

Обосновка на цената на предлагане

1. Резюме

Акциите се предлагат по емисионна стойност, която е в размер на 27.50 лева за акция.

Емисионната стойност на акциите е определена с решение на Съвета на директорите, взето на 20.05.2022 г. и одобрена от Общото събрание на акционерите, проведено на 28.06.2022 г.

Емисионната цена е определена след комплексен анализ, включващ финансови показатели, очаквано развитие, рискови фактори, глобално и регионално макроикономическо развитие, пазарните настроения и др., като са взети предвид и интересите на акционерите на „БиИ Сمارт Текнолоджис“ АД.

За обосновката на цената на предлагане са приложени двата най-широко използваните и общоприети методи за оценка - Методът на дисконтираните парични потоци и Методът Пазарни множители на дружества-аналози.

2. Оценъчни методи

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

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

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

Методът на дисконтираните дивиденди (DDM) е неприложим в този случай, тъй като Дружеството е в начален етап от своето развитие, в който етап свободните парични потоци се използват за реинвестиране.

Останалите два метода могат да бъдат използвани за оценка на Дружеството, като най-подходящ в случая се откроява метода на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), тъй като капиталовата структура на Дружеството е съставена изцяло от собствен капитал.

Прогнозите са изготвени за периода от 2022 г. до 2026 г. като са базирани на очакваното развитие на пазара, в който Дружеството оперира и плановете на мениджмънта за растеж. Прогнозите са разработени на база на принципа на действащо предприятие. Не са предвидени форсмажорни или други обстоятелства, които могат да нарушат нормалната дейност.

Дружеството е новатор в сегмента, в който развива своята дейност, като цели разрастване не само в рамките на Република България, но и на пазарите в Централна и Западна Европа. Планира се развиване на мултинационален и мултидисциплинарен екип, способен да доразвива търговските му операции на таргетираните пазари. В тази връзка фокусът на Дружеството и съответно очакванията на мениджмънта са

Бии Сمارт Текнолоджис да реализира първите си продажби на чуждестранен пазар през настоящата година и постепенно да увеличи приходите от тези пазари с темп по-висок от този на местния пазар. В резултат на изпълнението на тези цели, прогнозата на мениджмънта е чуждестранните пазари да изравнят своя дял в общите приходи с този на местния пазар още през 2023 г. като до края на прогнозния период формират 83.5% от общите приходи. Средногодишният темп на нарастване на приходите от продажби е прогнозиран на 120%. В резултат на увеличеният обем на продажбите Дружеството очаква да регистрира и постепенно подобрене на брутния марж на продажбите от 57% през 2021 г. на 72% през 2025 г. , което съответно да доведе и до по-висок ръст на брутната печалба (130% средногодишният темп на нарастване). Поради увеличените разходи за заплати, маркетинг и продажби оперативната печалба преди лихви, данъци и амортизации (ЕБИТДА) се планира да остане отрицателна до 2023 г. вкл., след което Дружеството да регистрира положителни стойности. Поради естеството на бизнеса капиталовите разходи не формират съществена част от паричните потоци на Дружеството като те основно са за компютърни конфигурации, софтуерни лицензи, ERP система, оптимизираща логистиката, регистрацията на патент и друго специализирано техническо оборудване за осъществяване на дейността. Нетният непаричен оборотен капитал се очаква да нараства с ръста на продажбите. По детайлна прогноза е представена в таблицата по-долу:

Сумите са в хиляди лева	2021	2022п	2023п	2024п	2025п	2026п
Приходи	500	1 201	3 003	7 507	15 014	25 524
Себестойност на продажбите	218	399	931	2 102	4 204	7 147
Брутна печалба	283	802	2 072	5 405	10 810	18 377
<i>Марж</i>	<i>57%</i>	<i>67%</i>	<i>69%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>
Разходи за маркетинг, продажби и дистрибуция	161	418	1 111	2 552	4 654	7 785
Разходи за персонал и осигуровки	406	620	1 049	1 471	1 919	2 401
Разходи за материали	39	36	54	75	120	179
Разходи за услуги	130	141	181	300	405	638
Други разходи/ (приходи)	17	17	34	60	75	128
Приход от финансиране по Евро-проект	(250)	(181)	(227)	(227)	-	-
Общо оперативни разходи	503	1 051	2 202	4 232	7 174	11 131
Оперативна печалба/(загуба)	(220)	(248)	(130)	1 173	3 636	7 247
<i>Марж</i>	<i>-44%</i>	<i>-21%</i>	<i>-4%</i>	<i>16%</i>	<i>24%</i>	<i>28%</i>
Разходи за амортизации	22	22	31	54	88	136
Печалба/(Загуба) преди лихви и данъци	(242)	(270)	(161)	1 119	3 547	7 111
<i>Марж</i>	<i>-48%</i>	<i>-22%</i>	<i>-5%</i>	<i>15%</i>	<i>24%</i>	<i>28%</i>
Финансови приходи/(разходи)	11	14	12	12	24	70
Данък печалба	-	-	-	111	352	704
Нетна печалба/(Загуба)	(253)	(284)	(173)	996	3 171	6 337
<i>Марж</i>	<i>-51%</i>	<i>-24%</i>	<i>-6%</i>	<i>13%</i>	<i>21%</i>	<i>25%</i>
Капиталови разходи	(35)	(48)	(86)	(140)	(199)	(266)
(Увеличение)/намаление на материалните запаси	(138)	(167)	(452)	(1 022)	(2 043)	(2 306)
(Увеличение)/намаление на вземания от клиенти	(15)	(51)	(119)	(297)	(495)	(693)
Увеличение/(намаление) на задължения	40	22	118	227	357	524
Увеличение/(намаление) на приход за бъдещи периоди	68	102	336	811	1 351	1 892

(Увеличение)/намаление на други активи минус пасиви	(250)	(179)	(135)	(178)	(7)	40
Финансиране по Евро-проект паричен поток	-	443	-	-	-	-

Постоянният темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период е един от показателите, които в най-голяма степен влияят на резултантната величина от метода на дисконтираните парични потоци. В метода е заложен дългосрочен номинален ръст на компанията от 1.8% на годишна база. Този ръст се базира на финансовата и икономическа теория, която предвижда зряла и развита компания да достигне до темповете на растеж на индустрията, в която оперира, а една развита индустрия да конвергира към темповете на растеж на икономиката. Финансовата теория не допуска за този показател да бъдат използвани текущи и краткосрочни ръстове, чиито стойности са компрометирани като неустойчиви поради самото си естество. Нашите очаквания за дългосрочен ръст се базират на дългосрочната прогноза на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за ръста на БВП на страните-членки на организацията до 2060 г. <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-long-term-forecast.htm>. Според тази прогноза очаквания средногодишен кумулативен ръст за периода 2026г. – 2060 г. е 1.8%. Така определения темп на растеж се потвърждава и от историческите стойности за развитие на европейската икономика, според които средният темп на растеж за последните 30 г. е почти 2%.

Нормата на дисконтиране е цената на финансиране на Дружеството като тя отразява търсената възвращаемост от инвеститорите. В метода на дисконтираните парични потоци на собствения капитал, това е цената на финансиране със собствен капитал. Цената на финансиране със собствен капитал е изчислена съгласно методологията за определяне на цената на собствения капитал на проф. Асват Дамодаран, един от „гурутата“ на оценяването и оценъчните методи, като тази формула е допълнително моделирана, за да отчита допълнителния риск за инвестиция в стартиращо дружество.

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

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

където:

K_e - цената на финансиране със собствен капитал

R_f - безрискова норма на възвръщаемост

β – бета на сектора

R_m – рискова премия за развит пазар на акции

R_b – рискова премия за държавата

R_s – допълнителен риск за стартиращо дружество

Безрисковата норма на възвръщаемост – “0.842%” - е определена на база на доходността на емисията германски дългосрочни ценни книжа (DE0001102507), тъй като тези книжа отговарят най-добре на идеята за безрискова инвестиция, която да е с времеви хоризонт отразяващ основната част от стойността получена по метода на дисконтираните парично потоци, а именно терминалната стойност. Използваната информация е публикувана в Bloomberg към 19.05.2022 г.

Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран, който публикува на своята интернет страница <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> актуални оценки на рисковите премии за развитите и развиващите се пазари, които се базират на исторически данни за рисковите премии на развитите пазари и съответните кредитни рейтинги за останалите пазари. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори по света и в България. Съгласно данните на проф. Дамодаран <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx> рисковата премия за инвестиране в акции на развит пазар е 5.23%. Използвани са данните към май 2022 г. като рисковата премия е изчислена на база стойността на индекса S&P 500 към 1 май 2022 г., стойността на изплатените дивиденди и обратно изкупени акции от дружествата от индекса за последните 12 месеца, както и стойността на прогнозните дивиденди и обратно изкупени акции за следващите 5 години. Прогнозата е осреднена консенсусна на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса, докато за терминален ръст е използвана доходността на дългосрочните американски ценни книжа. Този метод на определяне на рисковата премия за развит пазар е най-подходящ, тъй като отчита очакванията на инвеститорите за бъдещето, представлявайки по своята същност средна геометрична от анюализираните риск премии за бъдещи периоди. Така избраната премия дава най-точна представа за очакванията на инвеститорите в дългосрочен план.

Премията за странови риск е определена чрез коригираната разлика в доходността на акции с рейтинг Ваа1 (каквато е рейтинга на България според Moody's към датата на обосновката) и рисковата премия за развит пазар на акции. Страновият риск е изчислен като произведение на разликата в доходността на акции с рейтинг Ваа1 (1.36%) и коефициентът за волатилност на пазара на акции (1.16). Съгласно <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> пазарната премия за странови риск е определена на 1.58%.

Бета коефициентът отразява системния риск на акциите на Дружеството. Той измерва волатилността на акцията спрямо движението на пазара като цяло. Като източник на данните сме използвали базата данни на проф. Дамодаран <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls> за дружествата опериращи в развиващи се пазари. Тъй като няма данни за отрасъла, в който Дружеството оперира сме използвали средната величина за най-близките 2 отрасли, а именно за отрасъл „Food Wholesalers“, където коефициентът „бета без дълг“ (unlevered beta) е определен на 0.54 и за отрасъл „Healthcare Products“, където коефициентът „бета без дълг“ (unlevered beta) е определен на 1.15. Така получения коефициентът „бета без дълг“ в размер на 0.848 следва да бъде коригиран с нивото на финансов ливъридж на Дружеството, като по този начин се изчислява коефициент „бета с дълг“ (levered beta). Изчислението на коефициентът „бета с дълг“ се постига чрез следната формула:

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

където:

β_l - коефициент „бета с дълг“ (levered beta)

β_u - коефициент „бета без дълг“ (unlevered beta)

T – данъчна ставка на Дружеството

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

Поради факта, че Дружеството не ползва и не планира да ползва финансов ливъридж през прогнозния период коефициента „бета с дълг“ (levered beta) съвпада с коефициента „бета с дълг“ (levered beta).

За премия за допълнителен риск за инвестиция в стартиращо дружество сме използвали 10%.

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

$$K_e = 0.842\% + 0.848 \cdot 5.23\% + 1.58\% + 10\% = 16.85\%$$

Терминалната стойност е изчислена чрез капитализация на паричните потоци за следпрогнозния период по метода за растеж на Гордън (Gordon Growth Model).

Прогнозираните парични потоци за периода 2022 – 2026 г. са дисконтирани към датата на оценката. Прогнозните разчети и калкулации са дадени в таблицата по-долу:

Сумите са в хиляди лева	2021	2022п	2023п	2024п	2025п	2026п
Приходи	500	1 201	3 003	7 507	15 014	25 524
Себестойност на продажбите	(218)	(399)	(931)	(2 102)	(4 204)	(7 147)
Брутна печалба	283	802	2 072	5405	10810	18 377
Други разходи	(503)	(1 051)	(2 202)	(4 232)	(7 174)	(11 131)
Печалба преди лихви, данъци и амортизации (ЕБИТДА)	(220)	(248)	(130)	1 173	3 636	7 247
Разходи за амортизации	(22)	(22)	(31)	(54)	(88)	(136)
Оперативна печалба	(242)	(270)	(161)	1 119	3 547	7 111
Финансови разходи	(11)	(14)	(12)	(12)	(24)	(70)
Разходи за данъци	-	-	-	(111)	(352)	(704)
Нетна печалба за периода	(253)	(284)	(173)	996	3 171	6 337
- инвестиции в нетекущи активи		(48)	(86)	(140)	(199)	(266)
- увеличение на нетния оборотен капитал		(273)	(252)	(459)	(837)	(542)
+ разходи за амортизации		22	31	54	88	136
+ поток по ЕС проект		443	-	-	-	-
Свободен паричен поток		(140)	(480)	451	2 224	5 665
Норма на дисконтиране		16.85%	16.85%	16.85%	16.85%	16.85%
Дисконтов фактор		1.08	1.27	1.48	1.73	2.02
Настояща стойност на паричните потоци		(129)	(379)	305	1 287	2 805
Постоянен темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период						1.8%
Терминална стойност						38 305
Настояща стойност на терминалната стойност	18 968					
Стойност на собствения капитал	22 857					
Брой акции в обращение, хил.	363.75					
Стойност на акция (лв)	62.84					

Резултатът от метода на дисконтираните парични потоци на собствения капитал е стойност на собствения капитал в размер на 22 857 хил.лв. или стойност на акция в размер на 62.84 лв.

Методът Пазарни множители на дружества-анализи (peer multiples) се състои в изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на неговата печалба на акция, продажби, нетна

стойност на активите или друг финансов параметър с пазарен множител. Пазарният множител изразява съотношението между цената на дружество - аналог, и съответно неговата печалба на акция, продажби на акция, нетна стойност на активите или друг избран параметър. Този метод за оценка отразява възприятието на инвеститорите на капиталовия пазар за стойността на компаниите в даден сектор.

Поради етапа на своето развитие най-подходящия метод за оценка на Дружеството и един от малкото приложими е на база продажбите. Два са най-популярните метода за оценка на база продажбите - EV/Sales (стойност на Дружеството към продажби) и P/S (стойност на собствения капитал на Дружеството към продажби). Тъй като Дружеството разчита изцяло на собствен капитал, то в случая и двата показателя биха били с еднаква стойност и затова е използван само показателя P/S.

Стойността на оценяваното дружество се определя непосредствено само с помощта на пазарните множители на дружествата – аналози, при наличие на дружества със сходни инвестиционни и рискови характеристики. Критериите, на които трябва да отговарят дружествата–аналози, са да бъдат в сектор от икономиката, в който оценяваната компания оперира, да предлагат сходно продуктово портфолио, да имат сходно географско покритие, да имат аналогичен размер на приходите и активите и подобна балансова структура. За да бъдат определени техните пазарни множители, аналозите също така трябва да имат публикувани финансови отчети и активно котирана цена.

Една селекция на компании-аналози традиционно стартира с подбор на група от дружества с аналогичен предмет на дейност и географски пазар, която впоследствие допълнително се прецизира, за да включва компании със сходен размер на операциите и приходите, балансова структура и пазарни коефициенти. Тъй като „Би Смарт Текнолоджис“ АД е новатор в своя сегмент и Дружествата му аналози (относно технологичната част на Дружеството) са няколко бързорастящи компании като „Bee Hero“ от САЩ, „Apis Protect“ от Ирландия и „BeeWise“ от Израел, които са на подобен етап от своето развитие, не са листнати на фондова борса и липсва публична информация относно техните рундове на финансиране, то те не могат да бъдат използвани за оценка на Дружеството. Относно бизнес модела „Осинови Кошер“, Дружеството няма директен конкурент в България. Поради тези ограничения откъм надеждна информация относно дружества със същия предмет на дейност, е прието, че най-близките дружества-аналози са допуснатите до пазара за растеж BEAM.

На пазара BEAM до настоящия момент са допуснати или в процес на допускане 8 Дружества. От тях 3 са фондове („Импулс I“ АД, „Ейч Ар Кепитъл“ АД и „Уебит Инвестмънт Нетуърк“ ЕАД), сравнението с които е невъзможно, поради това че те нямат продажби, а се явяват инвеститори в други Дружества, които инвестиции могат да бъдат направени в широк спектър на оценка. Друго от дружествата на пазара BEAM е „Дронамикс Кепитъл“ АД, което също така е невъзможно да бъде използвано за аналог, тъй като няма приходи, а притежава SAFE инструмент, който дава право на бъдеща инвестиция в „Дронамикс Глобъл“ АД. „Инфинити Капитал“ АД пък от своя страна е Дружество, което оперира на проектна основа и към момента на допускането си до BEAM няма реализирани приходи, което също така го прави невъзможно за база за сравнение. „Смарт Органик“ АД от своя страна е в напреднал етап на своето развитие и сравнението с него би дало погрешна представа на оценката на „Би Смарт Текнолоджис“ АД. Останалите две дружества на BEAM са „Биодит“ АД и „Син Карс Индъстри“ АД, които се явяват най-близки по своята структура и етап на развитие до оценяваното Дружество. Използваните данни за тях са към датата на аукциона на BEAM, като продажбите са на база последните 12 месеца преди датата на допускане съгласно наличната информация от документа за допускане.

Дружество	Биодит	Син Карс Индъстри
Брой акции (преди увеличението)	12 820 583	18 543 669
Цена на акция	1.00	1.00
Оценка на дружеството (преди увеличението), хил.лв	12 821	18 544
Дата на предлагането на BEAM	21/01/2021	01/06/2021
Приходи за последните 12 месеца преди предлагането, хил.лв*	184	255
Съотношение цена/приходи	69.68	72.72
Средноаритметична стойност**	71.20	
Бии Сمارт Текнолоджис		
Приходи за последните 12 месеца преди предлагането, хил.лв*	600	
Стойност на собствения капитал, хил.лв.	42 748	
Брой акции в обращение, хил.	363.75	
Стойност на акция (лв)	117.52	

* Използвани данни за приходите за последните 12 месеца към 30.09.2020 г. за „Биодит“ АД, към 31.12.2020 г. за „Син Карс Индъстри“ АД и към 31.03.2022 г. за „Бии Сمارт Текнолоджис“ АД.

** Изчислената средноаритметична стойност между съотношенията цена на дружеството преди увеличението на капитала към приходи за последните 12 месеца преди увеличението на капитала

Резултатът от метода на пазарните множители на дружества-аналози е стойност на собствения капитал в размер на 42 748 хил.лв. или стойност на акция в размер на 117.52 лв.

3. Тегла на оценъчните методи

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

Методът на пазарните множители на дружества-аналози има редица предимства като основното от тях е, че два ясна представа за пазарните настроения към момента на събитието, в конкретния момент първичното предлагане на акции на Дружеството. От друга страна не се отчитат разликите в конкретните инвестиционни характеристики, както и различните очаквания за развитието на отделните дружества.

В тази връзка смятаме, че равните тегла на двата метода най-добре отразяват стойността на Дружеството, като първият метод отразява вътрешно присъщата му стойност, а вторият пазарните настроения към такъв тип инвестиция.

4. Цена съгласно оценъчните методи

Изчислената стойност на собствения капитал съгласно оценъчните методи е 32 803 хил.лв. и съответно изчислената цена на акцията съгласно оценъчните методи е 90.18 лв.

Използван метод	FCFE	Пазарни множители
Стойност на собствения капитал, хил.лв.	22 857	42 748
Стойност на акция (лв)	62.84	117.52
Тегло на използвания метод	50%	50%
Стойност на собствения капитал, хил.лв.	32 803	
Брой акции в обращение, хил.	363.75	
Стойност на акция (лв)	90.18	

След консултации на мениджмънта на Дружеството с инвестиционния посредник, както и със съществуващите акционери (с оглед защита на техните права в случай на разводняване), както и с оглед на несигурната икономическа обстановка, породена от военния конфликт в Украйна, енергийната криза, инфлационните процеси, нарушените вериги за доставки и най-вече очакваните повишения на лихвените нива, Съвета на директорите реши да предложи за одобрение на Общото събрание на акционерите емисионна цена на новите акции в размер на 27.50 лв., която цена представлява 70% отстъпка от изчислената стойност съгласно оценъчните методи.