

HARISSON MANAGEMENT LIMITED

като акционер притежаващ пряко 8 056 189 броя акции, както и чрез свързани лица и по силата на споразумение още 6 883 849 броя акции, които общо правят 14 940 038 акции, представляващи 96,438% от капитала и 96,955% от гласовете в Общото събрание на акционерите на АРОМА АД

ОТПРАВЯ

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ПО ЧЛ. 157а ОТ ЗППЦК

ЗА ЗАКУПУВАНЕ НА ВСИЧКИ АКЦИИ НА ОСТАНАЛИТЕ АКЦИОНЕРИ НА

„АРОМА” АД

ЧАСТ II

ОБОСНОВКА НА ПРЕДЛАГАНАТА ЦЕНА

ISIN номер:	BG1100087987
Вид на акциите:	Обикновени, безналични, поименни, свободно прехвърляеми
Номинална стойност:	0.51 (нула цяло петдесет и едно) евро
Брой акции обект на търговото предложение:	551 791 броя
Предлагана цена на акция:	0.95 (нула цяло и деветдесет и пет) евро

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

ДАТАТА НА РЕГИСТРАЦИЯ НА НАСТОЯЩОТО ПРЕДЛОЖЕНИЕ В КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

27 март 2026 г.

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА

ПОКАЗАТЕЛ	Цена за акция, лв.	Цена за акция, евро
1.1. Предлагана цена от Търговия предложител	1.86 лв.	0.95 €
1.2. Изчислена справедлива цена	1.86 лв.	0.95 €

1.3. СТОЙНОСТ НА АКЦИЯ СЪГЛАСНО ИЗПОЛЗВАНИТЕ ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ

Метод	Тегло	Стойност за акция, лв.	Стойност за акция, евро
Стойност на една акция, определена съгласно различните оценъчни методи	100%	1,86 лв.	0,95 €
Средна претеглена цена през последните шест месеца, предхождащи датата на Обосновката	0%	- лв.	- €
Цена за една акция съгласно чл. 5 от Наредба No 41, лв.	100%	1,86 лв.	0,95 €

1.4. СТОЙНОСТ НА НЕОПЕРАТИВНИТЕ АКТИВИ

Неоперативните активи включват дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи – ДЦК. Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Балансовата стойност на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван финансов отчет - одитирания отчет към 31 декември 2025 г., е 3 907 хил. лв. Доколкото балансовата стойност на тези неоперативни активи не надхвърля 10% от балансовата стойност на всички активи на „АРОМА“ АД към 31 декември 2025 г., с оглед разпоредбата на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41, то те са представени в тази оценка по тяхната балансова стойност.

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

№	ПОКАЗАТЕЛ	Стойност лв.	Стойност, евро
5,1	Място на търговия с най-голям изтъргуван обем акции		БФБ
5,2	Шестмесечен период преди датата на регистрация на Предложението (Период 1), дати	27/09/2025 - 27/03/2026	
5,3	Средна претеглена цена на акция за Период 1, лв	1,7125 лв.	0,876 €
5,4	Шестмесечен период преди датата на Обосновката (Период 2), дати	24/09/2025 - 24/03/2026	
5,5	Брой изтъргувани акции за Период 2	88 269	
5,6	Средна претеглена цена на акция за Период 2, лв	1,7125 лв.	0,876 €
5,7	Най-високата цена за една акция, заплатена от Предложителя, свързаните с него лица и/или лицата по чл.149, ал. 2 от ЗППЦК за Период 1	1,20 лв.	0,614 €
5,8	Последна емисионна стойност	-	
5,9	Дата на вписване на последната емисия в регистъра, воден от КФН	2008	

1.6. Акциите на „АРОМА“ АД не са „активно търгувани“ по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, съответно средната претеглена пазарна цена не може да бъде използвана при определяне на справедливата им цена съгласно изискванията на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41.

1.7. През последните 12 месеца преди датата на Обосновката не е изготвяна и публично оповестена оценка на Дружеството, изготвена от независим оценител. През предходните 12 месеца е изготвена и публично оповестена обосновка на справедливата цена на акциите на Дружеството, изготвена съгласно изискванията на Наредба 41 на Комисията за финансов надзор (КФН) във връзка с отправеното от Предложителя Търгово предложение по чл. 149а от ЗППЦК. Доколкото по-голямата част от заложените в тази оценка допускания и прогнози са добре обосновани и актуални, то те са използвани и при изготвянето на настоящата Обосновка на Предложението по чл. 157а от ЗППЦК.

1.8. КФН не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в Обосновката данни.

1.9. Обосновката е извършена към 24 март 2026 г. и е със срок на валидност до крайния срок за приемане на Търговото предложение.

1.10. Доколкото финансовите отчети на „Арома“ АД за всички исторически периоди са изготвени в лева, то историческата и прогнозната финансова информация в тази обосновка също е представена в лева с цел съпоставимост между историческите и прогнозните данни. Всички представени стойности за една акция на Дружеството в резюмето на данните от оценката са превалутирани в евро съгласно правилата, заложиени в Закона за приемане на еврото. Търговият предложител смята, че не съществува друга съществена информация за акциите и цените им, освен представената в тази Обосновка.

СЪДЪРЖАНИЕ

1. РЕЗЮМЕ НА ДАННИТЕ ОТ ОЦЕНКАТА.....	2
2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА	4
2.1. Основна информация за Дружеството	4
2.2. Характеристика на оценяваното дружество.....	4
2.2.1. Обща стойност на активи и пасиви	5
2.2.2. Вземания	7
2.2.3. Задължения	8
2.2.4. Приходи и разходи	8
2.2.5. Финансови коефициенти.....	10
2.2.6. Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите	11
2.3. Икономически тенденции и условия, относими към дейността на дружеството.....	12
3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ	14
4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ	15
4.1. Метод на дисконтираните парични потоци	15
4.1.1. Въведение	15
4.1.2. Приходи.....	16
4.1.3. Оперативни разходи (без амортизации)	21
4.1.4. Инвестиции и амортизации	23
4.1.5. Нетен оборотен капитал	24
4.1.6. Норма на дисконтиране	25
4.1.7. Дългосрочен ръст (g)	31
4.1.8. Краен резултат	32
4.2. Метод на нетната стойност на активите.....	34
5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗАНИ МЕТОДИ	35
5.1. Метод на пазарните множители на дружествата анализи	35
5.2. Средна претеглена цена	36
6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ	37
7. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА	38
8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ	38
9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ	39

2. РАЗЯСНЕНИЕ ЗА ИЗВЪРШЕНАТА ОЦЕНКА

2.1. ОСНОВНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ДРУЖЕСТВОТО

“АРОМА” АД е със **седалище** в гр. София и **адрес на управление**, гр. София 1271, район Надежда, кв. Илиянци, ул. “Кирил Благоев” 12; **телефон**: +359 2 9350 304; **електронен адрес (e-mail)**: aroma@aroma.bg; **електронна страница в Интернет (web-site)**: www.arcont.eu.

Дружеството е вписано в Търговския регистър със предмет на дейност: *Производство и търговия на части за зъби, козметични и парфюмерийни продукти, суровини и опаковки за тях, производство и търговия с всички допълнителни и спомагателни продукти за това производство както и проектиране изграждане и експлоатация на производствени звена за гореспоменатите продукти, закупуване, оформяне, изменение отдаване и преотдаване наемане и експлоатация под каквато и да е форма на всякакви движими и недвижими имоти и на всякакви стопански активи стоки и права, които са свързани с дейността на Дружеството, придобиване и управление на участия или акции дялове в дружества или предприятия, чиито предмет на дейност е сходен или свързан с предмета на дейност указан по -горе или е от естество да подпомогне неговото осъществяване, финансиране на такива предприятия или дружества, участие в управлението на гореспоменатите дружества, както и участия във финансови дружества, изпълнение на всякакви дейности или проучвания от административен технически търговски и финансов характер от името на предприятията, в които е съдружник или от името на трети лица, създаване на агентства, представителства в страната и чужбина, рекламна дейност, транспортна, дейност както и всяка друга, незабранена със закон.*

Регистрираният капитал на „АРОМА“ АД е в размер на 7 900 832.79 евро и е разпределен в 15 491 829 броя обикновени, безналични, свободно прехвърляеми акции с право на глас, с номинална стойност 0.51 евро всяка една. Всички акции на Дружеството са от един клас и всяка акция дава право на един глас в общото събрание на акционерите, право на дивидент и на ликвидационен дял, съразмерни с номиналната стойност на акцията.

През последните три години не са извършвани промени в капитала на дружеството.

„АРОМА“ АД притежава 82 505 броя собствени акции, представляващи 0.533% от общия брой обикновени акции на дружеството.

“АРОМА” АД е с едностепенна система на управление и към датата на регистрация на настоящото Търгово предложение Съветът на директорите на Дружеството е в следния състав:

- **Лукан Димитров Луканов** – Председател на СД; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12;
- **Димитър Луканов Луканов** – Зам.-Председател на СД и изпълнителен директор; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12;
- **Тяна Георгиева Пресолска** Член на СД; служебен адрес: България, гр. София, ул. “Кирил Благоев” №12.

Дружеството се представлява от изпълнителния директор Димитър Луканов Луканов.

Към датата на регистриране на настоящото Търгово предложение, емисията от 15 491 829 бр. акции, издадени от Дружеството, е регистрирана за търговия на „Българска фондова борса“ АД, Алтернативен пазар – „BaSE Market“.

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ОЦЕНЯВАНТО ДРУЖЕСТВО

2.2.1. ОБЩА СТОЙНОСТ НА АКТИВИ И ПАСИВИ

Таблица 1: Активи на „AROMA“ АД

хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	20 609	20 729	22 287	25 225	28 271	25 253
Имоти, машини, съоръжения и оборудване	20 608	20 728	22 286	23 125	25 566	23 468
Земи/терени	498	498	498	498	498	498
Сгради и конструкции	9 025	8 338	7 651	6 964	6 276	5 588
Машини и оборудване	7 759	6 656	7 501	11 316	11 560	15 133
Транспортни средства	302	215	383	241	343	336
Разходи за придобиване и ликвидация на ДМА	1 861	3 024	4 574	2 776	5 871	1 230
Други	1 163	1 997	1 679	1 330	1 018	683
Нематериални активи	-	-	-	-	-	26
Инвестиции	1	1	1	2 100	2 705	1 759
ТЕКУЩИ АКТИВИ	22 006	20 414	22 071	20 253	19 724	21 157
Материални запаси	6 039	7 932	9 435	8 930	8 481	9 759
Вземания от свързани предприятия	6 821	5 448	3 678	2 618	2 907	3 207
Краткосрочни вземания	2 830	2 653	4 043	4 174	3 466	4 457
Платени аванси и други вземания	175	419	830	275	340	463
Текущи финансови активи				1 939	1 953	2 148
Парични средства	6 141	3 962	4 085	2 317	2 577	1 123
ОБЩО АКТИВИ	42 615	41 143	44 358	45 478	47 995	46 410

При първоначално придобиване имотите, машините и оборудването се оценяват по цена на придобиване (себестойност), която включва покупната цена, митническите такси и всички други преки разходи, необходими за привеждане на актива в работно състояние. Преките разходи основно са: разходи за подготовка на обекта, разходи за първоначална доставка и обработка, разходите за монтаж, транспортни разходи, разходи за хонорари на лица, свързани с проекта, невъзстановяеми данъци и др. При придобиване на имоти, машини и оборудване при условията на разсрочено плащане, покупната цена е еквивалентна на сегашната стойност на задължението, дисконтирано на база на лихвеното равнище по привлечените от дружеството кредитни ресурси с аналогичен матуритет и предназначение.

Избраният от дружеството подход за последваща оценка на имотите, машините, съоръженията и оборудването е модела на цената на придобиване по МСС 16 Имоти, машини, съоръжения и оборудване, намалена с начислените амортизации и натрупаните загуби от обезценка.

Балансовите стойности на имотите, машините, съоръженията и оборудването подлежат на преглед за обезценка, когато са налице събития или промени в обстоятелствата, които показват, че те биха могли да се отличават трайно от възстановимата им стойност. Ако са налице такива индикатори, че приблизително определената възстановима стойност е по-ниска от тяхната балансова стойност, то последната се изписва до възстановимата стойност на активите. Възстановимата стойност на дълготрайните материални активи е по-високата от двете: справедлива стойност без разходи за продажба или стойност при употреба. За определянето на стойността при употреба на активите бъдещите парични потоци се дисконтират до тяхната настояща стойност като се прилага дисконтов процент преди данъци, който показва текущите пазарни условия и оценки на времевата стойност на парите и рисковете специфични за съответния актив. Загубите от обезценка се отчитат в отчета за всеобхватния доход.

Разходите за ремонти и поддръжка се признават за текущи в периода, през който са направени. Извършени последващи разходи, свързани с имоти, машини и оборудване, които имат характер на подмяна на определени компоненти, възлови части и агрегати, или на подобрения и реконструкция, се капитализират към балансовата стойност на съответния актив и се преразглежда остатъчния му полезен живот към датата на капитализация. Същевременно, неамортизираната част на заменените компоненти се изписва от балансовата стойност на активите и се признава в текущите разходи за периода на преустройството.

Определеният полезен живот на имотите, машините и съоръженията се преглежда в края на всеки отчетен период и при установяване на значителни отклонения спрямо бъдещите очаквания за срока на използване на активите, същият се коригира, като корекцията се прилага перспективно.

Имотите, машините и оборудването се отписват от отчета за финансовото състояние, когато се извадят трайно от употреба и не се очакват от тях бъдещи стопански изгоди или се продадат. Печалбите или загубите от продажби на отделни активи от групата на “имоти, машини и оборудване” се определят чрез сравняването на възнаграждението, на което дружеството очаква да има право (приходите от продажбата) и балансовата стойност на актива към датата, на която получателят получава контрол върху него. Те се посочват нетно, към “други доходи/ (загуби) от дейността” на лицевата страна на отчета за всеобхватния доход (отчета за печалбата или загубата).

Дружеството използва линеен метод на амортизация на имотите, машините и оборудването. Амортизирането на активите започва, когато те са на разположение за употреба. Земята не се амортизира. Полезният живот по отделни активи е, както следва: *за сгради – от 25 до 75 години; за съоръжения, машини и оборудване – от 3 до 25 години; за транспортни средства – от 4 до 20 години; за компютри – 2 години; за стопански инвентар – от 2 до 15 години.*

Като неоперативни за Дружеството активи се разглеждат дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи – ДЦК. Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Общата стойност на тези инвестиции към датата на последния публикуван финансов отчет (31.12.2025 г.) е 3 907 хил. лв. Стойността им намалява в сравнение с края на 2024 г. (както и в сравнение с полугодieto на 2025 г.) вследствие на падежиране на част от емисиите ДЦК и липса на инвестиции в нови емисии.

Таблица 2: Собствен капитал и пасиви на „АРОМА“ АД

хил. лв.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
СОБСТВЕН КАПИТАЛ	32 587	32 925	32 657	33 972	35 116	35 423
Основен капитал	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492	15 492
Обратно изкупени собствени акции	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)	(33)
Резерви	12 053	13 768	13 785	13 798	14 811	15 905
Натрупана неразпределена печалба	5 075	3 698	3 413	4 715	4 846	4 059
НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	3 576	2 622	5 130	5 567	5 781	4 538
Дългосрочни банкови заеми	731	226	2 971	3 561	4 085	3 176
Задължения по лизинг	1 575	1 269	1 011	710	507	193
Задължения към персонала при пенсиониране	433	410	341	408	456	521
Пасиви по отсрочени данъци	220	220	204	81	15	18
Дългосрочни правителствени финансираня	617	497	603	807	718	630
ТЕКУЩИ ПАСИВИ	6 452	5 596	6 571	5 939	7 098	6 449
Краткосрочни банкови заеми	955	545	802	664	1 342	1 316
Задължения по лизинг	319	301	328	300	310	314
Търговски задължения	3 662	3 674	4 260	3 382	3 508	2 826
Пасиви по договори с клиенти	155	82	96	122	475	535
Краткосрочни правителствени финансираня	179	122	139	168	92	87
Дълги текущи задължения	1 182	872	946	1 303	1 371	1 371
ОБЩО СОБСТВЕН КАПИТАЛ И ПАСИВИ	42 615	41 143	44 358	45 478	47 995	46 410

Капиталът на Дружеството се състои от 15 491 829 безналични поименни акции с право на глас с номинална стойност 0.51 евро, които са приети за търговия на Алтернативния пазар на Българска фондова борса. Основният капитал е записан по неговата номинална стойност и е изцяло внесен. Привилегировани акции и акции на приносител няма.

„АРОМА“ АД притежава 82 505 броя собствени акции, представляващи 0.533% от общия брой обикновени акции на дружеството.

Обратното изкупуване на собствени акции е резултат от решение на ОСА на „АРОМА“ АД от 29.06.2012 г., с което на основание чл. 187б от ТЗ и чл. 111, ал. 5 от ЗППЦК, се взема решение за обратно изкупуване на

акции от капитала на Дружеството. Обратното изкупуване на акции са придобити на 21.12.2012 г. чрез две сделки (за 880 акции и за 81 625 акции) на цена съответно 0.397 лв. и 0.398 лв. и оттогава техният брой не е променян.

Към 31 декември 2025 г. законите и допълнителните резерви възлизат на 15 905 хил. лв. (2024 г.: 14 811 хил. лв.).

Към 31 декември 2025 г. Дружеството отчита резултативно натрупана печалба в размер на 4 059 хил. лв. (2024 г.: 4 846 хил. лв.)

Дружеството е длъжник по два инвестиционни банкови кредита, получени с цел покупка на машини и съоръжения и разширяване на дейността. Общата първоначално договорена сума на кредитите е 4.250 хил. евро, а падежът им е през 2027 и 2030 г. Към 31 декември 2025 г. общата стойност на тези банкови заеми, вкл. дългосрочна и краткосрочна част, е 4 492 хил. лв. (2024 г.: 5 427 хил. лв.). В полза на банките като обезпечение по тези заеми са учредени особен залог на машини и оборудване, както и на търговски вземания.

Към 31 декември 2025 г. дружеството отчита задължения по договори за финансов лизинг на обща стойност 507 хил. лв. (2024 г.: 817 хил. лв.).

Дружеството е получило грантове по няколко европейски програми, включително по ОП „Конкурентоспособност“, за енергийна ефективност, по програми на Норвежкия фонд и др. Доколкото голяма част от тези грантове са за придобиване на активи, то финансирането, свързано с компенсиране на инвестиционни разходи за придобиване на актив, се признава в текущите печалби и загуби на систематична база за целия период на полезен живот на актива, пропорционално на размера на признатата в разходите амортизация, а непризнатата/разсрочена част се посочва като пасив. Към 31 декември 2025 г. дружеството отчита в баланса си правителствени финансираня на обща стойност 717 хил. лв. (2024 г.: 810 хил. лв.).

Съгласно Кодекса на труда всеки служител има право на обезщетение в размер на две брутни заплати при пенсиониране, а ако е работил в предприятието или в същата група предприятия десет години през последните двадесет години, обезщетението е в размер на 6 брутни заплати към момента на пенсиониране. За определяне на задълженията на дружеството по отношение на правото на обезщетения при пенсиониране, е изготвена актюерска оценка от сертифициран актюер. Изчислена е сегашната стойност на задължението на дружеството за изплащане на обезщетения на наетия персонал към 31.12.2025 г. при настъпване на пенсионна възраст. Така получената стойност е посочена в баланса като *Задължения към персонала при пенсиониране*.

2.2.2. ВЗЕМАНИЯ

Вземанията на Дружеството включват вземания от свързани лица, търговски вземания по договори с клиенти; авансови плащания и предплатени разходи и вземания по данъци.

Вземанията от свързани лица включват такива, свързани с продажба на продукция. Вземанията по продажби са левови и безлихвени. Обичайно дружеството договаря със свързаните предприятия срок на плащане на вземанията по продажби на продукция от 90 дни. Над 99% от вземанията от свързани лица са редовни и платими в срок.

Вземанията от клиенти са безлихвени и са основно в български лева и евро.

Обичайно дружеството договаря с клиентите срок на плащане на вземанията по продажби в диапазона от 30 до 120 дни, освен ако няма определени специфични условия за падеж на определени клиенти или в случаите, когато се разработват нови пазари и продукти и се привличат нови търговски контрагенти.

Дружеството използва матрица за провизии за изчислението на очакваните кредитни загуби от търговските вземания. Процентите на провизиите се базират на дните просрочие за групи от различни клиентски сегменти, които имат сходни модели на загуба (географски признак, тип клиент и рейтинг). Матрицата за провизии първоначално се основава на детайлни исторически наблюдения за проценти на несъбираемост на вземанията на дружеството и движението на вземанията по групи просрочия. Обичайно се използват исторически данни поне за три години спрямо датата на финансовия отчет.

Дружеството калибрира матрицата така, че да коригира исторически установените зависимости за кредитните загуби с прогнозната информация, използвайки и вероятностни сценарии. Например, ако се очаква прогнозните икономически условия (пр. БВП) да се влошат през следващата година, което може да доведе до увеличение на просрочията в дадения сектор, историческите проценти на неизпълнение се коригират. Към всяка отчетна дата, наблюдаваните исторически проценти на неизпълнение се актуализират и се отчитат ефектите от промените в прогнозните оценки.

Ръководството на Дружеството отчита огромните по своя мащаб смущения в бизнеса, които могат да породят проблеми с ликвидността за определени предприятия и потребители. Направен е преглед на промените на кредитното качество на кредитните портфейли и търговските вземания (наред с други позиции) в резултат на повишаващите се лихвени проценти, забавящия се или отрицателен икономически растеж, геополитическите рискове, нарастващата инфлация и други фактори, които могат да окажат съществено влияние върху оценката на очакваните кредитни загуби на Дружеството.

Вземанията по данъци и осигуровки са свързани предимно с възстановяване на ДДС. Другите вземания включват платени депозити по гаранции и наеми.

По отношение на вземанията на Дружеството не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура и те са в рамките на обичайните за дейността.

2.2.3. Задължения

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

По отношение на текущите търговски задължения на Дружеството не се наблюдава съществена промяна в техния размер и структура и те са в рамките на обичайните за дейността.

2.2.4. Приходи и разходи

Приходите, генерирани в дружеството, са основно от продукцията. Като цяло дружеството е достигнало до заключение, че действа като принципал при договореностите си с клиентите, освен ако изрично не е оповестено друго за определени транзакции, тъй като обичайно дружеството контролира стоките и/или услугите преди да ги прехвърли към клиента. Всички все още неудовлетворени и/или частично удовлетворени задължения за изпълнение по сключени договори с клиенти на дружеството са с очакван срок за изпълнение до една година.

Дружеството произвежда и продава козметични продукти. Продуктовото портфолио включва продукти за коса, продукти за устна хигиена, продукти за кожа, измиващи продукти и други

При продажба на продукцията контролът върху нея се прехвърля към клиента в точно определен времеви момент, което обичайно е при предаването на продукцията на уговореното място и клиентът може да се разпорежда с продукцията като управлява употребата и получава по същество всички останали ползи.

Цената на сделката обичайно включва фиксирана продажна цена, съгласно обща или клиентска ценова листа и различни форми на променливо възнаграждение.

Другите приходи включват приходи от правителствени финансираня, отписани задължения, продажби на материали и други дейности със случаен характер.

Таблица 3: Приходи на „АРОМА“ АД

ПРОДАЖБИ (ХИЛ. ЛВ.)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	31 252
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13.5%	18.4%	0.6%	-6.8%	-7.1%
ДРУГИ ДОХОДИ	342	423	829	348	425	318
<i>годишно изменение, %</i>	-	23.7%	96.0%	-58.0%	22.1%	-25.2%
в т. ч. приходи от финансираня	184	238	701	197	250	150
<i>дъл от Други доходи</i>	53.8%	56.3%	84.6%	56.6%	58.8%	47.2%
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	31 570
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13.2%	19.5%	-0.8%	-6.5%	-7.3%

Реализираните общо приходи от продажби на продукцията на Дружеството за 2025 г. намаляват на спрямо приходите за 2024 г. с 7.1%. Намалението на приходите за 2024 спрямо 2023 г. е с 6.8%

Таблица 4: Разходи на „АРОМА“ АД

РАЗХОДИ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Продажби	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	31 570
<i>годишно изменение</i>		-13,18%	19,51%	-0,77%	-6,52%	-7,34%
Разходи за материали и консумативи	20 902	18 870	23 691	21 897	19 454	17 506
<i>годишно изменение</i>		-9,72%	25,55%	-7,57%	-11,16%	-10,01%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	59,05%	61,40%	64,50%	60,08%	57,10%	55,45%
Разходи за външни услуги и други разходи	2 480	2 139	2 538	2 242	2 261	1 888
<i>годишно изменение</i>		-13,75%	18,65%	-11,66%	0,85%	-16,50%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	7,01%	6,96%	6,91%	6,15%	6,64%	5,98%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	6 855	6 349	6 275	7 079	7 438	7 675
<i>годишно изменение</i>		-7,38%	-1,17%	12,81%	5,07%	3,19%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	19,36%	20,66%	17,08%	19,42%	21,83%	24,31%
Изменение на наличностите	-69	-418	619	-54	-234	103
<i>годишно изменение</i>		505,80%	-248,09%	-108,72%	333,33%	-144,02%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-0,19%	-1,36%	1,69%	-0,15%	-0,69%	0,33%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	30 168	26 940	33 123	31 164	28 919	27 172
<i>годишно изменение</i>		-10,70%	22,95%	-5,91%	-7,20%	-6,04%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	85,22%	87,66%	90,18%	85,50%	84,88%	86,07%
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА)	5 232	3 793	3 607	5 283	5 152	4 398
<i>годишно изменение</i>		-27,50%	-4,90%	46,47%	-2,48%	-14,64%
<i>ЕБИТДА маржин</i>	14,78%	12,34%	9,82%	14,50%	15,12%	13,93%
Разходи за амортизация	2 593	2 668	2 881	3 000	2 750	2 864
<i>годишно изменение</i>		2,89%	7,98%	4,13%	-8,33%	4,15%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	7,32%	8,68%	7,84%	8,23%	8,07%	9,07%
Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	2 639	1 125	726	2 283	2 402	1 534
<i>годишно изменение</i>		-57,37%	-35,47%	216,90%	5,21%	-36,14%
<i>ЕБИТ марж, %</i>	7,45%	3,66%	1,98%	6,26%	7,05%	4,86%

През разглеждания период оперативните разходи на Дружеството включват основно разходи за материали, външни услуги и други разходи, разходи за персонал и корективни статии.

Основните материали, с които работи Дружеството са химични и натурални вещества, влагани в производството, амбалажни материали, електроенергия и горива, спомагателни материали, вода и други,

които се доставят както от дружества, регистрирани на територията на Р България, така и от чуждестранни контрагенти.

Разходите за материали изменят стойността си с подобни темпове на тези, с които се изменят приходите от продажби на продукция. Разликите се дължат на различните цени и време на постъпване на материалните запаси, както и на ценовата политика на Дружеството.

Разходите за външни услуги намаляват дела си спрямо продажбите за разглеждания период поради стремежа на мениджмънта да ограничава разходите за подизпълнители и другите разходи.

Разходите за персонал нарастват като абсолютна стойност вследствие на изпреварващия ръст на възнагражденията в Дружеството и в страната като цяло.

Резултатът от оперативна дейност за 2025 г. е печалба от 1 534 хил. лв. в сравнение със печалба от 2 402 хил. лв. за същия период на предходната година.

Резултатът след данъчно облагане за 2025 г. е печалба от 1 286 хил. лв.

2.2.5. ФИНАНСОВИ КОЕФИЦИЕНТИ

Систематизирана финансова информация за последните три финансови години е извлечена от годишните одитирани финансови отчети за 2023, 2024 и 2025 г., изготвени съгласно приложимите счетоводни стандарти.

Предложителят смята, че не са налице други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от него или са поискани от КФН в хода на съответното административно производство.

Таблица 5: Систематизирана финансова информация за „AROMA“ АД

Ключови финансови индикатори и коефициенти	2023	2024	2025
Индикатори от Отчета за доходите (хил. лв.):			
1 Приходи от основна дейност	36 099	33 646	31 252
2 Други приходи, нетно	348	425	318
3 Разходи за материали	(21 897)	(19 454)	(17 506)
4 Разходи за външни услуги и други разходи	(2 242)	(2 261)	(1 888)
5 Разходи за персонал	(7 079)	(7 438)	(7 675)
6 Суми с корективен характер	(54)	(234)	103
7 Резултат преди лихви, данъци и амортизация; (=1+2+3+4+5+6)	5 175	4 684	4 604
8 Разходи за амортизация	(3 000)	(2 750)	(2 864)
9 Резултат от оперативна дейност; (=7+8)	2 175	1 934	1 740
10 Финансови приходи	63	144	129
11 Финансови разходи	(183)	(210)	(219)
12 Резултат преди данъци; (=9+10+11)	2 055	1 868	1 650
13 Данъци	-225	-240	-158
14 Нетен резултат; (=12+13)	1 830	1 628	1 492
Индикатори от Отчет за финансовото състояние (хил. лв.):			
15 Парични средства	2 317	2 577	1 123
16 Текущи финансови активи	1 939	1 953	2 148
17 Търговски и други краткосрочни вземания, вкл. от свързани лица	7 067	6 713	8 127
18 Материални запаси	8 930	8 481	9 759
19 Краткосрочни задължения	4 807	5 354	4 732
20 Нетен оборотен капитал; (=17+18-19)	11 190	9 840	13 154
21 Краткосрочен дълг	964	1 652	1 630
22 Дългосрочен дълг	710	507	193
23 Обща стойност на активите	45 478	47 995	46 410
24 Обща стойност на пасивите	11 506	12 879	10 987
25 Обща стойност на собствения капитал	33 972	35 116	35 423
26 Брой акции в обращение	15 409 324	15 409 324	15 409 324
Финансови коефициенти:			
27 Рентабилност на собствения капитал; (=14/25)	5,4%	4,6%	4,2%
28 Рентабилност на активите; (=9*(1-10%)/23)	4,3%	3,6%	3,4%
29 Маржин преди данъци; (=14/1)	5,7%	5,6%	5,3%
30 Нетен маржин; (14/1)	5,1%	4,8%	4,8%
31 Резултат преди лихви, данъци и амортизация/пасиви; (=7/24)	45,0%	36,4%	41,9%
32 Коефициент на бърза ликвидност; (=15+16+17)/(19+21)	1,96	1,60	1,79
33 Коефициент на обща ликвидност; (=15+16+17+18)/(19+21)	3,51	2,82	3,33
34 Обръщаемост на активите; (=1/23)	0,79	0,70	0,67
35 Обръщаемост на вземанията; (=1/17)	5,11	5,01	3,85
36 Счетоводна стойност на акция, лв.; (=25*1000/26)	2,21 лв	2,28 лв	2,30 лв
37 Печалба на акция, лв.; (=14*1000/26)	0,119 лв	0,106 лв	0,097 лв
38 Продажби на акция, лв.; (=1*1000/26)	2,34 лв	2,18 лв	2,03 лв
39 Дивидент на акция, лв.	0,06 лв	0,065 лв	-
40 Коефициент на покритие на дивидентите; (=37/39)	1,98	1,63	-
41 Коефициент на изплащане на дивиденти; (=39/37)	50%	61%	-
42 Коефициент на задържане на печалбата; (=100%-41)	50%	39%	-
43 Темп на растеж на активите	2,5%	5,5%	-3,3%
44 Темп на растеж на приходите от основна дейност	0,6%	-6,8%	-7,1%
45 Темп на растеж на печалбата на една акция	-6,3%	-10,9%	-8,5%
46 Общо активи/собствен капитал; (=23/25)	1,34	1,37	1,31
47 Дългосрочен дълг/собствен капитал; (=22/25)	0,02	0,01	0,01
48 Заемен/собствен капитал; = ((21+22)/25)	0,05	0,06	0,05
49 Цена на затваряне, лв.	1,030 лв	1,030 лв	0,931 лв
50 към дата	21.12.2023	27.12.2024	22.12.2025
51 Коефициент цена/печалба; P/E (=49/37)	8,7	9,7	9,6
52 Коефициент цена/счетоводна стойност; P/B (=49/36)	0,5	0,5	0,4
53 Коефициент цена/продажби P/S; (=49/38)	0,4	0,5	0,5

2.2.6. СИЛНИ И СЛАБИ СТРАНИ И СРАВНЕНИЕ С КОНКУРЕНТИТЕ

СИЛНИ СТРАНИ	ВЪЗМОЖНОСТИ
Дългогодишни взаимоотношения с контрагентите	Увеличаване на клиентската база
Модерно и сертифицирано оборудване	Проникване на нови перспективни пазари
СЛАБИ СТРАНИ	ЗАПЛАХИ
Отдалеченост от основните пазари	Навлизване на нови конкуренти
Липса на силни собствени марки в Западна Европа	Политическа и икономическа криза
	COVID пандемия и войната в Украйна

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

Като отворена икономика с производствен сектор, интегриран в глобалните вериги на добавена стойност, България постигна значително увеличение на доходите през последните две десетилетия. Стабилната макроикономическа рамка и задълбочаващата се европейска интеграция очертаха пътя към влизане в Еврозоната, което се случи в началото на 2026 г. Безработицата е на рекордно ниски нива, а заплатите нарастват значително. Въпреки това предизвикателствата остават и се задълбочават.

Според последната макроикономическа прогноза на БНБ (декември 2025 г.) за развитието на глобалната икономическа активност и търговия, външното търсене на български стоки и услуги ще бъде по-слабо спрямо предишните допускания. Това се дължи най-вече на влошените икономически перспективи пред основните търговски партньори на България от еврозоната и продължаващите процеси на търговска фрагментация и задълбочаване на геополитическите конфликти. Вследствие на тези фактори растежът на външното търсене ще остане нисък в историческия план, като се очаква да възлезе на 2.5% през 2026 г. и 3.2% през 2027 г. Очакванията на пазарните участници и заложените технически допускания предполагат цените в евро на енергийните суровини на международните пазари през 2025 г. и 2026 г. да се понижат главно по отношение на петрола, след което да се стабилизират през 2027 г., докато за цените в евро на неенергийните суровини не се очаква съществена промяна в рамките на прогнозния хоризонт. В резултат на тези процеси от БНБ очакват претеглените по значимост за международната търговия на България цени на суровините в евро да се понижат средно с около 0.9% през 2026 г., след което да нараснат с около 1.8% през 2027 г.

По отношение на растежа на реалния БВП в България, от банката прогнозират слабо забавяне на икономическия растеж до 3.1% през 2026 г. и 2027 г. Основен принос за нарастването на БВП през прогнозния хоризонт ще има запазването на силен растеж на частното потребление, обусловено главно от прогнозираното увеличение на реалния разполагаем доход на домакинствата и на заетостта. Очаква се известно забавяне на растежа на частното потребление през 2026 г. и 2027 г., но той ще остане висок в историческия план. В същото време нетният износ ще има предимно отрицателен принос. Растежът на вноса на стоки и услуги се очаква да се ускори през 2026 г. поради възстановяването на износа и допълнително да се засили през 2027 г. предвид включените в прогнозата допускания за доставки на нова военна техника в страната. Частните инвестиции се очаква да нарастват през 2026 г. и 2027 г., като ще бъдат подкрепени от благоприятните условия на финансиране и допускането за приток на чуждестранни инвестиции, свързани с военната индустрия през 2027 г. През 2025 г. и 2027 г. динамиката на публичните инвестиции и на вноса на стоки е повлияна от придобиването на нова военна техника, като нейният ефект върху БВП ще е неутрален.

Условията на пазара на труда остават затегнати, като се очаква тази тенденция да се запази през целия прогнозен хоризонт. Растежът на броя на заетите лица се прогнозира да започне да се забавя до 0.7% през 2026 г. и 0.2% през 2027 г. в резултат на протичащите неблагоприятни демографски процеси в страната. Същевременно коефициентът на безработица ще се понижава плавно от 3.6% през 2025 г. до 3.4% през 2026 г. и 3.1% през 2027 г., което отразява както прогнозирания реален растеж на БВП, така и намаляването на населението в трудоспособна възраст. Номиналният темп на растеж на компенсацията на един нает се

прогнозира да възлезе на 11.4% през 2025 г. и да се ускори до 11.9% през 2026 г. в резултат на заложеното за периода 2026–2028 г. увеличение на осигурителната вноска за пенсия с 2 процентни пункта, като очакваме тежестта от тази мярка да бъде изцяло поета от работодателите с цел запазване на служителите в условията на висок недостиг на кадри в страната. Други фактори, които ще допринасят за растежа на компенсацията на един нает през 2026 г., са прогнозираното нарастване на икономическата активност, включеното в прогнозата увеличение на заплатите в публичния сектор и повишението на минималната работна заплата с 12.6% от началото на 2026 г. В резултат увеличението на заплатите ще продължи да подкрепя потреблението на домакинствата през целия прогнозен период, но ще се отрази и в по-високи разходи за труд на фирмите. Прогнозите на БНБ са номиналните разходи за труд на единица продукция да се повишат с 9.3% през 2026 г. и с 6.4% през 2027 г.

През 2026 г. се очаква темпът на нарастване на потребителските цени да се забави слабо до 3.6% в края на годината (3.5% средно за годината). Основните проинфлационни фактори за България през 2025 г. са свързани с вътрешна за страната динамика, като нарастването на разходите за труд и високият растеж на частното потребление, което позволява пълно пренасяне на повишените производствени разходи към крайните потребители, както и повишаването на административно определяните цени на някои стоки и услуги и тютюневите изделия. Инфлацията при услугите ще остане сравнително висока и ще има най-голям принос за общата инфлация в резултат на прогнозирания растеж на частното потребление и запазването на затегнатите условия на пазара на труда. За 2027 г. прогнозата е както инфлацията в края на годината, така и средногодишната инфлация да се забавят съответно до 3.0% и 3.2%

Според БНБ, базисният сценарий на прогнозата се характеризира с висока степен на несигурност, произтичаща от външната среда. Основните източници на несигурност са свързани с потенциалните промени в търговската политика на САЩ и ответните реакции на основните им търговски партньори, както и с вероятността от задълбочаване на геополитическите конфликти в Близкия изток. Тези фактори е възможно да окажат съществено негативно влияние върху икономическата активност в България. Същевременно се запазва рискът за реализиране на по-нисък растеж на реалния БВП в България при по-бавно от заложеното в прогнозата изпълнение на инвестиционни проекти, финансирани както с национални средства, така и със средства от ЕС. При прогнозата за инфлацията преобладават рисковете за реализиране на по-висок растеж на потребителските цени спрямо базисния сценарий през целия прогнозен хоризонт.

Таблица 6: Основни макроикономически показатели за България за периода 2023 г. – 2028 г.

Индикатор	2024	2025	2026f	2027f	2028f	2029f
Световна икономика, реален ръст (%)	3,3	3,5	3,1	3,3	3,2	3,2
ЕС, реален ръст на БВП (%)	1,1	1,5	1,2	1,6	1,5	1,5
Валутен курс USD/EUR	1,08	1,13	1,16	1,15	1,15	1,15
Цена на петрол сорт Брент, USD за барел	80,7	69,0	83,9	77,3	73,7	72,4
БВП, млн.евро	104 767	116 018	125 247	134 592	143 254	152 188
БВП, реален ръст (%)	3,4	3,1	2,6	2,5	2,5	2,6
Заетост, ръст в %	1,1	2,2	0,6	0,4	0,1	0,0
Безработица (% от работната сила)	4,2	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3
Компенсации на един нает, ръст %	14,1	10,4	8,0	6,4	5,7	5,6
Дефлатор на БВП, %	7,2	7,4	5,2	4,8	3,8	3,6
Инфлация, средногодишна (%)	8,6	2,6	3,6	2,2	2,1	2,0
Текуща сметка (% от БВП)	-0,5	-5,7	-6,2	5,3	5,0	-4,8
Търговски баланс (% от БВП)	-4,8	-8,0	-8,8	-8,5	-8,8	-8,8
Преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2,7	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
Кредити за фирми, ръст в %	10,1	10,9	10,7	8,7	8,6	8,4
Кредити за домакинства, ръст в %	20,8	21,1	14,5	11,8	9,9	8,8

Забелжка: Данните за периода 2026 г. – 2029 г. са прогнозни (отбелязани с индекс „f“). Източник: Министерство на финансите (МФ)

3. ИЗБОР НА МЕТОДИ ЗА ОПРЕДЕЛЯНЕ НА СТОЙНОСТТА НА АКЦИИТЕ

Съгласно Наредба № 41 на КФН за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41), справедливата цена на акция на действащо дружество е стойността, определена въз основа на цената на акциите от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции и/или на общоприети оценъчни методи.

При определяне методите за оценка на „AROMA“ АД са приложени следните критерии:

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

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

Метод на дисконтираните нетни парични потоци с прилагане на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Използвани са прогнозните нетни парични потоци за периода 2026 г. – 2032 г., които са дисконтирани, за да се получи настоящата стойност на акциите. Методът е представен в един сценарий.

Метод на нетната стойност на активите. Нетната стойност на една акция е определена на база последния публикуван годишен одитиран финансов отчет към 31 декември 2025 г. без извършване на корекции на статиите от актива и пасива на баланса на Дружеството.

4. РЕЗУЛТАТИ ОТ НАПРАВЕНАТА ОЦЕНКА ПО РАЗЛИЧНИТЕ МЕТОДИ

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

Крайните стойности за една акция са посочени до втория знак след десетичната запетая.

4.1. МЕТОД НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

4.1.1. ВЪВЕДЕНИЕ

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

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

Стойността на Дружеството като цяло по метода на дисконтираните нетни парични потоци е получена чрез прогнозиране на бъдещите парични потоци на индивидуална база. Приложен е описаният в Приложение № 2 на Наредба № 41 модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), тъй като той в най-голяма степен съответства на характеристиките на Дружеството и генерираните от него парични потоци.

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 вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции и е увеличена със стойността на паричните средства и неоперативните активи. Получената стойност е разделена на броя обикновени акции в обращение, като съгласно изискванията на Наредба 41, обратно изкупените акции не са взети предвид.

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 отразяват стратегическия план на Предложителя за развитие на „AROMA“ АД. Те са определени по години, като са разграничени два периода:

- *прогнозен период* - обхваща годините 2026-2031 г. включително, през които паричните потоци на Дружеството могат да бъдат прогнозирани с достатъчна степен на достоверност;
- *следпрогнозен период* – обхваща годините след изтичане на прогнозния период, в които не се очакват съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността на Групата. Паричните потоци в този период са определени на база първата година от него (2032 г.), която е посочена отделно с цел по-коректно изчисляване на терминалната стойност. В следващите години паричните потоци са планирани да нарастват спрямо 2032 г. с постоянен темп.

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 на дружеството,

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.

Прогнозите са обосновани чрез ретроспективни данни от одитираните финансови отчети на „АРОМА“ АД за предходните пет години (2020-2025 г.). Избраният период е достатъчно дълъг и обхваща години от различен етап на цикъла на световната и българската икономика. Този подход в достатъчно достоверна степен представя измененията на бизнес дейностите на Дружеството, изглажда ги и същевременно показва влиянието на извънредни събития като COVID-19 и войната в Украйна.

Прогнозите са разработени на база на календарни години, защото:

- в ретроспективния период финансовите години съвпадат с календарните и използването на други годишни периоди би направило несъпоставими отчетните и прогнозните данни;
- общопризнатите и специализираните източници за пазарна информация също представят отчетните и прогнозни данни за календарни години.

4.1.2. ПРИХОДИ

За целите на настоящата обосновка, приходите от продажби на продукцията на Дружеството са разгледани и прогнозирани по сегменти, като сегментите са тези използвани от „АРОМА“ АД и посочени в годишния финансов отчет на Дружеството, а именно – „Продукти за устна хигиена“, „Продукти за коса“, „Продукти за кожа“, „Продукти за измиване“ и „Други“. Отделно всеки от посочените по-горе сегменти е разделен на „Вътрешен пазар“ (България) и „Външен пазар“ (всички останали държави).

Историческа информация за приходите от продажби на продукцията на „АРОМА“ АД по сегменти и пазари е представена в таблицата по-долу:

Таблица 7: Продажби на „АРОМА“ АД за периода 31.12.2020-31.12.2025 г.

ПРОДАЖБИ, ХИЛ. ЛВ.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Продукти за устна хигиена	11 666	14 084	17 247	17 408	18 962	17 767
<i>годишно изменение</i>	-	20.7%	22.5%	0.9%	8.9%	-6.3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	33.3%	46.5%	48.0%	48.2%	56.4%	56.9%
В т.ч. Вътрешен пазар	5 141	5 492	4 635	3 490	3 432	2 525
<i>годишно изменение</i>	-	6.8%	-15.6%	-24.7%	-1.7%	-26.4%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	14.7%	18.1%	12.9%	9.7%	10.2%	8.1%
<i>дял от продуктите за устна хигиена</i>	44.1%	39.0%	26.9%	20.0%	18.1%	14.2%
В т.ч. Външен пазар	6 525	8 592	12 612	13 918	15 530	15 242
<i>годишно изменение</i>	-	31.7%	46.8%	10.4%	11.6%	-1.9%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	18.6%	28.3%	35.1%	38.6%	46.2%	48.8%
<i>дял от продуктите за устна хигиена</i>	55.9%	61.0%	73.1%	80.0%	81.9%	85.8%
Продукти за косата	9 830	7 694	8 964	8 782	7 525	6 656
<i>годишно изменение</i>	-	-21.7%	16.5%	-2.0%	-14.3%	-11.5%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	28.0%	25.4%	25.0%	24.3%	22.4%	21.3%
В т.ч. Вътрешен пазар	4 781	4 045	5 308	4 300	4 261	3 459
<i>годишно изменение</i>	-	-15.4%	31.2%	-19.0%	-0.9%	-18.8%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	13.6%	13.3%	14.8%	11.9%	12.7%	11.1%
<i>дял от продуктите за коса</i>	48.6%	52.6%	59.2%	49.0%	56.6%	52.0%
В т.ч. Външен пазар	5 049	3 649	3 656	4 482	3 264	3 197
<i>годишно изменение</i>	-	-27.7%	0.2%	22.6%	-27.2%	-2.1%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	14.4%	12.0%	10.2%	12.4%	9.7%	10.2%
<i>дял от продуктите за коса</i>	51.4%	47.4%	40.8%	51.0%	43.4%	48.0%
Продукти за кожата	5 023	4 350	5 064	4 618	3 737	3 940
<i>годишно изменение</i>	-	-13.4%	16.4%	-8.8%	-19.1%	5.4%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	14.3%	14.4%	14.1%	12.8%	11.1%	12.6%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 816	2 220	3 314	3 015	2 352	2 242
<i>годишно изменение</i>	-	-21.2%	49.3%	-9.0%	-22.0%	-4.7%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	8.0%	7.3%	9.2%	8.4%	7.0%	7.2%
<i>дял от продуктите за кожа</i>	56.1%	51.0%	65.4%	65.3%	62.9%	56.9%
В т.ч. Външен пазар	2 207	2 130	1 750	1 603	1 385	1 698
<i>годишно изменение</i>	-	-3.5%	-17.8%	-8.4%	-13.6%	22.6%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	6.3%	7.0%	4.9%	4.4%	4.1%	5.4%
<i>дял от продуктите за кожа</i>	43.9%	49.0%	34.6%	34.7%	37.1%	43.1%
Продукти за измиване	7 006	3 436	3 941	4 476	2 676	2 307
<i>годишно изменение</i>	-	-51.0%	14.7%	13.6%	-40.2%	-13.8%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	19.98%	11.34%	10.98%	12.40%	7.95%	7.38%
В т.ч. Вътрешен пазар	1 811	1 412	2 212	1 406	1 338	969
<i>годишно изменение</i>	-	-22.0%	56.7%	-36.4%	-4.8%	-27.6%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	5.17%	4.66%	6.16%	3.89%	3.98%	3.10%
<i>дял от продуктите за измиване</i>	25.8%	41.1%	56.1%	31.4%	50.0%	42.0%
В т.ч. Външен пазар	5 195	2 024	1 729	3 070	1 338	1 338
<i>годишно изменение</i>	-	-61.0%	-14.6%	77.6%	-56.4%	0.0%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	14.8%	6.7%	4.8%	8.5%	4.0%	4.3%
<i>дял от продуктите за измиване</i>	74.2%	58.9%	43.9%	68.6%	50.0%	58.0%
Други продукти	1 533	746	685	815	746	582
<i>годишно изменение</i>	-	-51.3%	-8.2%	19.0%	-8.5%	-22.0%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	4.4%	2.5%	1.9%	2.3%	2.2%	1.9%
ОБЩО ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	31 252
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13.5%	18.4%	0.6%	-6.8%	-7.1%
В т.ч. Вътрешен пазар	16 082	13 915	16 154	13 026	12 129	9 777
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13.5%	16.1%	-19.4%	-6.9%	-19.4%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	45.9%	45.9%	45.0%	36.1%	36.0%	31.3%
В т.ч. Външен пазар	18 976	16 395	19 747	23 073	21 517	21 475
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13.6%	20.4%	16.8%	-6.7%	-0.2%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	54.1%	54.1%	55.0%	63.9%	64.0%	68.7%

Както е видно от таблицата по-горе, най-съществен дял от приходите имат продуктите за устна хигиена, като в рамките на историческия период техния дял нараства от около 1/3 до дял от почти 57% от общите продажби на продукцията. Над 85% от продуктите в края на разглеждания период в този сегмент са за износ, като в рамките на историческия период, вследствие на войната в Украйна и други фактори, Дружеството преориентира своя износ от Русия и страните от ОНД към пазарите на Западна Европа. На тези нови пазари, „AROMA“ АД работи предимно като производител на марки продукти за големи търговци, продаващи под собствени марки.

Приходите от продукти за коса са на второ място по значимост, като при тях по-скоро се наблюдава намаление на дела им в рамките на общите продажби на продукцията. Основната причина за това намаление е спада в износа, вследствие на войната в Украйна и преориентирането към нови пазари. Вътрешният пазар също стагнира в рамките на историческия период, макар и с по-бавни темпове от тези на износа.

Продуктите за кожа заемат трето място в структурата на продажбите на „AROMA“ АД с дял от 12-14% от приходите от продажби на продукцията. При тях също е налице стагнация и на вътрешния и на външните пазари, но сравнително по-малка от тази при сегмента „Продукти за коса“, което се дължи на по-разнообразния брой предлагани продукти.

При продуктите за измиване се наблюдава най-голям спад на продажбите в рамките на историческия период, като техния дял от общите приходи от продажби на продукцията намалява от близо 20% на 7-8%. И тук причините за това намаление са най-вече в ограниченията на отделни пазари и по-бавното навлизане на нови такива. Вътрешният пазар също намалява значително вследствие на силната конкуренция от вносни продукти на големи световни компании, както и на нови местни играчи.

Продуктите, които не могат да бъдат класифицирани към нито един от горепосочените сегменти, влизат в графата „Други“. Техният дял е незначителен - около 1.9 - 2.5% от общите приходи от продажби на продукцията и техният обем в стойност е сравнително постоянен в рамките на историческия период.

Анализът на продажбите на „AROMA“ АД по пазари (вътрешен и външен) показва, че делът на износа нараства в рамките на целия исторически период като този дял нараства от около 54% на над 68%. Причината за това е ожесточената конкуренция на местния пазар и по-добрите ценови възможности за реализация на продукцията на Дружеството на външните пазари.

Приходите от продажби на продажби на продукцията в рамките на прогнозния период са представени в таблица 8 по-долу:

Таблица 8: Приходи от продажби на продукция на „АРОМА“ АД за периода 2026 г. –2032 г.

ПРОДАЖБИ, ХИЛ. ЛВ.	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Продукти за устна хигиена	19 258	20 142	21 069	22 041	23 060	24 128	24 683
<i>годишно изменение</i>	8,4%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	57,6%	57,7%	57,8%	57,8%	57,9%	58,0%	58,0%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 629	2 682	2 736	2 791	2 847	2 904	2 971
<i>годишно изменение</i>	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	7,9%	7,7%	7,5%	7,3%	7,2%	7,0%	7,0%
<i>дял от продуктите за устна хигиена</i>	13,7%	13,3%	13,0%	12,7%	12,3%	12,0%	12,0%
В т.ч. Външен пазар	16 629	17 460	18 333	19 250	20 213	21 224	21 712
<i>годишно изменение</i>	9,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	49,7%	50,0%	50,3%	50,5%	50,8%	51,0%	51,0%
<i>дял от продуктите за устна хигиена</i>	86,3%	86,7%	87,0%	87,3%	87,7%	88,0%	88,0%
Продукти за косата	6 915	7 292	7 689	8 108	8 551	9 018	9 225
<i>годишно изменение</i>	3,9%	5,5%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	20,7%	20,9%	21,1%	21,3%	21,5%	21,7%	21,7%
В т.ч. Вътрешен пазар	3 798	3 988	4 187	4 396	4 616	4 847	4 958
<i>годишно изменение</i>	9,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%	11,7%	11,6%
<i>дял от продуктите за коса</i>	54,9%	54,7%	54,5%	54,2%	54,0%	53,7%	53,7%
В т.ч. Външен пазар	3 117	3 304	3 502	3 712	3 935	4 171	4 267
<i>годишно изменение</i>	-2,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	9,3%	9,5%	9,6%	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%
<i>дял от продуктите за коса</i>	45,1%	45,3%	45,5%	45,8%	46,0%	46,3%	46,3%
Продукти за кожата	4 168	4 328	4 495	4 668	4 848	5 036	5 152
<i>годишно изменение</i>	5,8%	3,8%	3,9%	3,8%	3,9%	3,9%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,2%	12,1%	12,1%
В т.ч. Вътрешен пазар	2 424	2 497	2 572	2 649	2 728	2 810	2 875
<i>годишно изменение</i>	8,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%	6,8%
<i>дял от продуктите за кожа</i>	58,2%	57,7%	57,2%	56,7%	56,3%	55,8%	55,8%
В т.ч. Външен пазар	1 744	1 831	1 923	2 019	2 120	2 226	2 277
<i>годишно изменение</i>	2,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%
<i>дял от продуктите за кожа</i>	41,8%	42,3%	42,8%	43,3%	43,7%	44,2%	44,2%
Продукти за измиване	2 320	2 366	2 414	2 462	2 512	2 562	2 620
<i>годишно изменение</i>	0,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,2%
В т.ч. Вътрешен пазар	1 159	1 182	1 206	1 230	1 255	1 280	1 309
<i>годишно изменение</i>	19,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%
<i>дял от продуктите за измиване</i>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
В т.ч. Външен пазар	1 161	1 184	1 208	1 232	1 257	1 282	1 311
<i>годишно изменение</i>	-13,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%
<i>дял от продуктите за измиване</i>	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Други продукти	777	793	809	825	842	859	879
<i>годишно изменение</i>	33,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
ОБЩО ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	33 438	34 921	36 476	38 104	39 813	41 603	42 559
<i>годишно изменение, %</i>	7,0%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
В т.ч. Вътрешен пазар	10 787	11 142	11 510	11 891	12 288	12 700	12 992
<i>годишно изменение, %</i>	10,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	32,3%	31,9%	31,6%	31,2%	30,9%	30,5%	30,5%
В т.ч. Външен пазар	22 651	23 779	24 966	26 213	27 525	28 903	29 567
<i>годишно изменение, %</i>	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
<i>дял от приходите от клиенти, %</i>	67,7%	68,1%	68,4%	68,8%	69,1%	69,5%	69,5%

Приходите от продажба на продукцията за 2026 г., разгледани по сегменти и пазари, са базирани на отчетните данни за 2025 г., както и на очакванията на търговския екип на Дружеството за развитието до края на текущата година.

Най-съществен спад през 2025 г. спрямо 2024 г. се наблюдава при продуктите за устна хигиена на вътрешния пазар (намаление от 26.4%). Основна причина за това е засилената ценова конкуренция, особено в големите търговски вериги, която в комбинация с повишените цени на суровините е довела до влошаване на рентабилността на продажбите на вътрешния пазар. Допълнително влияние оказват и забавени поръчки, планирани за изпълнение през 2025 г., но реализирани през 2026 г., което обуславя по-съществен от очаквания спад. В резултат на прехвърлянето на тези поръчки, за 2026 г. е заложен ръст от 4.1%, надвишаващ средните очаквани темпове.

При износа на продукти за устна хигиена също се отчита спад през 2025 г., макар и незначителен (1.9%), който се дължи изцяло на отложени поръчки. Вследствие на тяхното изпълнение през 2026 г. е прогнозирано нарастване от 9.1%, подкрепено от вече договорени обеми. За периода 2027–2031 г. се приема устойчив ръст от 2% годишно за вътрешния пазар и 5% за износа, отразяващ очакванията за пониска рентабилност на местния пазар и по-силен фокус върху износ за Западна Европа под частни марки.

При продуктите за коса през 2025 г. също е отчетен съществен спад на вътрешния пазар (–18.8% спрямо 2024 г.). За 2026 г. се очаква частично възстановяване (+9.8%), обусловено от вече реализирани поръчки от местни клиенти. Въпреки това, продължаващият ценови натиск и ограниченото потребление не предполагат пълно компенсирание на спада, натрупан в периода 2023–2025 г. При износа на продукти за коса през 2025 г. е отчетен незначителен спад, като липсата на съществено външно търсене предполага запазване на слаба динамика и през 2026 г. За периода 2027–2031 г. е заложен годишен ръст от 5% за вътрешния пазар и 6% за износа, базиран на очаквания за подобро пазарно позициониране и разширяване на клиентската база чрез производство под частни марки.

Сегментът на продуктите за кожа демонстрира сравнително най-добро представяне през 2025 г. На вътрешния пазар е отчетен умерен спад от приблизително 4.7% на полугодишна база, като се очаква стабилизиране на продажбите през 2026 г. на нивата от 2025 г. При износа се наблюдава значителен ръст от 22.6% спрямо 2024 г., дължащ се на увеличени поръчки за продукти под частни марки от клиенти в Западна Европа. За 2026 г. се прогнозира нормализиране на темпа на растеж до 2.7%, съобразно вече договорените обеми. За периода 2027–2031 г. е заложен устойчив ръст от 3% годишно за вътрешния пазар и 5% за износа.

При продуктите за измиване 2025 г. се характеризира със слабо представяне, включително значителен спад на вътрешния пазар (–27.6%) и стагнация при износа. В резултат на предприети търговски мерки, през 2026 г. се очаква частично възстановяване на вътрешния пазар (ръст от 19.6%), докато при износа се прогнозира допълнително понижение (–13.2%), поради липса на нови договорени поръчки и отслабено търсене на външните пазари. За периода 2027–2031 г. е заложен умерен годишен ръст от 2% както за вътрешния пазар, така и за износа, базиран на очаквания за постепенно възстановяване на пазарните позиции.

По отношение на останалите продукти, които не попадат в основните четири сегмента, през 2025 г. е отчетен спад от 22% (164 хил. лв.) спрямо 2024 г. Този спад се разглежда като еднократен, като се очаква пълното му компенсирание още през 2026 г. За периода 2027–2031 г. е прието консервативно допускане за годишен ръст от 2%.

В първата година от следпрогнозния период (2032 г.) всички приходи са екстраполирани чрез прилагане на терминален темп на растеж върху стойностите за 2031 г., като се приема, че отделните категории приходи ще нарастват със същия темп. Подробните изчисления са представени в Таблица 8.

Освен приходи от продажба на продукцията, Дружеството отчита и други приходи, включително от правителствени финансираня, продажба на материали, отписани задължения и излишъци на материални запаси. В исторически план над половината от тези приходи се формират от правителствени финансираня с преобладаващо счетоводен характер, които не генерират парични потоци. Останалите компоненти са със случаен и несистематичен характер. С оглед на това, в прогнозния период не са заложен други приходи, поради тяхната непредвидимост и ограничена възможност за надеждно прогнозиране.

Информация за размера на другите доходи и общите приходи на „АРОМА“ АД за историческия и прогнозния период са представени в таблицата по-долу:

Таблица 9: Общо приходи на „АРОМА“ АД за периода 2020г. –2032 г.

ПРОДАЖБИ (ХИЛ. ЛВ.)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
ПРОДАЖБИ НА ПРОДУКЦИЯ	35 058	30 310	35 901	36 099	33 646	31 252	33 438	34 921	36 476	38 104	39 813	41 603	42 559
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13,5%	18,4%	0,6%	-6,8%	-7,1%	7,0%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
ДРУГИ ДОХОДИ	342	423	829	348	425	318	0	0	0	0	0	0	0
<i>годишно изменение, %</i>	-	23,7%	96,0%	-58,0%	22,1%	-25,2%	-100,0%						
<i>в т. ч. приходи от финансираня</i>	184	238	701	197	250	150							
<i>дъл от Други доходи</i>	53,8%	56,3%	84,6%	56,6%	58,8%	47,2%							
ОБЩО ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	31 570	33 438	34 921	36 476	38 104	39 813	41 603	42 559
<i>годишно изменение, %</i>	-	-13,2%	19,5%	-0,8%	-6,5%	-7,3%	5,9%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%

4.1.3. ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ (БЕЗ АМОРТИЗАЦИИ)

Историческа и прогнозна информация за оперативните разходи на „АРОМА“ АД е представена в таблицата по-долу:

Таблица 10: Оперативни разходи на „АРОМА“ АД за периода 2020-2025 г.

РАЗХОДИ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Продажби	35 400	30 733	36 730	36 447	34 071	31 570
<i>годишно изменение</i>	-	-13,2%	19,5%	-0,8%	-6,5%	-7,3%
Разходи за материали и консумативи	(20 902)	(18 870)	(23 691)	(21 897)	(19 454)	(17 506)
<i>годишно изменение</i>	-	-9,7%	25,5%	-7,6%	-11,2%	-10,0%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-59,0%	-61,4%	-64,5%	-60,1%	-57,1%	-55,5%
Разходи за външни услуги и други разходи	(2 480)	(2 139)	(2 538)	(2 242)	(2 261)	(1 888)
<i>годишно изменение</i>	-	-13,8%	18,7%	-11,7%	0,8%	-16,5%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-7,0%	-7,0%	-6,9%	-6,2%	-6,6%	-6,0%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	(6 855)	(6 349)	(6 275)	(7 079)	(7 438)	(7 675)
<i>годишно изменение</i>	-	-7,4%	-1,2%	12,8%	5,1%	3,2%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-19,4%	-20,7%	-17,1%	-19,4%	-21,8%	-24,3%
Изменение на наличностите	69	418	(619)	54	234	(103)
<i>годишно изменение</i>		505,8%	-248,1%	-108,7%	333,3%	-144,0%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	0,2%	1,4%	-1,7%	0,1%	0,7%	-0,3%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	(30 168)	(26 940)	(33 123)	(31 164)	(28 919)	(27 172)
<i>годишно изменение</i>	-	-10,7%	23,0%	-5,9%	-7,2%	-6,0%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-85,2%	-87,7%	-90,2%	-85,5%	-84,9%	-86,1%
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА)	5 232	3 793	3 607	5 283	5 152	4 398
<i>годишно изменение</i>	-	-27,5%	-4,9%	46,5%	-2,5%	-14,6%
<i>ЕБИТДА маржин</i>	14,8%	12,3%	9,8%	14,5%	15,1%	13,9%
Разходи за амортизация	(2 593)	(2 668)	(2 881)	(3 000)	(2 750)	(2 864)
<i>годишно изменение</i>	-	2,9%	8,0%	4,1%	-8,3%	4,1%
<i>дъл от приходите за дейността, %</i>	-7,3%	-8,7%	-7,8%	-8,2%	-8,1%	-9,1%
Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	2 639	1 125	726	2 283	2 402	1 534
<i>годишно изменение</i>	-	-57,4%	-35,5%	214,5%	5,2%	-36,1%
<i>ЕБИТ марж, %</i>	7,5%	3,7%	2,0%	6,3%	7,0%	4,9%

Основните оперативни разходи на Дружеството в ретроспективния период са за материали, външни услуги и други разходи, персонал и корективни статии. Техния размер и структура са показани в таблицата по-горе.

Темповете на промяна на основните групи разходи (за материали, за външни услуги) са прогнозирани като процент от приходите от продажби, определени на база историческите данни за периода 2020 г. – 2025 г., както и на база очакванията на Търговия предложител.

Основните суровини с които работи Дружеството включват различни химични съставки като *ароматични композиции, солубилизатори, пенители, хумектанти, прахообразни, алкохол, емулгатори, активни съставки, оцветители, пластмаси и други*, голяма част от които се доставят чрез внос. Заложена прогноза е техният дял да остане постоянен в рамките на прогнозния период до около 56,5% от общите приходи от дейността.

Горепосочения дял е по-нисък от средния дял, отчетен през историческия период 2020-2025 г. малко по-висок от отчетения такъв към края на 2025 г. Доколкото обаче през 2025 г. се наблюдава ръст на материалните запаси вследствие на забавени поръчки, то стойността за 2025 г. не може да се вземе за достатъчно релевантна база, на която да се прогнозира този дял.

Заложения в прогнозата дял е по-скоро консервативен, доколкото цените на голяма част от суровините през последните години нарастват с двуцифрени темпове и към момента е рано да се каже, че този ценови натиск ще намалее в обозрим период. Все пак Дружеството предвижда чрез добро управление на материалните запаси да успява да управлява ефективно този процес и да не позволява ръстът на суровините да изпреварва този на приходите в рамките на прогнозния период.

По отношение на разходите за външни услуги и другите разходи е заложено, че техният дял като процент от продажбите през целия прогнозен период ще е равен на 6,3% от приходите от дейността. Тази стойност е малко по-ниска от средната такава за разглеждания исторически период 2020 – 2025 г., като намеренията на Търговия предложител са за ограничаване на този тип разходи доколкото това е възможно и не противоречи на добрите практики. За първата година от следпрогнозния период (2032 г.) е заложен ръст на разходите спрямо 2031 г., равен на очаквания дългосрочен темп на растеж на икономиката като цяло (2.3%).

Разходите за персонал (възнаграждения и осигуровки, са прогнозирани на база отчетените такива за историческия период 2020-2025, както и очакванията за развитие на Дружеството.

Заложеният среден ръст на възнагражденията ще изпреварва ръста на приходите, вследствие на очаквания по-висок среден ръст на възнагражденията в икономиката като цяло. Както се вижда и от историческите данни, вследствие на инфлационните очаквания, конвергенцията спрямо средните нива в ЕС, както и изпреварващия ръст на възнагражденията в бюджетния сектор, ръстът на възнагражденията, особено след 2023 г, е двуцифрен. Повишаването на ефективността и оптимизирането на дейността, ще позволят годишният ръст на разходите за следващите години да падне до едноцифрени нива, но все пак той ще изпреварва средногодишния ръст на приходите от дейността.

За 2026 г. е заложен ръст на разходите за персонал от 7.9%. Този ръст е в рамките на планирания, като част от това увеличение е заложено да се случи още през 2025 г., но в резултат на сравнително лошите резултати за периода, е отложено за 2026 г. За периода 2027-2031 г. е заложен ръст на разходите за персонал от 5% за всяка от прогнозните години, което е във връзка с очакванията за по-ниска инфлация и по-умерен ръст на бюджетните заплати.

Конкретните разчети са показани в Таблица 11 по-долу:

Суми с корективен характер не са прогнозирани.

В първата година на следпрогнозния период (2032 г.), размерът на всички оперативни разходи е определен като размерът им за предходния период е умножен по терминалния растеж, тоест че процентното нарастване на съответния тип разходи в терминалния период ще е равно на терминалния растеж.

Разходите за амортизация са описани в т. 4.1.4. по-долу.

Таблица 11: Оперативни разходи на „AROMA“ АД за периода 2026-2032 г.

РАЗХОДИ	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Продажби	33 438	34 921	36 476	38 104	39 813	41 603	42 559
<i>годишно изменение</i>	5,9%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
Разходи за материали и консумативи	(18 892)	(19 730)	(20 609)	(21 529)	(22 494)	(23 506)	(24 047)
<i>годишно изменение</i>	7,9%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%	56,5%
Разходи за външни услуги и други разходи	(2 107)	(2 200)	(2 298)	(2 401)	(2 508)	(2 621)	(2 681)
<i>годишно изменение</i>	11,6%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,3%
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	-6,30%
Разходи за персонал (заплати и осигуровки)	(8 281)	(8 695)	(9 130)	(9 587)	(10 066)	(10 569)	(10 812)
<i>годишно изменение</i>	7,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,3%
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	-24,8%	-24,9%	-25,0%	-25,2%	-25,3%	-25,4%	-25,4%
Изменение на наличностите	0	0	0	0	0	0	0
<i>годишно изменение</i>	-100,0%						
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%
ОБЩО ОПЕРАТИВНИ РАЗХОДИ	(29 280)	(30 625)	(32 037)	(33 517)	(35 068)	(36 696)	(37 540)
<i>годишно изменение</i>	7,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	2,3%
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	-87,6%	-87,7%	-87,8%	-88,0%	-88,1%	-88,2%	-88,2%
Печалба преди лихви, данъци и амортизация (ЕБИТДА)	4 158	4 296	4 439	4 587	4 745	4 907	5 019
<i>годишно изменение</i>	-5,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	2,3%
<i>ЕБИТДА маржин</i>	12,4%	12,3%	12,2%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%
Разходи за амортизация	(2 888)	(2 919)	(2 979)	(2 982)	(3 007)	(3 030)	(3 184)
<i>годишно изменение</i>	0,8%	1,1%	2,1%	0,1%	0,8%	0,8%	5,1%
<i>дял от приходите за дейността, %</i>	-8,6%	-8,4%	-8,2%	-7,8%	-7,6%	-7,3%	-7,5%
Печалба преди лихви и данъци (ЕБИТ)	1 270	1 377	1 460	1 605	1 738	1 877	1 835
<i>годишно изменение</i>	-17,2%	8,4%	6,0%	9,9%	8,3%	8,0%	-2,2%
<i>ЕБИТ марж, %</i>	3,8%	3,9%	4,0%	4,2%	4,4%	4,5%	4,3%

4.1.4. ИНВЕСТИЦИИ И АМОТИЗАЦИИ

Инвестициите в дълготрайни материални активи при „AROMA“ АД за историческия период (2021-2025 г.) са на обща стойност малко над 17 млн. лв. В рамките на историческия период, както и по-назад във годините, Дружеството до голяма степен е обновило наследения сграден фонд и машинния си парк. Затова и в рамките на прогнозния период (2026-2031 г.) не се предвиждат мащабни инвестиции в ново оборудване, а по-скоро само заместване на излизащите от употреба активи и (при необходимост) капитален ремонт на съществуващите активи с цел удължаване на техния полезен живот.

На база гореописания стратегически инвестиционен план, планираните **инвестиционни разходи** за прогнозния период са заложили като равни на съответните начислени амортизации за периода с цел поддържане на стойността на активите на Дружеството и заложения растеж. Общият размер на инвестициите в увеличаване на полезната стойност на съществуващите и покупка на нови заместващи ДМА за периода 2026-2031 г. е 17,8 млн. лв., което е сравнимо като стойност с отчетените инвестиции за периода 2021-2025 г. Нетните инвестиции (инвестиции в ДМА минус амортизация) за прогнозния период са нулеви, което е консервативен подход.

В съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41, инвестиционните разходи за първата година от следпрогнозния период (2032 г.) са планирани като равни на размера на амортизацията за годината.

Разходите за амортизация за прогнозния период са изчислени на база амортизационните планове на съществуващите към 31 декември 2025 г. активи и на новите инвестиции. В прогнозата са включени и очакваните амортизации на активите с право на ползване, които съгласно МСФО 16 представляват капитализирани наеми на използвани чужди активи за договорен срок. Не се предвиждат промени в

заложеният метод на амортизация (линеен) и на заложените срокове за амортизация на отделните групи активи.

За целите на прогнозата е направено допускането, че в рамките на прогнозния период „новите активи“ (увеличената стойност на активите вследствие на капиталови ремонти и подобрения) ще се амортизират със същата средна норма на амортизация, с която съгласно амортизационния план се амортизират и съществуващите активи.

Историческите и прогнозни данни за дълготрайните материални активи (ДМА) и тяхната амортизация за периода 2021 – 2031г. са представени в таблицата по-долу:

Таблица 12: Инвестиции и амортизации

Нефинансови дълготрайни активи, хил. лв.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Земи	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сгради	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	909
Машини и оборудване	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 471
Транспортни средства	0	102	0	116	0	0	0	0	0	0	0	299
Разходи за придобиване на активи	2 788	4 337	3 839	5 075	766	2 888	2 919	2 979	2 982	3 007	3 030	0
Други	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	505
Общо инвестиции за периода	2 788	4 439	3 839	5 191	766	2 888	2 919	2 979	2 982	3 007	3 030	3 184
годишно изменение, %		59.20%	-13.50%	35.20%	-85.20%	277.00%	1.10%	2.10%	0.10%	0.80%	0.80%	5.90%
Нетни инвестиции	120	1 558	839	2 441	-2 098	0	0	0	0	0	0	0
Отчетна стойност	54 571	58 145	61 616	66 748	67 416	70 304	73 223	76 202	78 686	82 191	85 221	85 221
годишно изменение, %		6.50%	6.00%	8.30%	1.00%	4.30%	4.20%	4.10%	3.30%	4.50%	3.70%	0.00%
Начислена амортизация за периода	2 668	2 881	3 000	2 750	2 864	2 888	2 919	2 979	2 982	3 007	3 030	3 184
годишно изменение, %		8.00%	4.10%	-8.30%	4.10%	0.80%	1.10%	2.10%	0.10%	0.80%	0.80%	5.10%
Амортизационна норма, %	4.90%	5.00%	4.90%	4.10%	4.20%	4.10%	4.00%	3.90%	3.80%	3.70%	3.60%	3.60%
Балансова стойност	20 728	22 286	23 125	25 566	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468
годишно изменение, %		7.50%	3.80%	10.60%	-8.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Инвестиции / Амортизация	1.04	1.54	1.28	1.89	0.27	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

4.1.5. НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ

За целите на оценката по метода на дисконтираните парични потоци, нетният оборотен капитал (НОК) включва текущите активи на Дружеството (без парични средства) минус текущите пасиви (без лихвоносен дълг):

Теорията на оценяването изисква паричните средства и текущите финансови активи 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 по метода на дисконтираните нетни парични потоци, стойността на паричните средства и нетните финансови активи (като част от неоперативните активи), както и на задълженията към финансови предприятия към датата на последния изготвен финансов отчет, са отчетени като елементи при изчисляването на нетния дълг.

Краткосрочните правителствени финансираня също са елиминирани от текущите пасиви, тъй като счетоводното им представяне е зависимо от признаването на разходи за амортизация на придобитите чрез финансираня активи, при което не се освобождава или задържа реален паричен поток.

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

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

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

Таблица 13: Нетен оборотен капитал

Нетен оборотен капитал	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Материални запаси	6 039	7 932	9 435	8 930	8 481	9 759	9 530	9 079	9 484	9 907	10 351	10 817	10 993
годишно изменение, %	-	31.3%	18.9%	-5.4%	-5.0%	15.1%	-2.3%	-4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	6.2%
дял от приходите за дейността, %	17.20%	26.20%	26.30%	24.70%	25.20%	31.20%	28.5%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	25.83%
Краткосрочни вземания	9 826	8 520	8 551	7 067	6 713	8 127	7 691	6 984	7 295	7 621	7 963	8 321	8 086
годишно изменение, %	-	-13.3%	0.4%	-17.4%	-5.0%	21.1%	-5.4%	-9.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	1.5%
дял от приходите за дейността, %	28.00%	28.10%	23.80%	19.60%	20.00%	26.00%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.0%
Краткосрочни задължения	4 999	4 628	5 302	4 807	5 354	4 732	5 350	5 587	5 836	6 097	6 370	6 656	6 597
годишно изменение, %	-	-7.4%	14.6%	-9.3%	11.4%	-11.6%	13.1%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	3.6%
дял от приходите за дейността, %	14.30%	15.30%	14.80%	13.30%	15.90%	15.10%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	15.5%
Нетен оборотен капитал (НОК)	10 866	11 824	12 684	11 190	9 840	13 154	11 871	10 476	10 943	11 431	11 944	12 482	12 482
годишно изменение, %	-	8.8%	7.3%	-11.8%	-12.1%	33.7%	-9.8%	-11.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	0.0%
дял от приходите за дейността, %	31.00%	39.00%	35.30%	31.00%	29.20%	42.10%	35.5%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	29.3%
Промяна в НОК		958	860	-1 494	-1 350	3 314	-1 283	-1 395	467	488	513	538	0

От представените данни е видно, че стойността на материалните запаси през историческия период 2022–2025 г. остава относително стабилна, варирайки в диапазона 8.5–9.8 млн. лв. Наред с това се наблюдава тенденция към постепенно намаляване на запасите в абсолютна стойност, която е прекъсната през 2025 г., когато вследствие на забавени поръчки се отчита увеличение в размер на приблизително 1.3 млн. лв. спрямо предходната година. Очаква се натрупаните запаси да бъдат реализирани в рамките на първите две години от прогнозния период, като от 2027 г. нататък техният размер ще се стабилизира на ниво от приблизително 26% от продажбите, като стойността им ще нараства в съответствие с темповете на растеж на приходите.

По отношение на вземанията се наблюдава аналогична динамика – постепенно намаляване в абсолютна стойност за периода 2022–2025 г., последвано от увеличение с приблизително 1.4 млн. лв. през 2025 г. Това нарастване се разглежда като еднократно отклонение от обичайния ход на търговската дейност на Дружеството. В прогнозния период се очаква делът на вземанията спрямо продажбите да започне да намалява още през 2026 г., достигайки около 20% през 2027 г., което според мениджмънта представлява устойчиво и типично ниво за бизнес от този характер.

При краткосрочните задължения се очаква през 2026 г. техният дял да достигне приблизително 16% от продажбите – равнище, което се приема от мениджмънта като нормално за дейността на Дружеството. Прогнозира се този дял да се запази относително постоянен през целия период 2026–2031 г. Не се предвижда нито вземанията, нито задълженията да нарастват с темпове, надвишаващи ръста на продажбите през съответния период.

В първата година на следпрогнозния период в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба №41 е направено допускането, че размерът на НОК ще е равен на достигнатото ниво през 2031 г. и изменението му в целия терминален период ще е нулево.

4.1.6. НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ

Дисконтовият фактор 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 (СПЦК, 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:

Re - цена на собствения капитал;

Rd - 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;

Tc - корпоративна данъчна ставка.

Анализът на отчета за финансовото състояние на Дружеството показва, че то финансира дейността си както посредством елементите на собствения капитал (акционерен капитал и реализирана печалба), така и с помощта на заеми (привлечен капитал).

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

Таблица 14: Съотношение между собствен и привлечен капитал за периода 2020 г. –2025 г.

хил. лв	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Собствен капитал, в края на периода	32 587	32 925	32 657	33 972	35 116	35 423
Лихвоносен дълг, в края на периода	3 580	2 341	5 112	5 235	6 244	4 999
Дял на собствения капитал, средногодишно	90.10%	93.40%	86.50%	86.60%	84.90%	87.60%
Дял на дълга, средногодишно	9.90%	6.60%	13.50%	13.40%	15.10%	12.40%

Забележка: Делът на собствения капитал и на дълга е изчислен на средногодишна база като средна между съответните стойности в края на предходната/началото на текущата година и края на съответната текуща година.

Както е видно от таблицата по-горе, за Дружеството е характерно използване на преобладаващо собствен капитал в капиталовата му структура.

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 и лизинг, които не са търгуеми и нямат пазарна цена, а използването на пазарна стойност на собствения капитал и сравнението ѝ с балансовата стойност на дълга би било неконсистентно. При определянето на относителните дялове също така е направено осредняване на стойностите на собствения, съответно на привлечения капитал към края на предходната и към края на текущата година.

В Таблица 15 са представени стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозен период. Като база е използван планираният обем на общия инвестиран капитал (балансирана стойност на амортизируемите активи, нетен оборотен капитал и парични средства) за разглеждания период. Балансовите стойности на амортизируемите активи към края на съответния период са равни на тези в Таблица 12, а стойностите на нетния оборотен капитал – на тези в Таблица 13.

Величината на паричните средства е получена като разлика между: (а) сумата на собствения капитал, лихвоносния дълг и стойността на другите пасиви и (б) сумата на неамортизируемите активи, нетния оборотен капитал и другите активи.

Другите активи се състоят от неоперативни активи - дългосрочните и краткосрочни инвестиции във финансови активи (ДЦК). Тези инвестиции не са свързани с основната дейност на „АРОМА“ АД, а по-скоро са направени с цел съхраняване на стойността на финансовите средства на Дружеството в условията на висока инфлация и ниски лихви по депозитите. Общата стойност на тези инвестиции към датата на последния публикуван финансов отчет (31.12.2025 г.) е 3 907 хил. лв. По отношение на тях не се предвижда промяна в рамките на прогнозния период.

За получения инвестиран капитал на Дружеството, са прогнозирани и източниците за финансирането му – собствен капитал и лихвоносен дълг.

Прогнозата за собствения капитал за 2026г. се базира на стойността му към края на 2025г. и прогнозирания размер на нетната печалба (НП) за същия период. Същият подход е приложен и за останалите планови години – към стойността на собствения капитал от предходния период е добавена НП за текущия. За целия прогнозен период е заложено 50% процента реинвестиране на НП, което съвпада приблизително със дивидентна политика на Дружеството за последните години.

НП за всеки от прогнозните периоди се получава след като от печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) се извадят финансовите разходи и се прибавят финансовите приходи. Като финансови разходи в рамките на прогнозния период са заложени само разходи за лихви. Последните са изчислени като размерът на лихвоносния дълг (виж по-долу) е умножен по цената на дълга – 4% за целия прогнозен период. Финансовите приходи включват лихви от инвестициите на Дружеството в ДЦК. Доколкото размерът на тези инвестиции е постоянен в рамките на прогнозния период и е равен на стойността на инвестициите към 31.12.2025 г., то и за размерът на финансовите приходи е направено допускането, че те ще са постоянни и равни на стойността им към 31.12.2025 г. Разходите за данъци се определени като прогнозната данъчна ставка от 10% се умножи по разликата между ЕБИТ и нетните финансови приходи/разходи.

Стойността за лихвоносния дълг за прогнозния период е получена на база погасителните планове за текущия и нетекущия лихвоносен дълг на Дружеството. Финансирането на инвестициите и оборотния капитал ще се прави преимуществено със собствен капитал. Прогнозните парични потоци на Дружеството са положителни и в разчетите не е предвиден нов дълг. В първата година от следпрогнозния период (2032 г.) не са заложени и погашения на съществуващ такъв.

Другите пасиви включват дългосрочни и краткосрочни правителствени финансираня, отсрочени данъчни пасиви и дългосрочни задължения при пенсиониране на обща стойност към 31 декември 2025 г. от 1 256 хил. лв. Не се предвижда другите пасиви да се променят в рамките на прогнозния период.

Таблица 15: Прогноза за инвестирания капитал и източниците на финансирането му за периода 2026 - 2032 г.

Период, хил. лв.	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Балансова стойност на НФА	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468	23 468
Нетен оборотен капитал	11 871	10 476	10 943	11 431	11 944	12 482	12 482
Парични средства	2 081	3 881	3 663	3 397	3 472	2 993	3 841
Други активи	3 907	3 907	3 907	3 907	3 907	3 907	3 907
<i>годишно изменение</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Общо инвестиран капитал	41 327	41 732	41 981	42 203	42 791	42 850	43 698
Собствен капитал	35 971	36 576	37 225	37 947	38 735	39 594	40 442
Коефициент на изплащане на дивиденди	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Лихвоносен дълг	4 100	3 900	3 500	3 000	2 800	2 000	2 000
Разходи за лихви	-182	-160	-148	-130	-116	-96	-80
<i>Ефективен лихвен процент,%</i>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Други пасиви	1 256	1 256	1 256	1 256	1 256	1 256	1 256
<i>годишно изменение</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Общо финансиране	41 327	41 732	41 981	42 203	42 791	42 850	43 698

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

Таблица 16: Капиталова структура на Дружеството за периода 2026 г. – 2032 г.

хил. лв	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f	2031f	2032f
Собствен капитал, в края на периода	35 971	36 576	37 225	37 947	38 735	39 594	40 442
Лихвоносен дълг, в края на периода	4 100	3 900	3 500	3 000	2 800	2 000	2 000
Дял на собствения капитал, средногодишно	89,80%	90,40%	91,40%	92,70%	93,30%	95,20%	95,30%
Дял на дълга, средногодишно	10,20%	9,60%	8,60%	7,30%	6,70%	4,80%	4,70%

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

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

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

Цената на собствения капитал е определена по следната формула:

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

където:

K_e – цена на собствения капитал;

R_f – безрискова норма на възвращаемост;

β – „бета“;

R_m – базисна рискова премия за развит пазар на акции;

R_b – премия за риска на съответната държава.

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

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

За определяне на рисковата премия за развит пазар са използвани данни от уеб сайта на проф. Дамодаран, посочен по-долу, актуални към датата на обосновката. (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx>).

Използваната рискова премия е изчислена на база данните за стойностите на индекса S&P500 и стойността на платените дивиденди и обратно изкупените акции от компании от индекса за последните 12 месеца (TTM), както и на база консенсусната осреднена прогноза на анализаторите за ръста на печалбите на компаниите от индекса за следващите пет години.

Използвана е стойността на рисковата премия с коригиран коефициент на изплащане на дивиденди (*trailing 12 month, with adjusted payout*) при който в следпрогнозния (терминалния) период се залага постоянен коефициент на изплащане на дивиденди (*sustainable payout ratio*), който гарантира

поддържането на заложения терминален растеж. Стойността на коефициента на изплащане на дивиденди през петгодишния прогнозен период се залага така, че да се получи плавно линеен преход от стойността на коефициента на изплащане на дивиденди за последния месец и постоянен коефициент на изплащане на дивиденди.

Според Търговия предложител, този начин на определяне на премията е най-подходящ, тъй като ограничава влиянието на екстремните и нетипични стойности на коефициента на изплащане на дивиденди в рамките на отделните исторически 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.

Премията за странови риск е изчислена на база на коригираната разлика в доходността на активи с рейтинг Baa1, какъвто е рейтинга на България според Moody's, и безрисковата норма на възвращаемост.

Така получената надбавка може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента на волатилност на пазара на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло).

За горното изчисление са използвани данните на Дамодаран (<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xlsx> sheet „Relative Equity Volatility“). За изчисление на стандартното отклонение на пазара на акции на развиващите се пазари, измерено на база стойностите на индекса S&P Emerging BMI Index и съответно стандартното отклонение на пазара на облигации на развиващите се пазари, измерено на база на котировките на iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF. За целите на настоящата обосновка са използвани последните публикувани стойности на горепосочените стандартни отклонения за периода 2021 - 2025 г. Смятаме, че този подход взема в най-голяма степен предвид именно максимално актуалното състояние на съответните пазари и е в съответствие с подхода при определянето на премията за развит пазар на акции. Конкретните изчисления са представени в таблицата по-долу:

Таблица 17: Рискова премия за пазар на акции, България

№	Показател	Стойност
1	Държава	България
2	Кредитен рейтинг по Мудис	Baa1
3	Рискова премия за дълг, базирана на кредитния рейтинг	1.36%
4	Стандартно отклонение на пазара на акции (S&P Emerging BMI Index)	14.11%
5	Стандартно отклонение на пазара на облигации (iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF)	9.26%
6	Коефициент на волатилност ($\sigma_{Equity} / \sigma_{Bond}$, =4/5)	1.5238
7	Рискова премия за пазар на акции, България (=3*6)	2.07%

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 отрасъла като цяло.

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 САЩ.

За целите на настоящата Обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Продукти за домакинството/Household Products“ относно дружества от развиващи се пазари. 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://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Тъй като бездълговата (unlevered) „бета“ рефлектира чист бизнес риск без да вземе предвид допълнителния финансов риск вследствие на специфичното ниво на дълга, коригираната за дълг „бета“ е калкулирана в съответствие с капиталовата структура на „AROMA“ АД съгласно последния публикуван счетоводен отчет към 31 декември 2025 г. За определяне на коефициента „дълг/собствен капитал“, е използван лихвоносният дълг, включващ банковите заеми и задълженията по лизинг.

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

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

където:

β_l – коригирана за дълг (re-levered) „бета“ на „AROMA“ АД;

β_u – пазарна бездългова (unlevered) „бета“;

D/E – съотношение дълг/собствен капитал за „AROMA“ АД;

t – ефективна корпоративна данъчна ставка.

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

Таблица 18: Определяне на цената на собствения капитал

№	Показател	Стойност
1	Безрискова доходност	3.0200%
2	Рискова премия за развит пазар	4.38%
3	Премия за странови риск	2.07%
4	Сектор	продукти за домакинството / Household Products
5	Обща Бета без дълг (за emerging market)	0.77
6	Ефективна данъчна ставка за компанията	10%
7	Собствен капитал на компанията към 31.12.2025	35 423
8	Общо лихвоносен дълг на компанията към 31.12.2025	4 999
9	Съотношение "дълг/собствен капитал" за компанията (=8/7)	14.11%
10	Бета с дълг (=5*(1+(1-6)*9)	0.87
11	Цена на собствения капитал (=1+10*2+3)	8.90%

За целите на оценката на цената на привлечения капитал е направено проучване за средния размер на лихвите по кредити и/или лизингови договори, отпускани от финансови институции на дружества от типа на разглежданото. То показва, че размерът на лихвените нива е около 4%, която стойност е използвана и като цена на привлечения капитал/дълга.

В таблицата по-долу е представено изчисляването на среднопретеглената цена на капитала при заложената по-горе осреднена за прогнознния 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 19: Определяне на среднопотежлената цена на капитала (СПЦК)

Показател	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Източници на финансиране - съотношение							
Собствен капитал	89,80%	90,40%	91,40%	92,70%	93,30%	95,20%	95,30%
Привлечен капитал	10,20%	9,60%	8,60%	7,30%	6,70%	4,80%	4,70%
Стойност на финансирането							
Собствен капитал	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%
Привлечен капитал	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%
Ефективна данъчна ставка	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Стойност на финансирането след данъци							
Собствен капитал	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%	8,900%
Привлечен капитал	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%	3,6000%
Среднопотежлена цена на капитала							
Собствен капитал	7,990%	8,050%	8,130%	8,250%	8,300%	8,470%	8,480%
Привлечен капитал	0,370%	0,350%	0,310%	0,260%	0,240%	0,170%	0,170%
СПЦК	8,360%	8,400%	8,440%	8,510%	8,540%	8,640%	8,650%
СПЦК - осреднено				8,510%			

Полученият осреднен резултат за среднопотежлената цена на капитала е използван като норма, с която са дисконтирани нетните парични потоци на „АРОМА“ АД.

4.1.7. ДЪЛГОСРОЧЕН РЪСТ (g)

Съгласно чл. 11 от Наредба № 41, при използване на метода на дисконтираните парични потоци, прогнозните такива се определят за всяка година, като се разграничават два периода - прогнозен и следпрогнозен. 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:

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

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 авторитетните дългосрочни прогнози – тази на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР) за ръста на БВП на страните-членки на ОИСР до 2060 г. (<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>), очаквания растеж на световната икономика за периода 2027-2060 г. е 1.9% средногодишно.

Възможността за по-висок средногодишен ръст на българската икономика спрямо световната е лимитирана най-вече заради демографския проблем, изразяващ се в дългосрочно намаление на броя на работната сила, застаряването на населението и очакваните по-високи разходи за здравеопазване и пенсии. С оглед на това, заложеният дългосрочен ръст е в размер на 2,3%.

4.1.8. КРАЕН РЕЗУЛТАТ

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

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

където:

D – дисконтов фактор за съответния прогнозен период,

r – норма на дисконтиране,

i – степенен фактор.

Степенният фактор се определя като частно на броя дни между датата на оценката и края на съответната година от прогнозния период и реалния брой дни за всеки прогнозен период (365 или 366). Стойността на дисконтовия фактор е закръглена до шестия знак след десетичната запетая.

Пример: За първия прогнозен период броят дни между датата на Обосновката (24.03.2026 г.) и края на първия прогнозен период (31.12.2026 г.) е 282, съответно частното между 282 и 365 (броя дни за 2026г.), закръглено до 6 знак е 0.772603. Конкретните изчисления са показани в таблицата по-долу:

Таблица 20: Определяне на релативния дисконтов фактор

Показател	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032
СПЦК	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
Дисконтов фактор (=1/(1+СПЦК))	0.921659	0.921659	0.921659	0.921659	0.921659	0.921659	0.921659
Брой дни	282	647	1 013	1 378	1 743	2 108	2 474
Степенен фактор	0.772603	1.772603	2.76776	3.775342	4.775342	5.775342	6.778082
Релативен дисконтов фактор	0.938916	0.865361	0.797883	0.734921	0.677347	0.624283	0.575247

От получената сума е извадена стойността на лихвоносните задължения (дългосрочните и краткосрочни банкови заеми и задължения по лизинг) на Дружеството към 31 декември 2025г., и е прибавена сумата на паричните средства към края на същия период, като по този начин е получена стойността на продължаващата дейност на Дружеството.

За да се получи стойността на Дружеството за притежателите на обикновени акции, съгласно изискванията на чл. 13, ал. 2 от Наредба 41 на КФН, към получената по-горе стойност е прибавена стойността на неоперативните активи на Дружеството към датата на последния публикуван финансов отчет – 31 декември 2025 г. Доколкото балансовата стойност на тези неоперативни активи не надхвърля 10% от балансовата стойност на всички активи към 31 декември 2025 г. (8.4%), то за оценката на тези неоперативни активи (ДЦК) е използвана тяхната балансова стойност.

Подробни разчети са представени в таблицата по-долу.

Таблица 21: Оценка на стойността на акциите на „АРОМА“ АД, хил. лв.

Показател	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032
ЕБИТ	1 534	1 270	1 377	1 460	1 605	1 738	1 877	1 835
Данъци	153	127	138	146	161	174	188	184
NOPLAT (ЕБИТ след данъци)	1 381	1 143	1 239	1 314	1 444	1 564	1 689	1 651
Амортизация	2 864	2 888	2 919	2 979	2 982	3 007	3 030	3 184
Инвестиции	-766	-2 888	-2 919	-2 979	-2 982	-3 007	-3 030	-3 184
Изменение на оборотния капитал	-3 314	1 283	1 395	-467	-488	-513	-538	0
Нетни парични потоци	165	2 426	2 634	847	956	1 051	1 151	1 651
Дисконтов фактор		0,938849	0,865219	0,797679	0,734665	0,677048	0,623950	0,575758
Дисконтирани НПП (DCF)		2 278	2 279	676	702	712	718	951
Настояща стойност на DCF		8 316						
Терминална стойност		15 659						
ДНПП към датата на Обосновката		23 975						
Стойност на дългосрочния и краткосрочен лихвоносен дълг към последния публикуван баланс		4 999						
Стойност на паричните средства към последния публикуван баланс		1 123						
Стойност на продължаващата дейност на компанията към датата на Обосновката		20 099						
Стойност на неоперативните активи към датата на оценката		3 907						
Стойност за акционерите		24 006						
Брой акции в обращение		15 409 324						
Стойност за акционерите на една акция (лв.)		1,56 лв						

4.2. МЕТОД НА НЕТНАТА 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 стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на Дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обръщение към датата на счетоводния баланс.

Нетната стойност на една акция по метода на нетната 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 „АРОМА“ АД по този метод са използвани данни от последния публикуван финансов отчет - одитирания отчет към 31.12.2025 г.

Издадените от Дружеството обикновени акции към тази дата са 15 491 829 броя. След приспадане на обратно изкупените 82 505 акции, броя на акциите в обращение е 15 409 324 броя.

Няма инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции на „АРОМА“ АД.

Таблица 22: Оценка на акциите на „АРОМА“ АД по метода на „нетна стойност на активите“

хил. лв.	Стойност
Сума на активите	46 410
Сума на дългосрочните задължения	4 538
Сума на краткосрочните задължения	6 449
Нетна стойност на активите	35 423
Брой акции в обращение	15 409 324
Нетна стойност на активите на една акция	2.30 лв

5. РАЗГЛЕДАНИ, НО НЕИЗПОЛЗВАНИ МЕТОДИ

5.1. МЕТОД НА ПАЗАРНИТЕ МНОЖИТЕЛИ НА ДРУЖЕСТВАТА АНАЛОЗИ

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

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

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

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

„АРОМА“ АД е дружество принадлежащо към отрасъла на козметиката и негови аналози следва да се търсят сред компаниите от същия отрасъл, търгувани на БФБ. Анализът на отрасловата принадлежност на търгуваните на борсата компании, показва, че на основния пазар на БФБ няма акции-представители на този отрасъл.

На Алтернативния пазар на БФБ (където са приети за търговия и акциите на „АРОМА“ АД) са приети за търговия акциите на „Лавена“ АД, Шумен и „Българска роза“ АД, Карлово, които също са представители на козметичната индустрия. Тези дружества обаче според нас не отговарят на изискванията да бъде аналог на „АРОМА“ АД, доколкото търговията с техните акции не отговаря на дефиницията за „Активно търгувани акции“, посочена в §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41. Според нас щом пазарната цена на акциите на самата „АРОМА“ АД не може да бъде използвана като подход за определяне на справедливата им цена, тъй като акциите не отговарят на дефиницията за „активно търгувани“, да се използват дружества-аналози, чиито акции също не покриват критериите за активно търгувани е недопустимо.

Сравнението между „АРОМА“ 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, също е свързано с доста условности и считаме, че използването му е неприложимо в конкретния случай.

5.2. СРЕДНА ПРЕТЕГЛЕНА ЦЕНА

Средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца не е взета предвид при определяне на справедливата цена на акция, тъй като не е налице условието, предвидено в чл. 5, ал. 1 във връзка с §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, а именно наличието на активна търговия с акции на „АРОМА“ АД през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката. Съгласно тази разпоредба е необходим минимален средно дневен 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. Броят на акциите на Дружеството в обращение е 15 409 324 броя акции, а 0.01% от него се равнява на 1 541 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 „АРОМА“ АД за разглеждания период (24.09.2025 - 24.03.2026 г.) е 88 269 броя, а среднодневният обем на търговия с акции за този период е 735 броя (изчислен на база 120 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 125 търговски сесии, акции на „АРОМА“ АД са се търгували на алтернативен пазар на БФБ в 40 търговски сесии, което е по – малко от половината от всички търговски сесии (съответно е по малко от изискуемите тридесет търговски сесии по §1, т.1, б. „б“, б. „бб“ от ДР на Наредба №41). Предвид изложеното акциите не могат да се определят като активно търгувани по смисъла на §1, т.1 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41.

По тази причина средната претеглена цена не е използвана за определяне на справедливата цена на акциите на „АРОМА“ 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-долу в Таблица 23.

6. ОБОСНОВКА НА ТЕГЛАТА НА ОЦЕНЪЧНИТЕ МЕТОДИ

При определяне на справедливата цена на дружеството са заложили тегла, които най-пълно съответстват на конкретните обстоятелства относно „АРОМА“ 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 по-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 дружество, попадащо в категорията „действащо предприятие“, каквото е „АРОМА“ АД.

Основанията за това са следните:

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

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

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

7. СПРАВЕДЛИВА ЦЕНА НА АКЦИИТЕ СЪГЛАСНО МЕТОДИТЕ ЗА ОЦЕНКА

Предвид обосновката на съответните относителни тегла на използваните оценъчни методи и в съответствие с разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите на „АРОМА“ АД е посочена в таблицата по-долу:

Таблица 23: Справедлива цена на акциите на „АРОМА“ АД

Метод	Тегло	Стойност за акция, лв.	Стойност за акция, евро
ДНПП-FCFF	60%	1.56 лв.	0.80 €
Нетна стойност на активите	40%	2.30 лв.	1.18 €
Справедлива цена	100%	1.86 лв.	0.95 €

Предлаганата от Търговия предложител цена от 0.95 евро е равна на справедливата цена за една акция в лева, посочена по-горе, закръглена до втория знак и превалутирана в евро съгласно изискванията на Закона за приемане на еврото със закръгление до втория знак след десетичната точка.

8. СИСТЕМАТИЗИРАНА ФИНАНСОВА ИНФОРМАЦИЯ

Систематизираната финансова информация за „АРОМА“ АД е представена в Таблица 5 по-горе, в съответствие с изискванията на чл. 23 от Наредба №41,

Данните към 31 декември 2023 г., 2024 г. и 2025 г. са от одитираните годишни финансови отчети на „АРОМА“ АД.

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

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

9. ИЗТОЧНИЦИ НА ИЗПОЛЗВАНАТА В ОБОСНОВКАТА ИНФОРМАЦИЯ

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

Българска народна банка – <https://www.bnb.bg/>

Министерство на финансите – <https://www.minfin.bg/>

Българска фондова борса – <https://www.bse-sofia.bg>

Национален статистически институт – <https://www.nsi.bg/>

Данни от публикувани финансови отчети на „АРОМА“ АД

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

Информационна агенция Bloomberg – <https://www.bloomberg.com/europe>

Рейтингова агенция Moody's – <https://www.moodys.com>

Предложителят и ИП „ЕЛАНА Трейдинг“ АД декларира, че предложението съответства на изискванията на закона.

За Предложителя:

1. 
.....
Димитър Луканов Луканов,
Директор и едноличен собственик на
Harrison Management Limited, Малта

За „ЕЛАНА Трейдинг“ АД:

1. 
.....
Радослава Масларска

2. 
.....
Момчил Тиков