26.8%	20.3%	-	10.0%	8.0%	6.0%	6.0%	4.5%	3.0%
<i>дял от полуготовата продукция</i>	37.96%	31.05%	32.31%	32.65%	32.31%	31.91%	31.91%	31.91%	32.01%	32.01%
в т. ч. износ	13 030	12 959	14 705	14 892	16 176	17 794	18 862	19 994	20 794	21 418
<i>годишно изменение</i>	28.9%	-0.5%	13.5%	-	10.0%	10.0%	6.0%	6.0%	4.0%	3.0%
<i>дял от полуготовата продукция</i>	62.04%	68.95%	67.69%	67.35%	67.69%	68.09%	68.09%	68.09%	67.99%	67.99%
<b>Общо вътрешен пазар</b>	<b>15 252</b>	<b>11 580</b>	<b>12 228</b>	<b>12 450</b>	<b>13 242</b>	<b>14 412</b>	<b>15 519</b>	<b>16 583</b>	<b>17 366</b>	<b>18 039</b>
<i>годишно изменение</i>	-6.7%	-24.1%	5.6%	-	8.3%	8.8%	7.7%	6.9%	4.7%	3.9%
<i>дял от общо продукция</i>	52.06%	45.54%	44.62%	44.82%	44.27%	44.00%	44.36%	44.55%	44.71%	44.90%
<b>Общо износ</b>	<b>14 045</b>	<b>13 846</b>	<b>15 174</b>	<b>15 327</b>	<b>16 673</b>	<b>18 341</b>	<b>19 464</b>	<b>20 644</b>	<b>21 477</b>	<b>22 135</b>
<i>годишно изменение</i>	23.5%	-1.4%	9.6%	-	9.9%	10.0%	6.1%	6.1%	4.0%	3.1%
<i>дял от общо продукция</i>	47.94%	54.46%	55.38%	55.18%	55.73%	56.00%	55.64%	55.45%	55.29%	55.10%
<b>ОБЩО ПРОДАЖБИ ПРОДУКЦИЯ</b>	<b>29 297</b>	<b>25 426</b>	<b>27 402</b>	<b>27 777</b>	<b>29 915</b>	<b>32 753</b>	<b>34 983</b>	<b>37 227</b>	<b>38 843</b>	<b>40 174</b>
<i>годишно изменение</i>	5.7%	-13.2%	7.8%	-	9.2%	9.5%	6.8%	6.4%	4.3%	3.4%
<b>ОБЩО ДРУГИ ПРОДАЖБИ</b>	<b>146</b>	<b>198</b>	<b>238</b>	<b>264</b>	<b>255</b>	<b>262</b>	<b>270</b>	<b>278</b>	<b>287</b>	<b>295</b>
<i>годишно изменение</i>	-27.00%	35.62%	20.20%	-	7.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
<b>ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ПРОДАЖБИ</b>	<b>29 443</b>	<b>25 624</b>	<b>27 640</b>	<b>28 041</b>	<b>30 170</b>	<b>33 015</b>	<b>35 253</b>	<b>37 505</b>	<b>39 130</b>	<b>40 469</b>
<i>годишно изменение</i>	5.4%	-13.0%	7.9%	-	9.2%	9.4%	6.8%	6.4%	4.3%	3.4%

Продукцията на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД се дели на две основни групи: полуготови изделия (опаковъчна хартия и тишу – тоалетно, за салфетки, за кърпи за ръце и т.н.) и готови изделия (тоалетна хартия, салфетки, кърпи за лице, носни кърпи, кухненски ролки, медицинска вата и др.). Полуготовите продукти се продават на множество по-малки производители, които ги дообработват и предлагат като краен продукт под своя марка, докато готовите продукти се предлагат под марката „Белана“ на крайните потребители. Делът на полуготовата продукция заема преобладаващ дял от 70-80% от продажбите на Дружеството, а за готовата продукция остават 20-30%.

По отношение на пазарите, на които се реализира продукцията на Дружеството, при готовата продукция основната част от продажбите (над 85%) се реализират на вътрешния пазар, докато при полуготовата такава над 2/3 от произведените количества се изнасят извън страната. Основни пазари на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД са Гърция, Македония, Сърбия, Естония и Румъния, на които се пада 97% от износа.

Приходите от продажба на продукцията са базирани на отчетните данни и очакванията на търговите предложители по групи продукция (готова и полуготова), както и по пазари (вътрешен и външен). Заложения средногодишен ръст на продажбите за прогнозния период е 6.6%, като за готовата продукция се залага този ръст да бъде с един процентен пункт по-висок. Конкретните разчети са показани в Таблица 12.

По отношение на структурата на продажбите за прогнозния период, е заложено запазване на съществуващата такава с известен ръст на дела на готовата продукция за сметка на полуготовата такава. Износът ще запази водещата си роля, като се очаква в рамките на прогнозния период той да носи малко над 55% от общите продажби и над 2/3 от износа на полуготова продукция.

Освен продукция приходите от продажби на Дружеството включват и продажби на услуги, стоки, материали и други. Поради тяхната незначителна стойност (общо под 1% от приходите) те са прогнозирани като съвкупна стойност, като е заложен ръст от 7% за 2018 г. и по 3% за всяка от останалите години от прогнозния период. Конкретните разчети са показани в Таблица 12 по-горе.



### 20.4.1.3. СЕБЕСТОЙНОСТ НА ПРОДАДЕНАТА ПРОДУКЦИЯ

Производствената себестойност на продукцията включва тези разходи (за материали, персонал, амортизация, външни услуги и т. н.), които могат да се отнесат пряко към производството на съответната продукция.

Информация за себестойността на продадената продукция на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД е представена в таблицата по-долу:

Таблица 13: Себестойност на продадената продукция, в хил. лв., (2015 г. –2023 г.)

Себестойност	2015	2016	2017	2018-1Q ТПМ	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Продажби на продукция</b>	<b>29 297</b>	<b>25 426</b>	<b>27 402</b>	<b>27 777</b>	<b>29 915</b>	<b>32 753</b>	<b>34 983</b>	<b>37 227</b>	<b>38 843</b>	<b>40 174</b>
<i>годишно изменение</i>	5.68%	-13.21%	7.77%	-	9.17%	9.49%	6.81%	6.41%	4.34%	3.43%
Разходи за материали	21 252	17 661	20 192	21 815	23 035	24 565	25 538	26 431	26 802	27 519
<i>годишно изменение</i>	12.14%	-16.90%	14.33%	-	14.08%	6.64%	3.96%	3.50%	1.40%	2.68%
<i>дял от продажбите</i>	72.54%	69.46%	73.69%	78.54%	77.00%	75.00%	73.00%	71.00%	69.00%	68.50%
Разходи за външни услуги и други разходи	41	17	23	21	24	0	0	0	0	0
<i>годишно изменение</i>	86.36%	-58.54%	35.29%	-	4.35%	-100.00%				
<i>дял от продажбите</i>	0.14%	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	1 494	1 412	1 561	1 580	1 795	1 965	2 099	2 234	2 331	2 410
<i>годишно изменение</i>	10.10%	-5.49%	10.55%	-	14.99%	9.47%	6.82%	6.43%	4.34%	3.39%
<i>дял от продажбите</i>	5.10%	5.55%	5.70%	5.69%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Изменение на запасите	-168	-242	-201	-996	-299	-328	-350	-372	-388	-402
<i>годишно изменение</i>	-119.95%	44.05%	-16.94%	-	48.76%	9.70%	6.71%	6.29%	4.30%	3.61%
<i>дял от продажбите</i>	-0.57%	-0.95%	-0.73%	-3.59%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
Разходи за амортизация	1 982	1 918	1 881	1 915	2 058	2 283	2 535	2 805	3 111	3 458
<i>годишно изменение</i>	1.38%	-3.23%	-1.93%	-	9.41%	10.93%	11.04%	10.65%	10.91%	11.15%
<i>дял от продажбите</i>	6.77%	7.54%	6.86%	6.89%	6.88%	6.97%	7.25%	7.53%	8.01%	8.61%
<i>дял от общата амортизация</i>	89.93%	85.06%	89.27%	90.59%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
<b>Себестойност на продукцията (без амортизация)</b>	<b>22 619</b>	<b>18 848</b>	<b>21 575</b>	<b>22 420</b>	<b>24 555</b>	<b>26 202</b>	<b>27 287</b>	<b>28 293</b>	<b>28 745</b>	<b>29 527</b>
<i>годишно изменение</i>	6.83%	-16.67%	14.47%	-	13.81%	6.71%	4.14%	3.69%	1.60%	2.72%
<i>дял от продажбите</i>	77.21%	74.13%	78.74%	80.71%	82.08%	80.00%	78.00%	76.00%	74.00%	73.50%
<b>ОБЩО СЕБЕСТОЙНОСТ</b>	<b>24 643</b>	<b>20 766</b>	<b>23 456</b>	<b>24 335</b>	<b>26 613</b>	<b>28 485</b>	<b>29 822</b>	<b>31 098</b>	<b>31 856</b>	<b>32 985</b>
<i>годишно изменение</i>	6.08%	-15.73%	12.95%	-	13.46%	7.03%	4.69%	4.28%	2.44%	3.54%
<i>дял от продажбите</i>	84.11%	81.67%	85.60%	87.61%	88.96%	86.97%	85.25%	83.54%	82.01%	82.11%

Темповете на промяна на основните групи разходи, включени в себестойността (за материали, за персонала и изменението на запасите от продукцията и незавършено производство) са прогнозирани като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2015 г. – 31.03.2018 г., както и на база очакванията на мениджмънта и търговите предложители.

Най-сериозен дял в себестойността на продукцията на Дружеството имат разходите за материали. Сред тях най-голям дял имат разходите за покупка на основната суровина за производството на продукцията – целулозата и нейния заместител - отпадъчната хартия. Съвкупния дял на тези основни материали от общите разходи за материали е почти 74% към 31.12.2017г. Основният дял от целулозата се закупува от „Свилоцел“ АД – Свищов или от внос, докато за отпадъчната хартия доставчици са множество търговци на едро с вторични

суровини. Целулозата е стандартизиран продукт и нейната цена се определя на различни борси/тържища и варира в сравнително широки граници. Цената на отпадъчната хартия като вторичен продукт като цяло споделя движенията на цената на целулозата.

Прогнозите на търговия предждител и мениджмънта на Дружеството са цената на целулозата, съответно хартията да расте с умерени темпове в рамките на прогнозния период. Този растеж ще бъде компенсирал изцяло с мерките за намаляване на разходите за суровини в Дружеството, като плановете са делът на разходите за основни суровини даже да намалее като дял от разходите за материали, съответно като дял от себестойността.

Сред другите разходи за материали по-важни са режийните разходи (електричество, вода, горива), разходите за опаковки и други. По отношение на режийните разходи се залага на тяхното намаление посредством мерки за енергийна ефективност, а останалите разходи за материали ще се запазят неизменни като дял от разходите за материали, съответно себестойността.

На база на горепосочените прогнози, както и на база данните за средната стойност на разходите за материали като процент от приходите за периода 2015-2017 г. и тримесечието на 2018 г. За 2018 г. се предвижда разходите за материали да бъдат 77% от продажбите, като този дял ще намалява постепенно в рамките на прогнозния период като достигнал 68.5% от продажбите в края на прогнозния период. Конкретните данни са посочени в Таблица 13.

По отношение на разходите за външни услуги и другите разходи, доколкото техният дял в себестойността на продукцията е под 0.1%, то за прогнозния период е направено допускането, че техният дял ще е нулев.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки) са прогнозирани на база отчетените такива за 2017 г. и към 31.03.2018 г. Заложеният ръст от над 10% на годишна база през 2018 г. (съответно до 6% от себестойността) е вследствие на очаквания среден ръст на възнагражденията в индустрията за периода и липсата на квалифицирана работна ръка.

Ефектът от планираните инвестиции, повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да се движи в съответствие с ръста на продажбите.

Поради характера на производствения цикъл, част от необходимите материали се закупуват през един отчетен период, а продукцията, произведена с тях се реализира през следващ отчетен период. Отчетната стойност на продукцията и незавършеното производство, разходите за които са направени през минали години, са посочени на ред “Изменение на запасите от продукция и незавършено производство”. Поради натрупаните сравнително високи стойности на продукцията и незавършеното производство и очакванията за тяхното постепенно намаление (виж т. 20.4.1.9.) е направено допускането, че в рамките на периода общата стойност на измененията ще е отрицателен в рамките на един процент от приходите от продажби.

Разходите за амортизация са описани в т. 20.4.1.8.

#### 20.4.1.4. РАЗХОДИ ЗА ДИСТРИБУЦИЯ

Като разходи за дистрибуция се отчитат разходите, които са пряко свързани с маркетинга и с продажбите на Дружеството. Сред тях най-съществен дял имат разходите за външни услуги и разходите за персонал, а с по-малко значение са разходите за материали и разходите за амортизация.

За разходите за материали, които включват основно разходи за гориво и режимни разходи е направено допускането, че техния размер като процент от продажбите ще се запази неизменен в рамките на 0.60% - приблизителната стойност на средния размер на този тип разходи за периода 2015-31.03.2018 г.

Разходите за външни услуги (включващи основно възнаграждения на дистрибутори и наеми на складови помещения) също са прогнозирани като процент от продажбите, като е направено допускането, че техния размер ще се запази неизменен в рамките на 5% - приблизителната им стойност съгласно отчета за 2017 г., както и приблизително средния размер на този тип разходи за периода 2015-31.03.2018 г.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки) на търговците на Дружеството са прогнозирани на база средния размер на този тип разходи за периода 2015-31.03.2018 г., като е заложено известно нарастване на техния дял до 2.5% от продажбите в резултат на по-активната маркетингова и търговска политика, както и привличането на професионалисти със солиден опит в областта на продажбите на потребителски стоки, които да увеличат продажбите на готова продукция.

Резултатите са представени в Таблица 14 по-долу:

Таблица 14: Разходи за дистрибуция, в хил. лв., (2015 г.– 2023г.)

Отчет за доходите, ttm	2015	2016	2017	2018-1Q ТТМ	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Продажби на продукция</b>	<b>29 297</b>	<b>25 426</b>	<b>27 402</b>	<b>27 777</b>	<b>29 915</b>	<b>32 753</b>	<b>34 983</b>	<b>37 227</b>	<b>38 843</b>	<b>40 174</b>
годишно изменение	5.68%	-13.21%	7.77%	-	9.17%	9.49%	6.81%	6.41%	4.34%	3.43%
Разходи за материали	158	191	175	156	179	197	210	223	233	241
годишно изменение	-15.05%	20.89%	-8.38%	-	2.29%	10.06%	6.60%	6.19%	4.48%	3.43%
дял от продажбите	0.54%	0.75%	0.64%	0.56%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
Разходи за външни услуги и други разходи	1 377	1 390	1 364	1 425	1 496	1 638	1 749	1 861	1 942	2 009
годишно изменение	-17.15%	0.94%	-1.87%	-	9.68%	9.49%	6.78%	6.40%	4.35%	3.45%
дял от продажбите	4.70%	5.47%	4.98%	5.13%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	489	490	649	676	748	819	875	931	971	1 004
годишно изменение	-4.49%	0.20%	32.45%	-	15.25%	9.49%	6.84%	6.40%	4.30%	3.40%
дял от продажбите	1.67%	1.93%	2.37%	2.43%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Разходи за амортизация	41	45	45	45	57	63	70	78	86	96
годишно изменение	-14.58%	9.76%	0.00%	-	26.67%	10.53%	11.11%	11.43%	10.26%	11.63%
дял от общата амортизация	1.86%	2.00%	2.14%	2.13%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>Общо разходи за дистрибуция</b>	<b>2 065</b>	<b>2 116</b>	<b>2 233</b>	<b>2 302</b>	<b>2 480</b>	<b>2 717</b>	<b>2 904</b>	<b>3 093</b>	<b>3 232</b>	<b>3 350</b>
годишно изменение	-14.24%	2.47%	5.53%	-	11.06%	9.56%	6.88%	6.51%	4.49%	3.65%
дял от продажбите	7.05%	8.32%	8.15%	8.29%	8.29%	8.30%	8.30%	8.31%	8.32%	8.34%
<b>Общо разходи за дистрибуция (без амортизация)</b>	<b>2 024</b>	<b>2 071</b>	<b>2 188</b>	<b>2 257</b>	<b>2 423</b>	<b>2 654</b>	<b>2 834</b>	<b>3 015</b>	<b>3 146</b>	<b>3 254</b>
годишно изменение	-14.24%	2.32%	5.65%	-	10.74%	9.53%	6.78%	6.39%	4.34%	3.43%
дял от продажбите	6.91%	8.15%	7.98%	8.13%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%

#### 20.4.1.5. АДМИНИСТРАТИВНИ РАЗХОДИ

Като административни разходи се отчитат разходите, които нямат пряка връзка със себестойността на продукцията и с продажбите, а по-скоро са свързани с цялостното функциониране и управление на Дружеството. Сред тях най-съществен дял имат разходите за външни услуги и разходите за персонал, а с по-малко значение са разходите за материали и разходите за амортизация.

За разходите за материали, които включват основно общозаводските и административни режимни разходи е направено допускането, че техният размер като процент от продажбите ще се запази неизменен в рамките на 0.80% - приблизителната им стойност съгласно отчета за 2017 г.

Разходите за външни услуги също са прогнозирани като процент от продажбите, като е направено допускането, че техният размер ще се запази неизменен в рамките на 3% - приблизителната им стойност съгласно отчета за 2017 г., както и малко под средния размер на този тип разходи за периода 2015-31.03.2018 г. Заложена е известна оптимизация вследствие на поемането на част от „изнесените“ дейности от вътрешни служители, както и вследствие на по-добрата ефективност на дейността.

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки) на административните служители и мениджърите за 2018 г. са прогнозирани на база средния размер на този тип разходи за периода 2015-31.03.2018 г. След 2019 г. е заложено намаляване на дела на разходите за персонал с половин процентен пункт вследствие на оптимизация на дейностите по управление на Дружеството.

Резултатите са представени в Таблица 15 по-долу:

Таблица 15: Административни разходи, в хил. лв., (2015 г. – 2023г.)

Отчет за доходите, ttm	2015	2016	2017	2018-1Q TTM	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Продажи на продукция</b>	<b>29 297</b>	<b>25 426</b>	<b>27 402</b>	<b>27 777</b>	<b>29 915</b>	<b>32 753</b>	<b>34 983</b>	<b>37 227</b>	<b>38 843</b>	<b>40 174</b>
годишно изменение	5.68%	-13.21%	7.77%	-	9.17%	9.49%	6.81%	6.41%	4.34%	3.43%
Разходи за материали	327	243	272	217	239	262	280	298	311	321
годишно изменение	20.22%	-25.69%	11.93%	-	-12.13%	9.62%	6.87%	6.43%	4.36%	3.22%
дял от продажбите	1.12%	0.96%	0.99%	0.78%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
Разходи за външни услуги и други разходи	877	847	929	794	897	983	1 049	1 117	1 165	1 205
годишно изменение	2.10%	-3.42%	9.68%	-	-3.44%	9.59%	6.71%	6.48%	4.30%	3.43%
дял от продажбите	2.99%	3.33%	3.39%	2.86%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	1 075	1 143	1 129	1 083	1 197	1 310	1 224	1 303	1 360	1 406
годишно изменение	14.24%	6.33%	-1.22%	-	6.02%	9.44%	-6.56%	6.45%	4.37%	3.38%
дял от продажбите	3.67%	4.50%	4.12%	3.90%	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Разходи за амортизация	181	291	181	159	172	190	211	234	259	288
годишно изменение	-14.62%	60.77%	-37.80%	-	-4.97%	10.47%	11.05%	10.90%	10.68%	11.20%
дял от общата амортизация	8.21%	12.90%	8.59%	7.52%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
<b>Общо административни разходи</b>	<b>2 460</b>	<b>2 524</b>	<b>2 511</b>	<b>2 253</b>	<b>2 505</b>	<b>2 745</b>	<b>2 764</b>	<b>2 952</b>	<b>3 095</b>	<b>3 220</b>
годишно изменение	7.71%	2.60%	-0.52%	-	-0.24%	9.58%	0.69%	6.80%	4.84%	4.04%
дял от продажбите	8.40%	9.93%	9.16%	8.11%	8.37%	8.38%	7.90%	7.93%	7.97%	8.02%
<b>Общо административни разходи (без амортизация)</b>	<b>2 279</b>	<b>2 233</b>	<b>2 330</b>	<b>2 094</b>	<b>2 333</b>	<b>2 555</b>	<b>2 553</b>	<b>2 718</b>	<b>2 836</b>	<b>2 932</b>
годишно изменение	9.99%	-2.02%	4.34%	-	0.13%	9.52%	-0.08%	6.46%	4.34%	3.39%
дял от продажбите	7.78%	8.78%	8.50%	7.54%	7.80%	7.80%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%

#### 20.4.1.6. Други приходи/РАЗХОДИ, НЕТНО

Освен описаните по-горе приходи от продажби, Дружеството отчита и други приходи в размер на 366 хил. лв. през 2017 г. (2016 г: 287 хил. лева), включително: приходи от финансираня, приходи от излишъци, установени при инвентаризации, приходи от продажба на ДМА, приходи от застраховки, отписани задължения и други приходи. „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД отчита и други разходи в размер на 510 хил. лв. през 2017 г. (2016 г: 458 хил. лева), включително брак и липси на готова продукция и материали, отписани и обезценени вземания, глоби и неустойки и други разходи. Нетната стойност на другите приходи минус другите разходи е равна на минус 144 хил. лв. през 2017 г. (2016 г: минус 171 хил. лв.). Поради невъзможността за адекватно прогнозиране на тези приходи/разходи, както и като се вземе предвид тяхната сравнително малка нетна сума, то за целите на прогнозата е направено допускането, че тяхната стойност ще е нулева за периода 2018-2023 г.

Таблица 16: Други приходи/разходи, в хил. лв. (2015 г.– 31.03.2018г.)

ДРУГИ ПРИХОДИ, НЕТНО (ХИЛ.ЛВ.)	2015	2016	2017	2018-1Q ТТМ
Финансираня	129	129	129	204
<i>годишно изменение</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	<i>0.00%</i>	-
Излишъци при инвентаризация	23	66	24	16
<i>годишно изменение</i>	<i>4.55%</i>	<i>186.96%</i>	<i>-63.64%</i>	-
Отписани задължения	90	92	51	57
<i>годишно изменение</i>	<i>291.30%</i>	<i>2.22%</i>	<i>-44.57%</i>	-
Продажба на ДМА	0	0	22	2
<i>годишно изменение</i>	<i>-100.00%</i>			-
Брак на продукция и материали	-82	-182	-134	-125
<i>годишно изменение</i>	<i>412.50%</i>	<i>121.95%</i>	<i>-26.37%</i>	-
Отписани вземания	-51	-11	-87	-82
<i>годишно изменение</i>	<i>-7.27%</i>	<i>-78.43%</i>	<i>690.91%</i>	-
Обезценка на вземания	-116	-213	-226	-158
<i>годишно изменение</i>	<i>329.63%</i>	<i>83.62%</i>	<i>6.10%</i>	-
Глоби и неустойки	-15	-25	-28	-27
<i>годишно изменение</i>	<i>-50.00%</i>	<i>66.67%</i>	<i>12.00%</i>	-
Други приходи/разходи, нетно	-28	-27	105	103
<i>годишно изменение</i>	<i>-71.72%</i>	<i>-3.57%</i>	<i>-488.89%</i>	-
<b>ДРУГИ ПРИХОДИ, НЕТНО</b>	<b>-50</b>	<b>-171</b>	<b>-144</b>	<b>-10</b>
<i>годишно изменение</i>	<i>-16.7%</i>	<i>242.0%</i>	<i>-15.8%</i>	-

#### 20.4.1.7. РЕЗУЛТАТ ОТ ОПЕРАТИВНА ДЕЙНОСТ (ЕБИТ)

В Таблица 17 са показани основните приходи и разходи на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД, както и резултатът от оперативна дейност (ЕБИТ) за Дружеството.

Таблица 17: Резултат от оперативна дейност, в хил. лв., (2015 г. – 2023 г.)

Отчет за доходите, ttm	2015	2016	2017	2017-1Q TTM	2018- 1Q TTM	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Нетни приходи от продажби</b>	<b>29 443</b>	<b>25 624</b>	<b>27 640</b>	<b>25 155</b>	<b>28 041</b>	<b>30 170</b>	<b>33 015</b>	<b>35 253</b>	<b>37 505</b>	<b>39 130</b>	<b>40 469</b>
<i>годишно изменение</i>	5.45%	-12.97%	7.87%		11.47%	9.15%	9.43%	6.78%	6.39%	4.33%	3.42%
Себестойност на продажбите	-24 643	-20 766	-23 456	-20 031	-24 335	-26 613	-28 485	-29 822	-31 098	-31 856	-32 985
<i>годишно изменение</i>	6.08%	-15.73%	12.95%		21.49%	13.46%	7.03%	4.69%	4.28%	2.44%	3.54%
<i>дял от продажбите</i>	-83.70%	-81.04%	-84.86%	-79.63%	-86.78%	-88.21%	-86.28%	-84.59%	-82.92%	-81.41%	-81.51%
<b>Брутна печалба</b>	<b>4 800</b>	<b>4 858</b>	<b>4 184</b>	<b>5 124</b>	<b>3 706</b>	<b>3 557</b>	<b>4 530</b>	<b>5 431</b>	<b>6 407</b>	<b>7 274</b>	<b>7 484</b>
<i>годишно изменение</i>	2.30%	1.21%	-13.87%		-27.67%	-14.99%	27.38%	19.89%	17.97%	13.52%	2.90%
<i>Брутен марж</i>	16.30%	18.96%	15.14%	20.37%	13.22%	11.79%	13.72%	15.41%	17.08%	18.59%	18.49%
Разходи за дистрибуция	-2 065	-2 116	-2 233	-2 113	-2 302	-2 480	-2 717	-2 904	-3 093	-3 232	-3 350
<i>годишно изменение</i>	-14.24%	2.47%	5.53%		8.94%	11.06%	9.56%	6.88%	6.51%	4.49%	3.65%
<i>дял от продажбите</i>	-7.01%	-8.26%	-8.08%	-8.40%	-8.21%	-8.22%	-8.23%	-8.24%	-8.25%	-8.26%	-8.28%
Административни разходи	-2 460	-2 524	-2 511	-2 764	-2 253	-2 505	-2 745	-2 764	-2 952	-3 095	-3 220
<i>годишно изменение</i>	7.71%	2.60%	-0.52%		-18.49%	-0.24%	9.58%	0.69%	6.80%	4.84%	4.04%
<i>дял от продажбите</i>	-8.36%	-9.85%	-9.08%	-10.99%	-8.03%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Други приходи, нетно	-50	-171	-144	-224	-10	0	0	0	0	0	0
<i>годишно изменение</i>	-16.67%	242.00%	-15.79%		-95.54%	-100.00%					
<b>Резултат от оперативна дейност (ЕБИТ)</b>	<b>225</b>	<b>47</b>	<b>-704</b>	<b>23</b>	<b>-859</b>	<b>-1 428</b>	<b>-932</b>	<b>-237</b>	<b>362</b>	<b>947</b>	<b>914</b>
<i>годишно изменение</i>	-475.00%	-79.11%	-1597.87%		-	102.89%	-34.77%	-74.58%	-252.97%	161.30%	-3.42%
<i>ЕБИТ марж, %</i>	0.76%	0.18%	-2.55%	0.09%	-3.06%	-4.73%	-2.82%	-0.67%	0.97%	2.42%	2.26%

#### 20.4.1.8. ИНВЕСТИЦИИ И АМОРТИЗАЦИЯ

Историческите данни за дълготрайните нефинансови активи (ДА) за периода 2012 г. – 31.03.2018 г. са представени в таблица 18 по-долу:

Таблица 18: Дълготрайни нефинансови активи и амортизация за периода 2012 г. – 31.03.2018 г.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018-1Q TTM
Отчетна стойност на съществуващите активи	58 423	59 903	61 382	62 594	63 316	64 876	64 991
Инвестиции за периода	2 719	2 013	1 637	1 212	892	1 648	1 727
Отчетна стойност на новите активи (с нагрупване)							
<b>Общо отчетна стойност на активите</b>	<b>58 423</b>	<b>59 903</b>	<b>61 382</b>	<b>62 594</b>	<b>63 316</b>	<b>64 876</b>	<b>64 991</b>
<i>годишно изменение</i>	-	2.50%	2.50%	2.00%	1.20%	2.50%	-
Норма съществуващи активи	3.67%	3.86%	3.61%	3.52%	3.56%	3.25%	3.25%
Норма нови активи							
<b>Норма амортизация общо активи</b>	<b>3.67%</b>	<b>3.86%</b>	<b>3.61%</b>	<b>3.52%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.25%</b>	<b>3.25%</b>
Амортизация съществуващи активи	2 142	2 315	2 215	2 204	2 255	2 107	2 114
Амортизация нови активи							
<b>Общо амортизация</b>	<b>2 142</b>	<b>2 315</b>	<b>2 215</b>	<b>2 204</b>	<b>2 255</b>	<b>2 107</b>	<b>2 114</b>
<i>годишно изменение</i>	-	8.10%	-4.30%	-0.50%	2.30%	-6.60%	-
Балансова стойност съществуващи активи	27 590	27 288	26 704	25 712	24 371	23 887	23 579
Балансова стойност нови активи							
<b>Балансова стойност на активите</b>	<b>27 590</b>	<b>27 288</b>	<b>26 704</b>	<b>25 712</b>	<b>24 371</b>	<b>23 887</b>	<b>23 579</b>
<i>годишно изменение</i>		-1.10%	-2.10%	-3.70%	-5.20%	-2.00%	-
<b>Инвестиции/Амортизация</b>	<b>1.27</b>	<b>0.87</b>	<b>0.74</b>	<b>0.55</b>	<b>0.40</b>	<b>0.78</b>	<b>0.82</b>
<b>Нетни инвестиции</b>	<b>577</b>	<b>-302</b>	<b>-578</b>	<b>-992</b>	<b>-1 363</b>	<b>-459</b>	<b>-387</b>
<i>Нетни инвестиции/Продажби</i>	1.90%	-1.10%	-2.10%	-3.40%	-5.30%	-1.70%	-1.40%
<i>Нетни инвестиции/NOPLAT</i>	42.67%	-21.50%	867.00%	-396.80%	-2610.00%	58.68%	40.55%

Както е видно от таблица 18, инвестициите в нови дълготрайни материални и нематериални активи при “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД са на сравнително малка стойност и са основно в

капитални ремонти, съответно увеличение на стойността на съществуващите такива. В целия посочен исторически период стойността на инвестициите (нововъведените активи) е по-ниска от стойността на амортизацията, което се обяснява с отрицателния финансов резултат през периода. Планираните през следващите години инвестиции също ще са сравнително ограничени по размер, като стремежа ще е да са равни или поне близки до амортизацията с цел поддържането на стойността на активите, съответно нивата на продажбите и финансовия резултат.

В края на прогнозния период и след това, в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41, е направено допускането, че размерът на инвестициите ще е равен на размерът на амортизацията, т.е. компанията ще поддържа постоянен размер на дълготрайните активи.

Финансирането на описаните по-горе инвестиционни разходи ще бъде за сметка на собствени средства на Дружеството (печалба плюс амортизация), както и (при нужда) за сметка на привлечено дългово финансиране и/или акционерен капитал.

Разходите за амортизация са изчислени на база амортизационния план за съществуващите към 31.03.2018 г. активи и прогнозен план за нововъведените такива. Информацията за амортизацията на съществуващите активи е представена в Таблица 19 по-долу:

Таблица 19: Амортизация на съществуващите дълготрайни активи за периода 2017 г. – 2023 г.

Амортизация съществуващи активи	2017		Амортизация					2023	балансова стойност в края на периода
	амортизационна норма	отчетна стойност на активите	2018	2019	2020	2021	2022		
Земя и сгради	2.71%	10 040	272	272	272	272	272	272	2 128
Машини, съоръжения и оборудване	3.30%	53 053	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	1 750	8 468
Транспортни средства	10.37%	540	56	56	56	56	56	56	105
Стопански инвентар	1.68%	119	2	2	2	2	2	2	1
Нематериални активи	7.10%	310	22	22	22	22	22	22	1
Инвестиционни имоти	4.20%	119	5	5	5	5	5	5	22
<b>Общо</b>	<b>3.25%</b>	<b>64 181</b>	<b>2 107</b>	<b>2 107</b>	<b>2 107</b>	<b>2 107</b>	<b>2 107</b>	<b>2 107</b>	<b>10 725</b>

По отношение на нововъведените активи за целите на прогнозата е направено допускането, че в рамките на прогнозния период основната част от тях ще бъдат в групата „сгради, машини, съоръжения и оборудване“, които съгласно амортизационния план се амортизират със средна норма от 10% годишно.

Амортизационния план на нововъведените през прогнозния период активи е представен в Таблица 20 по-долу.

Така получените разходи за амортизация (на съществуващите и нововъведените активи) се разпределят между себестойността на произведената продукция, разходите за дистрибуция и административните разходи на база делът на амортизацията в съответната група като дял от общата амортизация съгласно отчета на Дружеството за 2017 г. и плановете на мениджмънта за бъдещите инвестиции. Така 90% от общите прогнозни разходи за амортизация са отнесени

към себестойността на продукцията, 7.50% - към административните разходи и съответно 2.50%- към разходите за дистрибуция.

Таблица 20: Амортизационен план за новите активи за периода 2018 г. – 2023 г.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Отчетна стойност на съществуващите активи	64 991	64 991	64 991	64 991	64 991	64 991
Инвестиции за периода	1 800	2 500	2 800	3 000	3 400	3 850
Отчетна стойност на новите активи (с нагрупване)	1 800	4 300	7 100	10 100	13 500	17 350
<b>Общо отчетна стойност на активите</b>	<b>66 791</b>	<b>69 291</b>	<b>72 091</b>	<b>75 091</b>	<b>78 491</b>	<b>82 341</b>
<i>годишно изменение</i>	<i>3.00%</i>	<i>3.70%</i>	<i>4.00%</i>	<i>4.20%</i>	<i>4.50%</i>	<i>4.90%</i>
Норма съществуващи активи						
Норма нови активи			<b>10.00%</b>			
<b>Норма амортизация общо активи</b>	<b>3.42%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.91%</b>	<b>4.15%</b>	<b>4.40%</b>	<b>4.67%</b>
Амортизация съществуващи активи	2 107	2 107	2 107	2 107	2 107	2 107
Амортизация нови активи	180	430	710	1 010	1 350	1 735
<b>Общо амортизация</b>	<b>2 287</b>	<b>2 537</b>	<b>2 817</b>	<b>3 117</b>	<b>3 457</b>	<b>3 842</b>
<i>годишно изменение</i>	<i>8.50%</i>	<i>10.90%</i>	<i>11.00%</i>	<i>10.60%</i>	<i>10.90%</i>	<i>11.10%</i>
Балансова стойност съществуващи активи	21 780	19 673	17 566	15 459	13 352	11 245
Балансова стойност нови активи	1 620	3 690	5 780	7 770	9 820	11 935
<b>Балансова стойност на активите</b>	<b>23 400</b>	<b>23 363</b>	<b>23 346</b>	<b>23 229</b>	<b>23 172</b>	<b>23 180</b>
<i>годишно изменение</i>	<i>-2.00%</i>	<i>-0.20%</i>	<i>-0.10%</i>	<i>-0.50%</i>	<i>-0.20%</i>	<i>0.00%</i>
<b>Инвестиции/Амортизация</b>	<b>0.79</b>	<b>0.99</b>	<b>0.99</b>	<b>0.96</b>	<b>0.98</b>	<b>1.00</b>
<b>Нетни инвестиции</b>	<b>-487</b>	<b>-37</b>	<b>-17</b>	<b>-117</b>	<b>-57</b>	<b>8</b>
<i>Нетни инвестиции/Продажби</i>	<i>-1.60%</i>	<i>-0.10%</i>	<i>0.00%</i>	<i>-0.30%</i>	<i>-0.10%</i>	<i>0.00%</i>
<i>Нетни инвестиции/NOPLAT</i>	<i>30.69%</i>	<i>3.57%</i>	<i>6.46%</i>	<i>-29.07%</i>	<i>-5.42%</i>	<i>0.79%</i>

#### 20.4.1.9. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

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

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

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

При определяне стойността на дружеството по метода на дисконтираните нетни парични потоци, стойността на паричните средства и финансовите активи, както и на задълженията



към финансови предприятия към датата на последния изготвен финансов отчет, са отчетени като елементи при изчисляването на нетния дял.

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

Плановите на Търговия предложител са размерът на оборотния капитал в рамките на прогнозния период да намалява като дял от продажбите най-вече благодарение на по-доброто управление на материалните запаси, включително и в резултат на стратегията за намаляване на разходите за материали, както и за внедряване на нови продукти по отношение на продукцията.

За целите на настоящата оценка е направена детайлна прогноза на различните компоненти на нетния оборотен капитал (материални запаси, вземания и задължения) като дял от нетните приходи от продажби за съответния период. Резултатите са представени в таблица 21 по-долу.

Таблица 21: Оборотен капитал за периода 2015 г. – 2023 г., в хил. лв.

Нетен оборотен капитал (НОК)	2015	2016	2017	2018-1Q ТТМ	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Материални запаси	7 133	6 716	6 450	6 650	6 336	6 273	5 993	5 626	5 087	4 856
% от продажбите	24.23%	26.21%	23.34%	23.72%	21.00%	19.00%	17.00%	15.00%	13.00%	12.00%
годишно изменение	-0.4%	-5.8%	-4.0%	-	-1.8%	-1.0%	-4.5%	-6.1%	-9.6%	-4.5%
Вземания	8 054	7 164	8 085	8 624	8 146	7 263	6 346	6 001	5 478	5 261
% от продажбите	27.35%	27.96%	29.25%	30.75%	27.00%	22.00%	18.00%	16.00%	14.00%	13.00%
годишно изменение	6.7%	-11.1%	12.9%	-	0.8%	-10.8%	-12.6%	-5.4%	-8.7%	-4.0%
Задължения	8 222	5 996	7 950	9 352	9 051	8 254	7 403	6 376	5 478	5 038
% от продажбите	27.93%	23.40%	28.76%	33.35%	30.00%	25.00%	21.00%	17.00%	14.00%	12.45%
годишно изменение	40.0%	-27.1%	32.6%	-	13.8%	-8.8%	-10.3%	-13.9%	-14.1%	-8.0%
Нетен оборотен капитал (НОК)	6 965	7 884	6 585	5 922	5 431	5 282	4 936	5 251	5 087	5 079
% от продажбите	23.66%	30.77%	23.82%	21.12%	18.00%	16.00%	14.00%	14.00%	13.00%	12.55%
годишно изменение	-21.2%	13.2%	-16.5%	-	-17.5%	-2.7%	-6.6%	6.4%	-3.1%	-0.2%
Промяна НОК	-1 873	919	-1 299	-663	-491	-149	-346	315	-164	-8

По отношение на материалните запаси е заложено намаление с 1.552 млн. лв. до около 12% от продажбите в края на прогнозния период. По отношение на вземанията и задълженията, е заложено даже по-голямо абсолютно намаление. Тази прогноза се базира на аргумента, че размерът на вземанията и задълженията е значително по-висок от средните за обичайната търговска дейност на дружеството и отрасъла.

В края на прогнозния и следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба 41 е направено допускането, че Дружеството ще поддържа приблизително

постоянен размер на НОК, което на практика означава, че изменението в размера на оборотния капитал ще има стойности максимално близки до нула.

#### 20.4.1.10. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

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

Формулата за среднопретеглената цена на капитала е следната:

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

където:

$R_e$  - цена на собствения капитал;

$R_d$  - цена на привлечения капитал;

$E$  - стойност на собствения капитал;

$D$  - стойност на привлечения капитал;

$V = E + D$ ;

$E/V$  - дял на собствения капитал;

$D/V$  - дял на привлечения капитал;

$T_c$  - корпоративна данъчна ставка.

Анализът на счетоводния баланс на Дружеството показва, че то финансира дейността си както посредством елементите на собствения капитал /акционерен капитал и реализирана печалба/, както и с помощта на заеми /привлечен капитал/.

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

Таблица 22: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2012 г. – 31.03.2018 г.

(в хил. лв.)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018-1Q
Собствен капитал	20 600	20 602	19 311	18 458	17 571	16 041	15 566
Привлечен капитал	15 902	15 180	15 418	14 447	14 099	13 602	13 198
Дял на собствения капитал	56.44%	57.58%	55.60%	56.09%	55.48%	54.11%	54.12%
Дял на привлечения капитал	43.56%	42.42%	44.40%	43.91%	44.52%	45.89%	45.88%

Както е видно от Таблица 22, за Дружеството е характерно използване на приблизително равни пропорции собствен и привлечен капитал в капиталовата му структура.

В Таблица 23 са представени стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозируем период. Като база на прогнозата е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансова стойност на дълготрайните материални и нематериални активи, оборотен капитал и финансови активи/парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на дълготрайните активи за съответния период са равни на тези в таблица 20, а стойностите на оборотния капитал – на тези в таблица 21.

По отношение на паричните средства и финансовите активи (като съвкупна сума), то за тях е заложено, че техният размер ще намалява с 2% средногодишно спрямо стойността им във финансовия отчет от 2017г.

След получаването по начина по-горе на инвестирания капитал на Дружеството, следва да бъдат прогнозирани и източниците за неговото финансиране – собствен капитал и лихвоносен дълг.

Прогнозата за собствения капитал за 2018 г. се базира на стойността му към края на 2017 г. и прогнозирания размер на нетната печалба (НП) за същия период. Аналогично собствения капитал за всеки следващ прогнозен период се получава като сума от собствения капитал за предходния период и НП (получена по долупосочения начин) за текущия такъв. За целия прогнозен период е заложено 100% процента реинвестиране на НП, което се основава на плановете на търговите предложители да не разпределят дивиденди в този период.

НП за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) се извадят разходите за лихви и другите финансови разходи (нетно). Разходите за лихви от своя страна се получават като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга – 4.20% за целия прогнозен период. За останалите финансови разходи (нетно) е направено допускането, че те ще бъдат равни на техният среден размер за периода 2015-2017г. или 232 хил. лв. За разглеждания прогнозен период не са заложени разходи за данък печалба, доколкото Дружеството има натрупана значителна загуба, която следва да се приспада от бъдещите печалби в рамките на петгодишен период, който съвпада с прогнозния такъв, а съвкупният размер на прогнозираната печалба за периода е по-малък от размера на натрупаната загуба.

Дружеството има в баланса си и различни други нетни пасиви – финансираня (нетно), отсрочени данъчни пасиви, както и дългосрочни и краткосрочни задължения към свързани лица на обща нетна стойност 1 173 хил. лв. Сред тях най-голям дял имат задълженията към свързани лица – 842 хил. лв. към 31.12.2017 г. По отношение на тях не се предвижда промяна в рамките на прогнозния период. Останалите пасиви – отсрочените данъчни пасиви и финансиранята също ще се запазят сравнително постоянни през прогнозния период. Така и за общата стойност на другите нетни пасиви също е заложено, че ще останат без промяна в разглеждания период.

Прогнозата за лихвоносния дълг за всяка година от разглеждания период е получена като разлика между стойността на инвестираня капитал от една страна и получените по гореописания начин собствен капитал и останали нетни пасиви.

При определянето на относителните дялове на собствения и привлечения капитал са използвани техните балансови стойности. Използването на пазарните стойности в случая е неприложимо, доколкото привлечения капитал е под формата на банкови кредити, които не са търгуеми и нямат пазарна цена, а акциите на Дружеството, формиращи собствения капитал не са активно търгувани и нямат пазарна цена по смисъла на Наредба 41 (виж т. 20.1.6. по-горе).

Получените съотношения на собствения и привлечения капитал са използвани за определяне на среднопретеглената цена на капитала (WACC).

Таблица 23: Прогноза за инвестираня капитал и източниците на финансирането му за периода 2018 - 2023 г.

Година	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Нетна стойност на ДМА и ДНМА	23 400	23 363	23 346	23 229	23 172	23 180
Нетен оборотен капитал	5 431	5 282	4 936	5 251	5 087	5 079
Финансови активи и парични средства	337	330	323	317	311	305
<i>годишно изменение, %</i>	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
<b>Общо инвестиран капитал (ИК)</b>	<b>29 168</b>	<b>28 975</b>	<b>28 605</b>	<b>28 797</b>	<b>28 570</b>	<b>28 564</b>
Собствен капитал (СК)	13 288	11 435	10 244	9 618	9 584	9 515
Коефициент на реинвестиране	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Лихвоносен дълг	14 707	16 394	17 188	18 033	17 813	17 903
Разходи за лихви	618	689	722	757	748	752
<i>Ефективен лихвен процент, %</i>	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%	4.20%
Други активи минус други пасиви	-1 173	-1 146	-1 173	-1 146	-1 173	-1 146
<i>годишно изменение</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Общо финансиране</b>	<b>29 168</b>	<b>28 975</b>	<b>28 605</b>	<b>28 797</b>	<b>28 570</b>	<b>28 564</b>

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

Таблица 24: Капиталова структура на Дружеството за периода 2018 г. – 2023 г.

(в хил. лв.)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Собствен капитал	13 288	11 435	10 244	9 618	9 584	9 515
Привлечен капитал	14 707	16 394	17 188	18 033	17 813	17 903
Дял на собствения капитал	47.47%	41.09%	37.34%	34.78%	34.98%	34.70%
Дял на привлечения капитал	52.53%	58.91%	62.66%	65.22%	65.02%	65.30%

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

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

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

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

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

където:

$K_e$  – цена на собствения капитал;

$R_f$  – безрискова норма на възвращаемост;

$\beta$  – „бета“;

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

$R_b$  – премия за риска на съответната държава.

За целите на оценката, като безрискова норма на възвращаемост е използвана доходността на германските дългосрочни десетгодишни BUNDS към датата на обосновката, които отговарят на изискването да не носят кредитен и реинвестиционен риск, като същевременно доходността им се определя от общото лихвено ниво в Еврозоната. Източник на използваната информация е Bloomberg (Germany Bunds 10Y Yield (GTDEM10Y:GOV)).

Използването на доходността на българските ДЦК като безрискова норма на възвращаемост би било неправилно, тъй като от една страна кредитния риск на България /който се измерва

от рейтинговите агенции/, все още е далеч от Ааа, а от друга – реинвестиционния риск е значителен поради ограничения обем на емисиите.

Рисковата премия за развит пазар  $R_g$  е взета от публикуваните на месечна база данни на уеб сайта на проф. Дамодаран към юли 2018г. (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>). Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компаниите от индекса за последните 12 месеца (ТТМ), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години. Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира поддържането на заложения терминален растеж. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавен линеен преход от първоначалната стойност на коефициента на изплащане на дивиденди за текущия месец и изчисления постоянен коефициент на изплащане на дивиденди. Според нас този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните периоди. Така например в периоди на ниска инвестиционна активност, компаниите често предпочитат да раздават по-високи дивиденди, вместо да държат излишен кеш, като понякога коефициентът на изплащане на дивиденди дори може да надхвърля единица (когато освен текущата, се разпределят и печалби от минали години). Обратното, в периоди на инвестиционен бум компаниите ограничават стойността на дивидентите и предпочитат да реинвестират печалбата и така да увеличават стойността на компаниите в бъдеще.

На база на горепосоченото, използваната стойност на премията  $R_g$  за месец юли е 4.99%.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Ваа2 (какъвто е рейтинга на България според Moody's) и безрисковата норма на възвращаемост. Текущите данни отново в същия източник на проф. Дамодаран към януари 2018г. сочат, че този спред е в размер на 195 б.т. (1.95%), което е формирано от разликата по доходността на чуждестранни ДЦК с рейтинг ААА и същите по матуритет български държавни ценни книжа. В тази връзка проф. Дамодаран определя премия за странови риск в размер на 219 б.т. (2.19%).

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

Според теорията няма съществена разлика между „бета“ коефициентите по страни в рамките на един отрасъл, тъй като премията за риска, свързан със съответната страна, вече е включена

като странова премия в оценката на дисконтовата ставка. Повечето големи информационни източници, като Merrill Lynch, Barra Value Line, Standard and Poor’s, Morningstar, Reuters и Bloomberg публикуват стойности на коефициента „бета“ за основните стопански отрасли, изчислени на база средна между коефициентите на публично търгуваните компании на пазарите в Европа, Азия и Америка.

За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ (с използвана ефективна данъчна ставка) за отрасъла „Хартия и дърводобив“ (Paper & Forest) относно дружества от развиващите се пазари (emerging markets), който към датата на изготвяне на оценката е равен на 0.64. Смятаме, че за българския пазар, който е нисколиквиден и неефективен, по-подходящо е използването на бета именно от сравними, нововъзникващи пазари. Използваните данни са от посочената по-горе страница <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск в следствие на специфичното ниво на дълга, коригираната за дълг (relevered) „бета“ е калкулирана в съответствие с капиталовата структура на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД съгласно последния одитиран счетоводен отчет за 2017г.

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

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

където:

$\beta_l$  – коригирана за дълг (relevered) „бета“ на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД;

$\beta_u$  – избрана пазарна бездългова (unlevered) „бета“;

$D/E$  – общо лихвоносни заеми / общо акционерен капитал на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД;

$t$  – корпоративна данъчна ставка за България.

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

Таблица 25: Определяне на цената на собствения капитал

Показател	Стойност
Безрискова доходност	0.32%
Рискова премия за развит пазар	4.99%
Премия за странови риск	2.19%
Сектор	PAPER/FOREST
Бета (за развиващи се пазари)	0.96
Секторно съотношение дълг/собствен капитал	58.12%
Ефективна данъчна ставка за сектора	14.43%
Бета без дълг	0.64
Данъчна ставка за компанията	10%
Съотношение дълг/собствен капитал за Дружеството	84.80%
Бета с дълг	1.13
<b>Цена на собствения капитал</b>	<b>8.15%</b>

За целите на оценката на цената на привлечения капитал, са използвани данни за изискваните от търговските банки лихви по отпускани кредити на компании, сравними по големина и финансово състояние със „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

За целта беше направено проучване за средния размер на лихвите, отпускани от търговските банки на дружества от типа на разглежданото. Проучването показва, че размерът на лихвените нива варира между 3% и 5%, в зависимост от кредитополучателя, срока и обезпечението.

За прогнозния период, поради намаляващия лихвен марж по кредитите и сравнително високата задлъжнялост на Дружеството, е заложена цена на привлечения капитал от 4.2%. Тази стойност кореспондира и със актуалния ефективен лихвен процент по кредитите на Дружеството.

В Таблица 26 е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнозния период целева капиталова структура и стойностите на финансиране със собствен и привлечен капитал.

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



Таблица 26: Определяне на среднопотеглената цена на капитала (WACC)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Източници на финансиране - съотношение</b>						
Собствен капитал	47.47%	41.09%	37.34%	34.78%	34.98%	34.70%
Привлечен капитал	52.53%	58.91%	62.66%	65.22%	65.02%	65.30%
<b>Стойност на финансирането</b>						
Собствен капитал	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%
Привлечен капитал	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%	4.200%
Ефективна данъчна ставка	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>Стойност на финансирането след данъци</b>						
Собствен капитал	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%	8.150%
Привлечен капитал	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%	3.7800%
<b>Среднопотеглена цена на капитала</b>						
Собствен капитал	3.870%	3.350%	3.040%	2.830%	2.850%	2.830%
Привлечен капитал	1.990%	2.230%	2.370%	2.470%	2.460%	2.470%
СППЦ	<b>5.860%</b>	<b>5.580%</b>	<b>5.410%</b>	<b>5.300%</b>	<b>5.310%</b>	<b>5.300%</b>
СППЦ-усреднено			<b>5.46%</b>			

Получения осреднен резултат за среднопотеглената цена на капитала е използван като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

#### 20.4.1.11. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (g)

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

Терминалната стойност се определя по формулата:

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

където:

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

Заложеният в модела дългосрочен ръст „g” е равен на очаквания ръст на икономиката в дългосрочен план. Очакванията са, че през следващите 30-50 години икономиката на

България ще расте с темпове малко по-високи в сравнение с тази на ЕС, заради процеса на конвергенция.

Съгласно една от най-авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОЕСД) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСД до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж за периода 2023 г. - 2060 г. е 1.8% средногодишно. Към този процент е добавена и надбавка от 0.59% заради очаквания по-висок ръст на българската икономика в процеса на конвергенция, като така прогнозите са, че тя ще расте със 33% по-бързо от средногодишния ръст на глобалната икономика за периода 2023-2050 г. Възможността за по-висок средногодишен ръст според нас е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и във връзка с това очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии

Така получената стойност от 2.39% е използвана като стойност на дългосрочния ръст в терминалния период при разглеждания сценарий.

#### 20.4.1.12. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

Чрез прилагането на стандартната процедура за дисконтиране на бъдещи приходи се получава стойността на търговската дейност на Дружеството към датата на оценката.

От получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения на Дружеството към 31.03.2018 г. (дългосрочни банкови кредити в размер на 1,330 хил. лв. и краткосрочни банкови кредити в размер на 11,868 хил. лв.) и е прибавена сумата на паричните средства (150 хил. лв. + 121 хил. лв. блокирани парични средства като обезпечение по дадени гаранции) и сумата на краткосрочните финансови активи на Дружеството (138 хил. лв.) към 31.03.2018г.

Подробни разчети са представени в Таблица 27.

Таблица 27: Оценка на стойността на акциите на Дружеството, хил. лв.

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
ЕБИТ	-1 428	-932	-237	362	947	914
Данъци	0	0	0	0	0	0
NOPLAT (ЕБИТ след данъци)	-1 428	-932	-237	362	947	914
Амортизация	2 287	2 537	2 817	3 117	3 457	3 842
Инвестиции	-1 800	-2 500	-2 800	-3 000	-3 400	-3 850
Нетен оборотен капитал (НОК)	491	149	346	-315	164	8
Нетни парични потоци	-450	-746	126	164	1 168	914
Дисконтов фактор	0.974976	0.924498	0.876612	0.831232	0.788199	0.747394
Дисконтирани нетни парични потоци (ДНПП)	-439	-689	111	137	920	683
Настояща стойност на ДНПП	723					
Терминална стойност	22 789					
ДНПП към датата на оценката	23 512					
Стойност на нетния дълг към датата на оценката	12 789					
Стойност за акционерите (лв.)	10 723 000					
Стойност на една акция (лв.)	1.866 лв					

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

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

Стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обръщение.

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

За определянето на цената на една акция на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД по този метод са използвани данни от последния публикуван счетоводен отчет към 31.03.2018 г. Емитираните от дружеството обикновени акции към тази дата са 5 747 741 броя. По отношение на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Таблица 28: Нетна стойност на активите на една акция на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД

Показател - хил. лв.	Стойност
Сума на активите	39 376 лв
Сума на дългосрочните задължения	2 467 лв
Сума на краткосрочните задължения	21 343 лв
Нетна стойност на активите	15 566 лв
<b>Нетна стойност на активите на една акция</b>	<b>2.708 лв</b>

#### 20.5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

##### 20. 5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

Един от подходите за непосредствено определяне стойността на акциите на дадено дружество е използването на един или повече методи, които сравняват предмета на оценката с инвестиции в аналогичен обект. При метода на сравнението предприятието се сравняват рисковия профил и потенциала за растеж на оценяваната компания с тези на избрани сравними публични дружества. Пазарните множители за аналогични предприятия дават индикация за това, колко би платил за компанията един информиран инвеститор на ефективен пазар. Тези множители впоследствие се прилагат към оперативните характеристики на оценяваното дружество, за да се достигне до заключение за неговата стойност.

От група „подходящи“ компании се избират такива, които са най - сравними с оценяваната, като селекцията се базира преди всичко на критериите "предмет на дейност" и „източници на приходи“.

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

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

“ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД е дружество, специализирано в отрасъл целулозно – хартиена промишленост и по-специално производството на хартия и хартиени изделия за директна консумация. Към датата на обосновката на „БФБ“ АД не са регистрирани други компании, работещи в този сектор.

Сравнението между “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД и публични дружества от друг отрасъл, според нас е недопустимо, тъй като това би довело до значителни изкривявания заради различната зрялост на пазара, ниво на конкуренция, структура на разходите, съотношение собствен/привлечен капитал и т.н.

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

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

#### **20.5.2. Средна претеглена цена**

Средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца интегрира всички основни фактори от значение за инвеститорите, които определят пазарната цена на акциите

на всяко дружество. Поради тази причина, тази цена би трябвало да е с най-голям относителен дял при формиране на справедливата цена на оценяваното дружество.

Разпоредбата на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41 обаче, поставя като условие за използване на тази цена, през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката, да е налице активна търговия с акциите по смисъла §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби на наредбата. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко на 0,01% от общия брой акции на Дружеството за предходните 6 месеца общо на всички места за търговия, които оповестяват публично информация за търговията. Капиталът на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД е в размер на 5 747 741 броя акции, а 0,01% от него се равнява на 574,78 броя акции.

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

Общият брой изтъргувани акции на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД за разглеждания период е 7,882 броя, а среднодневният обем на търговия с акции за този период е 64.61 броя (изчислен на база 122 борсови сесии за периода). Следователно не е налице среднодневен обем на търговия в размер по – голям от 0,01 на сто от общия брой акции на Дружеството. В посочения период от 122 търговски сесии, акции на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД са се търгували на алтернативен пазар на „БФБ ” АД в 6 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б”, б. „бб” от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41; Справедливата цена на акциите е определена съгласно чл. 5, ал. 3 и при използване на методите, посочени по-долу в Таблица 29;

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

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложени тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД. Търговият предложител счита, че използваните относителни тегла на оценъчните методи

дават достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество.

Относителните тегла на използваните методи са както следва:

- Метод на дисконтираните нетни парични потоци – **60%**
- Метод на нетната балансова стойност на активите – **40%**

Методът на дисконтираните нетни парични потоци има най-голям относителен дял в изчисляването на цената на акциите на Дружеството, тъй като считаме, че той притежава преимущества при определянето на справедливата стойност на акциите на дружеството. Основанията за това са следните:

- Методът на дисконтираните нетни парични потоци отчита по-добре възможността на предприятието да генерира в бъдеще доходи за акционерите. При настоящото Търгово предложение от особено важно значение за акционерите е да се оцени именно пазарния потенциал на бизнеса, което се постига най-добре чрез използването на този метод;
- При калкулирането на нетната настояща стойност на паричните потоци се вземат под внимание /чрез величината на дисконтовия фактор/ и рисковете за дадена инвестиция, докато при метода на нетната балансова стойност на активите, те се приемат за несъществуващи.

Методът на нетната стойност на активите е с по-ниско тегло поради следните причини:

- Методът оценява активите и пасивите статично, към определена дата и по този начин не включва динамиката и измененията в бизнеса на оценяваното дружество, които могат да са свързани както с достатъчно добри перспективи за развитие, така и с определени затруднения и недостатъци в следвания бизнес модел;
- Оценката по метода на нетната стойност на активите не отчита липсата на ликвидност за по-голямата част от активите на Дружеството.

**Таблица 29: Справедлива стойност на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД по различните методи**

Метод	Цена за акция	Тегло
ДНПП-FCFF	1.866 лв	60%
Нетна стойност на активите	2.708 лв	40%
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	2.203 лв	100%

## **20.7. СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА АКЦИИТЕ НА ДРУЖЕСТВОТО СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА**

Предвид обосновката на съответните относителни тегла и прилагайки, разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД, предмет на настоящото Предложение за изкупуване е определена на **2.203 лв.**

## **20.8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ**

Систематизираната финансова информация е представена, съгласно разпоредбите на чл. 23, ал. 2 на Наредба №41.

Таблица 30: Систематизирана финансова информация

неконсолидирани данни	2015	2016	2017	31.03.2017	31.03.2018
<b>1. данни от отчета за доходите:</b>					
1.1. нетни приходи от продажби;	29 443	25 624	27 640	25 155	28 041
1.2. себестойност на продажбите	-24 643	-20 766	-23 456	-20 031	-24 335
1.3. брутен марж; (=1.1. - 1.2.)	4 800	4 858	4 184	5 124	3 706
1.4. общопроизводствени и административни разходи и разходи за дистрибуция	-4 525	-4 640	-4 744	-4 877	-4 555
1.5. други приходи/разходи, нетно;	-50	-171	-144	-224	-10
1.6. Печалба преди лихви и данъци/ЕБИТ; (=1.3.+ 1.4.+1.5.)	225	47	-704	23	-859
1.7. финансови разходи;	-1 098	-965	-835	-939	-814
1.8. печалба/загуба преди данъци; (=1.6.+1.7.)	-873	-918	-1 539	-916	-1 673
1.9. данъци;	20	31	9	31	9
1.10. нетна печалба/загуба; (=1.8.+1.9.)	-853	-887	-1 530	-885	-1 664
<b>2. данни от счетоводния баланс:</b>					
2.1. парични средства;	1 001	147	206	547	271
2.2. краткосрочни финансови активи;	58	88	138	105	138
2.3. търговски и други краткосрочни вземания;	8 054	7 164	8 085	9 165	8 624
2.4. материални запаси;	7 133	6 716	6 450	5 957	6 650
2.5. краткосрочни задължения	8 222	5 996	7 950	6 473	9 352
2.6. краткосрочен дълг	14 310	14 099	12 702	14 674	11 868
2.7. дългосрочен дълг	137	706	1 606	706	2 036
2.8. нетен оборотен капитал; (=2.3.+2.4.-2.5)	6 965	7 884	6 585	8 649	5 922
2.9. обща стойност на активите;	41 958	39 032	38 977	39 747	39 376
2.10. обща стойност на пасивите;	23 500	21 461	22 936	22 501	23 810
2.11. обща стойност на собствения капитал;	18 458	17 571	16 041	17 246	15 566
2.12. брой акции	5 747 741	5 747 741	5 747 741	5 747 741	5 747 741
<b>3. финансови коефициенти</b>					
3.1. рентабилност на собствения капитал ROE; (=1.10./2.11.)	-4.62%	-5.05%	-9.54%	-5.13%	-10.69%
3.2. рентабилност на активите ROA; (=1.5.*(1-10%)/2.9.)	0.48%	0.11%	-1.63%	0.05%	-1.96%
3.3. маржин преди данъци; (=1.9. / 1.1.)	-2.97%	-3.58%	-5.57%	-3.64%	-5.97%
3.4. нетен маржин; (1.10. /1.1.)	-2.90%	-3.46%	-5.54%	-3.52%	-5.93%
3.5. паричен поток от оперативна дейност/пасиви; (=1.3. / 2.10.)	20.43%	22.64%	18.24%	22.77%	15.56%
3.6. коефициент на бърза ликвидност Quick Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3)/(2.5.+2.6.)	0.40	0.37	0.41	0.46	0.43
3.7. коефициент на обща ликвидност Current Ratio; (=2.1.+2.2.+2.3+2.4.)/(2.5.+2.6.)	0.72	0.70	0.72	0.75	0.74
3.8. обръщаемост на активите; (=1.1. / 2.9.)	0.70	0.66	0.71	0.63	0.71
3.9. обръщаемост на вземанията =(1.1. / 2.3.)	3.66	3.58	3.42	2.74	3.25
3.10. счетоводна стойност на акция BVPS; (=2.11.*1000/2.12.)	3.211 лв	3.057 лв	2.791 лв	3.000 лв	2.708 лв
3.11. печалба на акция EPS; (=1.10*1000 / 2.12.)	-0.148 лв	-0.154 лв	-0.266 лв	-0.154 лв	-0.290 лв
3.12. продажби на акция; (=1.1*1000 / 2.12.)	5.123 лв	4.458 лв	4.809 лв	4.377 лв	4.879 лв
3.13. Коефициент на покритие на дивидентите; (= 3.11/3.16)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3.14. Коефициент на изплащане на дивиденти; (=3.16. / 3.11.)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3.15. Коефициент на задържане на печалбата; (=1-3.14.)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
3.16. Дивидент на акция DPS;	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв	0.00 лв
3.17. Темп на растеж на активите;	-	-6.97%	-0.14%	1.98%	-0.93%
3.18. Темп на растеж на продажбите;	-	-12.97%	7.87%	-8.99%	11.47%
3.19. Темп на растеж на печалбата на една акция;	-	-4.05%	-72.73%	42.11%	-88.31%
3.20. общо активи/собствен капитал; (=2.9. / 2.11.)	2.27	2.22	2.43	2.30	2.53
3.21. дългосрочен дълг/собствен капитал; (=2.7. / 2.11.)	0.01	0.04	0.10	0.04	0.13
3.22. заеман/собствен капитал; = ((2.6.+2.7.) / 2.11.)	0.78	0.84	0.89	0.89	0.89
3.23. цена на затваряне* към дата	0.638 лв 14.12.2015	п.а. -	2.390 лв 19.12.2017	1.450 лв 7.2.2017	2.400 лв 9.3.2018
3.24. коефициент цена/печалба P/E; (=3.23. / 3.11.)	-4.31	-	-8.98	-9.42	-8.28
3.25. коефициент цена/счетоводна стойност P/BV; (=3.23. / 3.10.)	0.20	-	0.86	0.48	0.89
3.26 коефициент цена/продажби P/S; (=3.23. /3.12.)	0.12	-	0.50	0.33	0.49

\*Цената на затваряне е определена към последната дата, за която са налице сключени сделки през последните три месеца, която е посочена в таблицата по-горе. Източник на данните за цената на затваряне: БФБ. Източник на счетоводните данни: Финансови отчети на „ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО“ АД.



Данните за 2015 г., 2016 г. и 2017 г. са от одитираните годишни финансови отчети на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД.

С цел сравнимост с предходните периоди, информацията към 31.03.2017 г. и 31.03.2018 г. в последните две колони на таблицата е представена приравнена на база последните 4 тримесечия (ТТМ), като фактически включва съвкупно съответно данните за периода април-декември 2016 г. и януари-март 2017 г., както и за периода април-декември 2017 г. и януари-март 2018 г.

При калкулацията на нетния оборотен капитал за всички периоди не са включени паричните средства и еквиваленти, краткосрочните финансови активи и краткосрочния лихвоносен дълг.

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

## 20.9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

При изготвянето на обосновката е използвана информация от следните източници:

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

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

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

Национален статистически институт - [www.nsi.bg](http://www.nsi.bg)

Международен валутен фонд - [www.imf.org](http://www.imf.org)

Евростат – [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat)

Одитирани отчети на “ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО” АД

Данни, предоставени от Дружеството - <http://www.ppibg.com/>

Методика и данни от страницата на А. Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Информационна агенция Bloomberg - [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)



ТЪРГОВО ПРЕДЛОЖЕНИЕ  
ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА АКЦИИТЕ  
НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ В "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД




Търговият предложител декларира, че настоящото Търгово предложение е представено на Съвета на директорите на "ЗАВОД ЗА ХАРТИЯ БЕЛОВО" АД и на "Българска фондова борса" АД.


Търговият предложител PABOLUX S.A. отговаря солидарно с упълномощения инвестиционен посредник ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД за вреди, причинени от неверни, заблуждаващи или непълни данни в настоящото Търгово предложение, съгласно чл. 150 Ал. 5 от ЗППЦК.

Комисията за финансов надзор не носи отговорност за верността на съдържащите се в настоящото Търгово предложение данни.

Търговият предложител PABOLUX S.A. и ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД декларират, че търговото предложение съответства на изискванията на закона

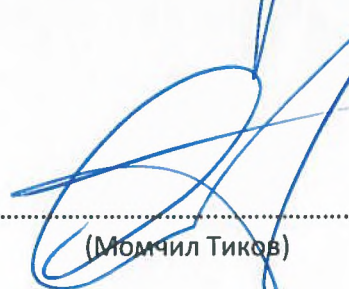
**За Pabolux S.A.:**

1.   
.....  
(Димитриос-Александрос Зеритис)

2.   
.....  
(Георгиос-Анастасиос Зеритис)

**За „Елана Трейдинг“ АД:**

1.   
.....  
(за Радослава Масларзка)

2.   
.....  
(Момчил Тиков)