

Велграф Асет Мениджмънт АД

Август 2025

д-р Радостина Стаменова, водещ анализатор
stamenova@bcra.eu

Ивайло Чолаков, финансов анализатор
i.cholakov@bcra.eu

КОРПОРАТИВЕН КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ		Първоначален
Дата на рейтингов комитет:		22.08.2025
Дата на публикацията:		25.08.2025
Дългосрочен кредитен рейтинг: Перспектива:		BB стабилна
Краткосрочен кредитен рейтинг:		B
Дългосрочен рейтинг по национална скала: Перспектива:		BBB (BG) стабилна
Краткосрочен рейтинг по национална скала:		A-3 (BG)
емисия облигации ISIN BG2100006209	Дългосрочен рейтинг	BBB
	Перспектива	стабилна
	Краткосрочен рейтинг	A-3
емисия облигации ISIN BG2100038244	Дългосрочен рейтинг	BBB
	Перспектива	стабилна
	Краткосрочен рейтинг	A-3

1) Преди настоящата публикация кредитният рейтинг и перспектива бяха оповестени на оценяваното лице, като след извършеното оповестяване не са извършвани корекции в кредитния рейтинг и рейтинговата перспектива;
2) През последните 2 години БАКР не е предоставяла допълнителни услуги на рейтингованата единица или свързана с нея трета страна.

БАКР – АГЕНЦИЯ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГАД (БАКР) е третата пълноправна рейтингова агенция в ЕС, регистрирана съгласно Регламент № 1060/2009 на Европейския Парламент и на Съвета. Присъдените от БАКР кредитни рейтинги важат в целия ЕС и са изцяло равнопоставени с тези на останалите признати от Европейския орган за ценни книжа и пазарни агенции, без териториални или други ограничения.

На 22.08.2025 г. бе проведено заседание на **Рейтинговия Комитет на БАКР**, на което бе разгледан докладът по повод присъждане на първоначален кредитен рейтинг на Велграф Асет Мениджмънт АД като емитент, както и рейтинги на неговите облигационни емисии. Заседанието бе ръководено от Председателя на РК - д-р Кирил Григоров. Проведена бе задълбочена дискусия относно дейността и финансовото състояние на дружеството, по време на която бе анализирана динамиката на на ключовите рейтинговите фактори. В резултат от дискусията, членовете на комитета взеха **решение за присъждане на следните кредитни рейтинги:**

- Дългосрочен кредитен рейтинг на емитент: **BB**
Перспектива: **стабилна**
Краткосроч. кредитен рейтинг: **B**

- Дългосрочен рейтинг по нац. скала: **BBB (BG)**
Перспектива: **стабилна**
Краткосрочен рейтинг по нац. скала: **A-3 (BG)**
- Дългосрочен рейтинг на емисия облигации ISIN BG2100006209: **BBB**
Перспектива: **стабилна**
Краткосрочен рейтинг по нац. скала: **A-3**
- Дългосрочен рейтинг на емисия облигации ISIN BG2100028244: **BBB**
Перспектива: **стабилна**
Краткосрочен. рейтинг: **A-3**

Използвана е официалната Методология на БАКР за присъждане на корпоративен кредитен рейтинг (в сила от м. февруари 2023 г.):

https://bcra.eu/files/corporate_methodology_2023_bg.pdf

Потребителите на рейтинга могат да намерят информация за значението на всяка рейтингова категория, вкл. дефиницията за неизпълнение в публикуваната на сайта на БАКР Глобална скала:

https://bcra.eu/files/global_scale_bg.pdf

В процеса по преглед на рейтинга е използвана информация от оценяваното дружество, база данни на БАКР и други източници на публична информация

Собственост, Управление и Участия

Таблица 1: Обща информация за рейтингованото дружество

НАИМЕНОВАНИЕ	„ВЕЛГРАФ АСЕТ МЕНИДЖМЪНТ“ АД
Адрес	гр. София, бул. Брюксел 1.
ЕИК	ЕИК 201079376
Предмет на дейност	Отдаване на собствени или наети имоти на физически или юридически лица за дългосрочен период.
Акционерен капитал	68 979 758 лв. (внесен изцяло), разпределен в 68 979 758 бр. обикновени акции с номинал от 1 лв.
LEI	8945007S2O5Q8ERIPD19
Облигационни емисии	ISIN код: BG2100006209 ISIN код: BG2100038244

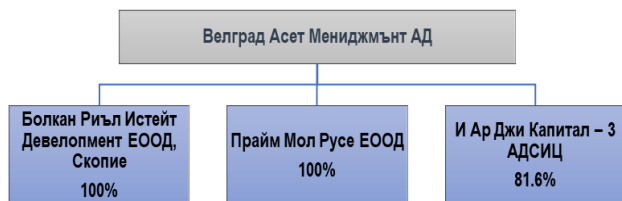
„Велграф Асет Мениджмънт“ АД е публично акционерно дружество, регистрирано през 2010 г. чрез сливането на четирите дружества: Бизнес Център Летище София ЕООД, Слънчеви Лъчи Актив ЕООД, Имоти Наеми Обслужване ЕООД и Велграф Асет Мениджмънт ЕАД.

Основната икономическа дейност на Велграф Асет Мениджмънт АД е фокусирана върху придобиване, строителство, реновиране, обзавеждане, отдаване под наем, управление и продажба на недвижими имоти.

Портфолиото от активи на дружеството обхваща офис сгради, складови и логистични площи, обществени паркинги и други активи на територията на цялата страна, вкл. София, Варна, Русе, Бургас, Велико Търново, Пловдив, Шумен и други областни центрове.

Към 30.06.2025 г. Велграф Асет Мениджмънт АД има 3 дъщерни дружества с фокус управление и секюритизация на имоти.

Фигура 1: Холдингова структура към 30.06.2025 г.



„Балкан Риъл Истейт Девелопмънт“ ЕООД – Скопие, създадено през 2010 г., оперира на пазара в Северна Македония с основна дейност отдаване и управление на имоти. В България „Прайм Мол Русе“ ЕООД, учредено през 2021 г., развива дейност в областта на придобиването, експлоатацията и управлението на обществени и търговски сгради, като капиталът му е формиран чрез непарична вноска – право на

собственост върху поземлен имот в гр. Русе. Допълнително, дружеството държи мажоритарен дял (81.6%) в „И Ар Джи Капитал – 3“ АДСИЦ, инвестиращо в недвижими имоти. През 2024 г. Велграф Асет Мениджмънт АД се освобождава от участието си в „Манастирски Рид Парк“ ЕООД, където притежаваше 100% от капитала.

Дъщерните дружества имат ограничен мащаб и не оказват съществено влияние върху консолидираните резултати. Основната част от активите, задълженията и приходите е концентрирана в дружеството-майка, което представлява основен носител на бизнес дейността и финансовите потоци на групата.

Таблица 2: Акционерна структура към 30.06.2025 г.

Акционер	бр. акции	дял
Кибул ЕООД	17 771 191	25.8%
УПФ Съгласие	4 434 456	6.4%
УПФ Бъдеще	3 707 800	5.4%
Други ЮЛ и ФЛ	43 066 311	62.4%
Общо	68 979 758	100%

Към 30.06.2025 г. Велграф Асет Мениджмънт АД разполага с регистриран акционерен капитал в размер на 68 979 758 лв., разпределен в същия брой обикновени, безналични, поименни акции с право на глас и номинална стойност от 1 лв. Акции са регистрирани за търговия на Българската фондова борса (от 2010 г.) под борсов код VAM.

Размерът на акционерния капитал остава непроменен от 2017 г. насам. Основният акционер „Кибул“ ЕООД запазва водеща позиция с дял от 25.76% към средата на 2025 г., след по-високи нива от близо 30% през 2022 и 2023 г. Делът му намалява в полза на други физически и юридически лица, чийто общ дял достига 62.43%. Институционалните инвеститори УПФ „Съгласие“ и УПФ „Бъдеще“ поддържат стабилно участие, съответно от 6.43% и 5.38%.

Рейтингованото дружество има едностепенна система на управление с тричленен директорски съвет. Изпълнителният директор Румен Цонков, има ключова роля в управление на дъщерните дружества.

Основната цел на групата е разширяване на дейността чрез привличане на нови наематели и увеличаване на обема на отдаваните под наем имоти. Избраната стратегия предвижда придобиване на подходящи активи, както и ремонт и преустройство на съществуващи и новопридобити имоти, така че те да отговарят в пълна степен на изискванията и тенденциите на пазарното търсене.

Оперативна среда

Секторът „Операции с недвижими имоти“ в България през последното десетилетие показва устойчива тенденция на нарастване както на броя на предприятията, така и на общата стойност на активите. Същевременно обаче секторът е силно зависим от макроикономическата среда – динамиката на БВП, инфлацията и достъпа до финансиране, което обуславя неговата цикличност и чувствителност към глобалните и локалните кризи.

През 2021–2022 г. секторът реализира значителен ръст на приходите и печалбата, движен от силното възстановяване след COVID-кризата и високата инвестиционна активност. През 2023 г. обаче се наблюдава обръщане на тренда. Оперативната печалба намалява, а темповете на ръст се забавят. Причините се коренят в по-високите разходи за финансиране, инфлационния натиск върху поддръжката и услугите, както и в стабилизацията на наемните нива, които ограничават ръста на приходите. Това очертава навлизане на пазара във фаза на относителна зрялост, при която потенциалът за бързи приходи е ограничен, а стратегиите за поддържане на заетостта и ефективността на активите придобиват ключово значение.

Фигура 2: Данни за офис пазара в София



Източник: Cushman & Wakefield¹

В рамките на сектора пазарът на офис площи има особено значение за Велграф Асет Мениджмънт АД. През периода 2020–2025 г. този сегмент премина през етап на стабилизация. В София – основният пазар в страната – нивото на незаемост леко намалява и се движи около 14–15%, докато наемните нива в премиум локации (клас А) остават устойчиви и дори показват умерено нарастване до €18–19/кв.м. За разлика от тях, при по-старите и по-нискокачествени активи конкуренцията се засилва, като задържането на наематели изисква отстъпки, по-гъвкави условия или капиталови инвестиции в модернизация. Това

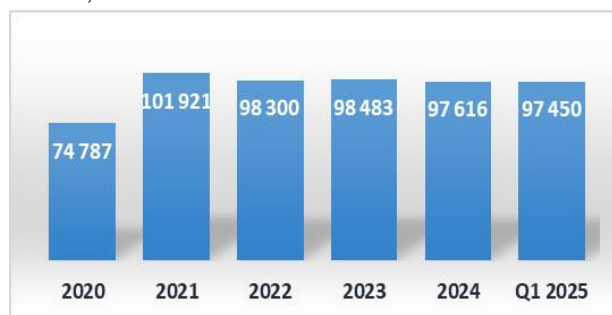
води до ясно разслоение на пазара между активи с ESG характеристики и енергийна ефективност и такива, при които рискът от загуба на клиенти остава по-висок.

Офисният пазар в основните регионални градове (Пловдив, Варна и Бургас) също се характеризира със стабилни наемни нива, балансираните показатели на незаемост и устойчив интерес от страна на международни и локални наематели. Макар развитието на този сегмент извън столицата да остава по-ограничено като обеми и темпове на растеж, основните регионални центрове продължават да се позиционират като важни вторични хъбове, привличащи предимно ИТ, аутсорсинг и професионални услуги, което до голяма степен определя структурата на търсенето и спецификата на предлагането.

Пазарно позициониране

Инвестиционните имоти, с балансова стойност от 97,45 млн. лв, към март 2025 г. формират около 40% от консолидираните активи на Велграф Асет Мениджмънт АД. Това потвърждава ясно изразения фокус на бизнес модела върху сектора на недвижимите имоти, което предполага висока чувствителност към пазарната конюнктура, но същевременно осигурява устойчив поток от приходи при запазване на заетостта и стабилни наемни нива.

Фигура 3: Балансова стойност на инвестиционните имоти на Велграф Асет Мениджмънт АД (консолидирана база, в хил. лв.): 2020 – Q1 2025

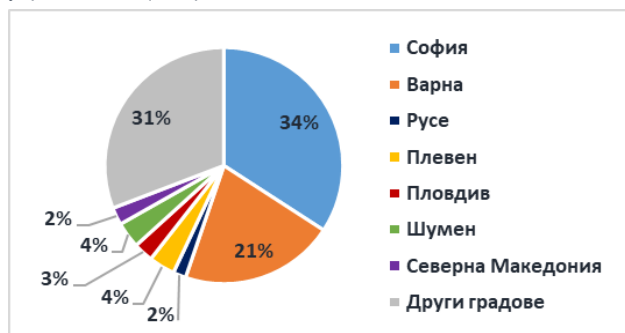


Портфейлът от инвестиционни имоти на групата се характеризира с широка географска диверсификация в рамките на страната, обхващаща ключови градски центрове и по-малки населени места, както и два града в Република Северна Македония - Скопие и Кавадарци. Сред основните локации в България се открояват София, Варна, Пловдив, Бургас, Велико Търново, Русе, Шумен, Хасково, Плевен, Видин и Монтана, които формират сърцевината на портфейла, осигурявайки на компанията

¹ <https://cwforton.com/insights/bulgaria-office-marketbeat-q1-2025/>

позициониране в утвърдени икономически и административни центрове. Паралелно с това присъствието в по-малки градове, в т.ч. Генерал Тошево, Тервел, Провадия, Шабла, Добрич, Силистра, Балчик, Разлог, Търговище, Нова Загора и Ловеч, позволява разширяване на обхвата и намаляване на концентрационния риск, но същевременно носи и по-високи предизвикателства по отношение на заетостта и ликвидността на имотите.

Фигура 4: Географска структура на приходите от наем и учредено вещно право на ползване: 2024 г.



Сред най-значимите доходоносни активи в портфейла са административните сгради и бизнес имоти в София, находящи се на бул. „Брюксел“ и ул. „Фредерик Жолио Кюри“, които съчетават стратегическо местоположение и високо ниво на заетост, осигурявайки стабилен наеман доход. Варненските активи също заемат централна роля (формирайки 21% от приходите за 2024 г.), като те включват административни сгради, банкови офиси, промишлена сграда, складова база и автошока.

Приходната база е изградена върху диверсифициран набор от договори за наем и вещно право на ползване. Част от тях са краткосрочни или ежегодно подновявани, което носи известна зависимост от ротацията на наематели, но същевременно предоставя гъвкавост при управлението на портфейла и адаптиране към пазарните условия. В същото време наличието на средносрочни и дългосрочни договори осигурява стабилност и предвидимост на паричните потоци.

Ключов принос за устойчивостта на приходите имат банковите офиси, заети от водеща българска банкова група с висока кредитоспособност и утвърдено присъствие на пазара. Тези наемни договори традиционно се подновяват след изтичане, като поради спецификата на банковия бизнес вероятността за предсрочно прекратяване или релокация е минимална. Така те изпълняват стабилизираща функция и намаляват риска от колебания в

наемните постъпления. Присъствието на пенсионноосигурителна компания като водещ наемател, (13,5% от наемните приходи през 2024 г.) допълнително подсилва профила на портфейла.

Въпреки високата кредитоспособност на институционалните наематели, концентрацията на значителна част от приходите в ограничен брой ключови лица поражда риск. Евентуално предоговаряне на условията, намаляване на наетите площи или отказ от удължаване на договорите би имало съществено отражение върху приходите и ликвидността на дружеството. Тази зависимост налага внимателно управление на клиентската база и активна стратегия за диверсификация чрез привличане на нови наематели от различни сектори, за да се намали експозицията към индивидуални корпоративни решения.

Друга негативна характеристика на анализирания портфейл от инвестиционни имоти е, че голяма част от него включва административни и търговски сгради със средна възраст, които при висока конкуренция с новопостроени логистични и офис комплекси в столицата и големите градове могат да загубят атрактивност за бъдещи наематели. Това налага активно управление, включително редовни преустройства и модернизации, което ще оказва натиск върху капиталовите разходи в бъдеще.

В заключение, Велграф Асет Мениджмънт АД се позиционира стабилно в сектора благодарение на географски диверсифициран портфейл и дългогодишна история на договорни отношения с високонадеждни наематели. Същевременно дружеството е изправено пред предизвикателства, свързани с обновяването на активите и управлението на концентрационния риск.

Финансов анализ²

Фигура 5: Активи и Собствен капитал: 2020 – Q1 2025

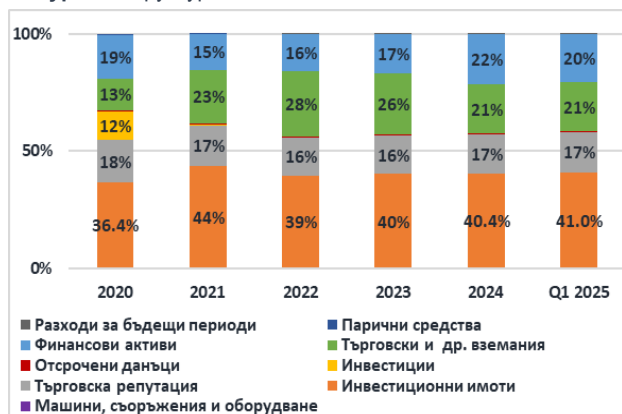


² Финансовият анализ в настоящия раздел се базира на консолидираните, одитирани отчети на „Велграф Асет Мениджмънт“ АД за периода 2020 – Q1 2025 г.

Собственият капитал на Велграф Асет Мениджмънт АД се характеризира с висока стабилност през целия анализиран период, като се движи в сравнително тесни граници от 115,6 млн. лв. до 116,8 млн. лв. Докато основният капитал остава без промяна на ниво 68 980 хил. лв., динамиката в общия размер на собствения капитал се определя основно от годишните резултати. По предварителни данни към края на първото тримесечие на 2025 г. собственият капитал възлиза на 116 097 хил. лв., оставяйки практически на нивата от началото на анализирания период,

Отразявайки активна инвестиционна дейност и разширяване на портфейла от недвижими имоти, консолидираните активи на групата отбелязват стабилен растеж до 2022 г., когато достигат пикова стойност 249 072 хил. лв., Същевременно годишният темп на нарастване първоначално се забавя, а през 2023 г. и 2024 г. балансовата сума на активите бележи умерен спад от съответно -1.5% и -1.4%, който продължава и към Q1 2025 г. (-1.2% на годишна база). Отрицателната динамика през последните години се обуславя главно от свиване на вземанията, докато положителен ефект бива генериран от страна на краткосрочните финансови активи.

Фигура 6: Структура на активите: 2020 – Q1 2025



Предвид предмета на дейност, инвестиционните имоти представляват най-значимия компонент в структурата на активите на рейтингованото дружество, формирайки средно около 40% от балансовото число. В абсолютен план стойността на инвестиционните имоти бележи отчетлив ръст от 74,8 млн. лв. през 2020 г. до над 100 млн. лв. през 2021 г., когато се достига историческият максимум за периода. След 2021 г. стойността им остава на високи нива – около 98–99 млн. лв. през 2022–2024. Запазването на високия относителен дял и значителната стойност на тази позиция отразява

стратегическата ориентация към поддържане и развитие на диверсифициран портфейл от доходноносни недвижими имоти, осигуряващ стабилен принос към бъдещите приходи под формата на наеми, продажби или капиталови печалби.

Търговските и други вземания трайно заемат второ по значимост място в структурата на активите, като делът им се увеличава от 13% през 2020 г. до пик от 28% през 2022 г., след което се стабилизира на около 21% към края на 2024 г. и Q1 2025. Абсолютната им стойност бележи съществен ръст в периода 2020-2022 г., в резултат на предоставяни аванси по договори за предварителна покупка на недвижими имоти, акции и дружествени дялове, достигащи малко над 45 млн. лв. през 2022 г. и впоследствие поетапно намалени до около 30 млн. лв. Вземанията от клиенти и доставчици към март 2025 г. произтичат от договори за цесия с падеж до 31.12.2025 г., докато вземанията от свързани предприятия възлизат на 1.7 млн. лв.

Финансовите активи заемат относителен дял в диапазона 15–21%. В абсолютно изражение стойността им бележи устойчива възходяща тенденция – от 38 753 хил. лв. през 2020 г. до 52 023 хил. лв. през 2024 г., като по предварителни данни към Q1 2025 се отчитат 48 333 хил. лв. Последната балансова сума обхваща вземания по договори за цесии за 29 882 хил. лв., предоставени заеми от 13 157 хил. лв, 4 264 хил. лв. в борсови капиталови инструменти и 1030 хил. лв. некотираните капиталови инструменти.

Стабилният дял на финансовите активи в структурата на баланса, в комбинация с нарастването на абсолютната им стойност, подсказва, че те играят важна роля за ликвидната и инвестиционната стратегия на групата, осигурявайки баланс между текуща доходност и потенциал за капиталова печалба.

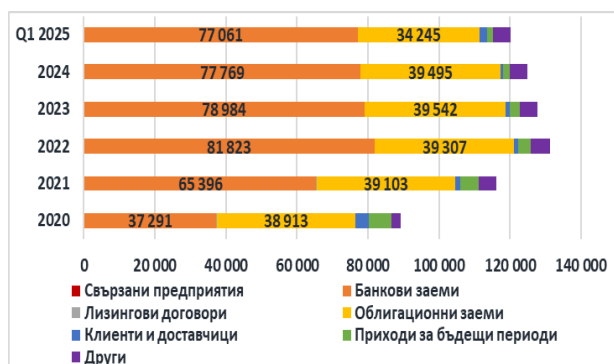
Търговската репутация формира стабилен и съществен дял от активите на групата – между 16% и 18% за периода 2020 – Q1 2025, което я утвърждава като водещ нематериален актив в баланса. Към края на март 2025 г. тя достига 39 978 хил. лв. Значимостта ѝ предполага необходимост от внимателно проследяване на пазарната среда и оперативните резултати, предвид присъщия риск от бъдещи обезценки при неблагоприятни промени.

Характерно за целия анализиран период е, че паричните средства имат относителен дял под 1% от общите консолидирани активи. Тази тенденция сочи, че дружеството поддържа ограничени свободни парични ресурси, като

насочва наличните средства към инвестиционна дейност, но това предполага и силна зависимост от постъпления по вземания или други източници на финансиране за покриване на текущите задължения и оперативните нужди.

В съответствие с отчетената динамика при активите, общите пасиви на дружеството също бележат значителен ръст в началото на анализирания период - от 89 162 хил. лв. през 2020 г. до 131 199 хил. лв. през 2022 г., движен основно от нарастване на финансовите задължения. След достигането на този пик се наблюдава плавна корекция надолу, като към края на 2024 г. пасивите се понижават до 124 943 хил. лв. (-2.1% спрямо 2023 г.), а към Q1 2025 – до 120 111 хил. лв., което индикира тенденция към стабилизиране нивата на задлъжнялост.

Фигура 7: Пасиви (хил. лв.): 2020 – Q1 2025



Структурата на пасивите е силно концентрирана в лихвоносни задължения с финансов характер, формиращи над 90% от общите пасиви през анализирания период. В рамките на тази доминираща позиция банковите заеми заемат водещо място, като техният самостоятелен относителен дял варира в диапазона 44–65%.

Стойността на акумулираните задължения към банкови институции нараства динамично през 2020–2022 г., обусловено от повишената необходимост от капитал за финансиране на инвестиционни проекти и стратегически придобивания. В следващите години се наблюдава плавно редуциране в балансовата им стойност, отразяващо както частични погасявания, така и ограничаване на нови усвоявания.

Към март 2025 г. задълженията (текущи и нетекущи) по банкови заеми възлизат на 77 061 хил. лв. Групата поддържа диверсифициран портфейл от дългосрочни банкови кредити и овърдрафтни линии, сключени с различни кредитни институции, с падежи в диапазона

2026–2036 г. Основните договори включват както инвестиционни кредити за финансиране на придобивания, така и оборотни инструменти, осигуряващи ликвидност. Лихвените условия са предимно с променлив процент, обвързан с референтни лихвени индекси и договорни надбавки в рамките на 0.7–2.2 процентни пункта. Сред по-значимите финансираня се откроява овърдрафтна кредитна линия с лимит от 50 млн. лв., както и инвестиционни кредити с единична стойност до 17 млн. лв.

Предоставените обезпечения по банковите заеми включват земи и сгради, класифицирани като инвестиционни имоти, с балансова стойност 67 632 хил. лв. към Q1 2025. Допълнително, по някои от договорите за банков кредит са учредени и особени залози върху акции на дружества от портфейла на групата.

Задълженията по облигационни заеми се нареждат на второ място в структурата на консолидираните пасиви, като през анализирания период делът им средно възлиза на около 30%. Те произтичат от две емисии на дружеството-майка – първата от 2020 г. със срок до 2027 г. и фиксиран лихвен процент, и втората от 2024 г. със срок до 2032 г. и плаващ лихвен процент в определени граници.

Останалата част от пасивите обхваща търговски задължения (вкл. репо сделки), разсрочено нетекущо задължение за придобиване на имот, и данъчни задължения. Отчетените приходи за бъдещи периоди произтичат от договори за учредяване на вещно право на ползване.

Фигура 8: Срочна структура на пасивите: 2020 – Q1 2025



Матуритетната структура на пасивите показва относително балансирано разпределение между нетекущи и текущи задължения, като се наблюдават промени в полза на краткосрочния компонент. От 2023 г. насам текущите пасиви надвишават нетекущите, достигайки 68 375 хил. лв. към първото тримесечие на 2025 г., което предполага известна концентрация на матуритетния профил в по-кратки срокове и потенциално по-високи изисквания към ликвидните ресурси на дружеството.

Изпреварващото нарастване на краткосрочните пасиви спрямо ръста на текущите активи резултира в понижаване на коефициента на текуща ликвидност – от 2.23 през 2020 г. до 1.46 към края на март 2025 г. Въпреки че коефициентът остава над прага от 1.0, низходящата тенденция в последните години подчертава необходимостта от внимателно управление на оборотния капитал и падежните срокове.

Нетните приходи от продажби на Велграф Асет Мениджмънт АД демонстрират висока степен на стабилност в периода 2020–2024 г., като се движат в тесен диапазон между 7,3 и 7,6 млн. лв. Това подчертава наличието на устойчива и повтаряема приходна база. Същевременно липсата на отчетлива тенденция на ръст, особено в условията на повишена инфлация през последните години, води до реална ерозия на приходите в реално изражение.

През последната 2024 г. нетните приходи от продажби възлизат 7 287 хил. лв., което представлява лек спад от 2.9% на годишна база. Основната част от оперативните приходи на рейтингованото дружество се формира от дейности, свързани с управление и експлоатация на недвижими имоти. Най-голям дял заемат приходите от отдаване под наем, които през 2024 г. възлизат на 5 897 млн. лв. и са практически на същото ниво като през 2023 г.. Допълнителен източник са приходите от учредено вещно право на ползване върху имоти, в размер на 934 хил. лв., които също остават без промяна на годишна база.

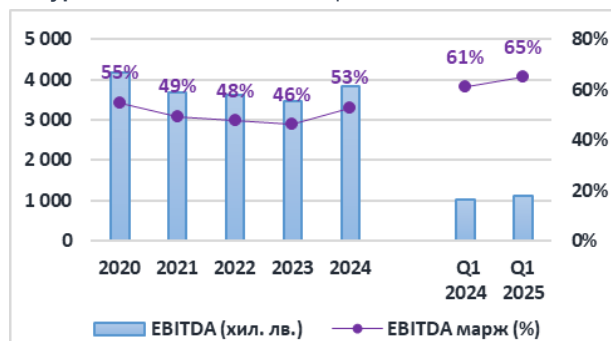
Оперативните разходи през периода 2020–2024 г. показват известна динамика, но остават в относително предвидими граници между 4,3 и 5,1 млн. лв. Най-съществен дял в структурата им заемат разходите за външни услуги и амортизациите, които заедно представляват близо половината от общия размер.

Външните услуги бележат отчетлив низходящ тренд – от 1 737 хил. лв. за 2020 г. размерът им постепенно е сведен до 823 хил. лв. през 2024 г., което предполага вътрешна оптимизация на оперативната дейност. Амортизациите също са значим фактор, като варират около 0,8–1,1 млн. лв. годишно или средно 20% от оперативните разходи, отражение на голямата база дълготрайни активи, типична за компания с портфейл от недвижими имоти.

Въпреки липсата на отчетлив ръст на приходите, дисциплинираното управление на разходите позволява на Велграф Асет Мениджмънт АД да поддържа стабилен и трайно положителен

оперативен резултат от около 3 млн. лв. средно през последните пет години.

Фигура 9: EBITDA и EBITDA марж: 2020 – Q1 2025



На ниво EBITDA дружеството реализира 3 482 хил. лв. през 2024 г. (+11.4% спрямо 2023 г.), което съответства на марж от 53% спрямо нетните приходи от продажби. В исторически план EBITDA се движи между 3,4 и 4,2 млн. лв., със среден марж около 50%, което разкрива устойчиво висока рентабилност на основната дейност и стабилен оперативен капацитет за генериране на парични потоци.

На следващо място, финансовата дейност има съществено влияние върху общата рентабилност. Рейтингованото дружество реализира финансови приходи, вариращи между 1,3 и 2,4 млн. лв. годишно, основно от лихви по предоставени заеми, както и от положителни разлики от операции с финансови активи. Тези постъпления обаче се оказват недостатъчни да компенсират значителните финансови разходи.

Лихвените плащания се повишават над 2 пъти – от 2 078 хил. лв. в началото на анализирания период до 4 387 хил. лв. през 2024 г.. Към тях се добавят и допълнителни разходи от операции с финансови активи, общо около 1 млн. лв. годишно, които допълнително утежняват резултата. Вследствие на това финансовата дейност генерира системно отрицателно нетно салдо, което на практика неутрализира положителния ефект от стабилния оперативен резултат.

Нетният финансов резултат е трайно отрицателен от 2021 г. насам, като загубата достига 607 хил. лв. през 2024 г., спрямо 64 хил. лв. за 2023 г. Така динамиката на приходите и разходите разкрива ясно изразена зависимост от дългово финансиране, която оказва висока тежест върху нетния финансов резултат и ограничава възможностите за подобряване на общата рентабилност.

Коефициентът на ливъридж³ (съотношение Пасиви/Активи) се повишава от 43.4% през 2020 г. до пиково ниво от 52.7% през 2022, а към първото тримесечие на 2025 г. бележи умерено подобрение до 50.5%. Зависимостта от заемно финансиране се потвърждава и от показателя за кредитна задлъжнялост (Финансов дълг/Общо пасиви), който в последните години се движи около единица, отразявайки доминиращия дял на финансовия дълг в структурата на пасивите. Подобна концентрация върху заемно финансиране повишава чувствителността на компанията към лихвената среда и към условията на рефинансиране.

Същевременно силно ограничена перспектива за редуциране на дълга очертава съотношението Нетен дълг/ЕБИТДА, което достига равнища над 30x в периода 2022–2024 г. Тези стойности показват, че оперативната печалба е многократно недостатъчна за бързо редуциране на дълговата тежест.

Слаба връзка между оперативните резултати и разходите за обслужване на дълга разкрива коефициентът ЕБИТДА/разходи за лихви, който остава под 1 (0.86–0.99) от 2021 г. насам. Това ясно означава, че дружеството не успява да генерира достатъчно оперативна печалба, за да покрива текущите си лихвени задължения. Тоест обслужването на дълга се обезпечава чрез други източници – предимно финансови приходи или преоценки, което прави модела зависим от външни фактори и еднократни ефекти.

В обобщение, финансовите коефициенти очертават стабилна, но капиталоемка структура, характерна за дружество с фокус върху недвижими имоти. Велграф Асет Мениджмънт АД демонстрира последователност в поддържането на положителна ЕБИТДА и стабилна приходна база, но високата степен на кредитна задлъжнялост и ниското покритие на лихвените плащания остават важни фактори, които ограничават финансовата гъвкавост на дружеството.

Облигационни емисии

Велграф Асет Мениджмънт АД има две облигационни емисии в обращение, регистрирани за търговия на БФБ – София.

ISIN BG2100006209: Емитирана на 21.07.2020 г. с обем 20 млн. евро, фиксиран купон 4,5% и падеж през юли 2027 г. Главницата ще се

изплаща на осем равни вноски от 2,5 млн. евро между 2024 и 2027 г.

ISIN BG2100038244: Емитирана на 19.09.2024 г. с обем 5 млн. евро, плаващ купон (6M EURIBOR + 1 пр.п., с коридор 2,25% – 5%) и падеж през септември 2032 г. Погасителната структура включва тригодишен гратисен период и последващо амортизиране на главницата чрез 10 равни вноски от по 500 хил. евро.

Таблица 3: Основни параметри на облигационните емисии на Велграф Асет Мениджмънт АД

ISIN	BG2100006209	BG2100038244
Издаване	21.07.2020	19.09.2024
Обем	€20 млн.	€5 млн.
Брой	20 000	5 000
Номинал	€ 1 000	€ 1 000
Срок	7 години	8 години
Падеж	Юли 2027 г.	Септември 2032 г.
Купон	Фиксиран 4,5%	Плаващ: 6M EURIBOR + 1 пр.п., но не <2,25% и не >5,0%
Честота на плащанията	Два пъти годишно	Два пъти годишно
Погасяване на главница	8 равни вноски по €2,5 млн. (2024–2027)	Гратисен период 3 години; 10 равни вноски по €0,5 млн. (2028–2032)
Обезпечения	Застраховка	Застраховка

Лихвеният риск е смекчен чрез различната структура на двете облигационни емисии. Фиксираният купон по първата осигурява предвидимост на разходите и елиминира ефекта от колебанията на пазарните лихви, докато плаващата ставка по втората съчетава защита от прекомерни пазарни колебания с известна чувствителност към текущата лихвена среда.

Погасителните профили разпределят падежния риск във времето, но въпреки това концентрират значителни плащания в средносрочен хоризонт.

Спрямо проспекта на втората емисия рейтингованото дружество се задължава да поддържа съотношение Пасиви/Активи не по-високо от 98%, покритие на разходите за лихви не по-ниско от 1.05 и текуща ликвидност над 0.25. При нарушение на 2 от тези 3 съотношения емитентът е длъжен да предприеме мерки и да представи програма за възстановяване пред облигационерите.

Емитентът комфортно спазва изискванията по отношение на задлъжнялост и ликвидност, докато систематично нарушава коефициента за покритие на разходите за лихви, но нарушението само на един от показателите не активира договорните клаузи за предприемане на корективни действия.

³ Основните финансови показатели са представени в Приложението.

Двете облигационни емисии са **обезпечени чрез застраховки** на финансовия риск, сключени със **ЗАД „Армеец“**, в полза на довереника на облигационерите.

По първата емисия застрахователният договор е подписан на 24.07.2020 г. със срок на валидност до 02.09.2027 г., като общата агрегатна стойност на покритието по полицата е 24,73 млн. евро. Застраховката покрива главницата, всички дължими лихви и разноси, включително при удължаване на срока на емисията или при евентуално принудително изпълнение.

По втората емисия е сключена аналогична полица със срок до 18.11.2032 г. и обща агрегатна стойност 6,44 млн. евро.

По този начин двете емисии са напълно обезпечени срещу риска от неизпълнение на емитента, което практически прехвърля крайната рискова експозиция от емитента към застрахователя и **обвързва кредитоспособността на облигациите с рейтинга на застрахователя**. В този контекст следва да се подчертае, че рейтингът на емисиите **корелира със застрахователното обезпечение** – при евентуална подмяна на застрахователните полици с ипотека или залог върху активи на дружеството, рейтинговата оценка би се променила, за да отрази новата структура на обезпечението и свързаните с нея рискове.

ЗАД „Армеец“ е рейтинговано от BCRA, с актуален дългосрочен кредитен рейтинг на ниво „BBB“ със стабилна перспектива. Оценката е подкрепена от силната пазарна позиция на дружеството в сегмента на общото застраховане в България, където ЗАД „Армеец“ е сред водещите компании, както и от високата капиталова адекватност и солидната ликвидна база. Финансовият профил на компанията показва устойчивост, с положителни финансови резултати и стабилни приходи от премии, които гарантират способността ѝ да покрива застрахователните си ангажименти. Пълната рейтингова история на ЗАД „Армеец“ може да бъде проследена на следния линк: <https://bcra.eu/bg/companies/zad-armeec>

Финансова прогноза

Изготвената финансова прогноза за периода 2025–2027 г. очертава стабилни, но умерени приходи от наеми – с ръст от 7,4 млн. лв. през 2025 г. до 7,7 млн. лв. през 2027 г., което отразява предвидимостта на бизнес модела и дългосрочните договори с надеждни наематели.

Оперативните разходи нарастват плавно, като EBITDA остава в диапазона 3,6–3,9 млн. лв., бележейки добра рентабилност от около 50%.

Паричните потоци от оперативна дейност са стабилни (3,5–3,7 млн. лв. годишно), докато инвестиционната дейност се очаква да носи значителни положителни постъпления (12–13 млн. лв.) от предоставени заеми и финансови активи.

Основното предизвикателство е финансовата дейност, доминирана от високи погашения на главници по облигационни и банкови заеми (над 13 млн. лв. годишно), които заедно с лихвените падежи формират голям отрицателен паричен поток (около 16 млн. лв. годишно). Това прави дружеството уязвимо към ликвидни напрежения.

В заключение, прогнозата потвърждава стабилната оперативна ефективност и добрата генерираща способност на портфейла от имоти, но подчертава високата зависимост от успешно рефинансиране на облигационните задължения за запазване на дългосрочната финансова стабилност.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Присъденият рейтинг на емитента Велграф Асет Мениджмънт АД **отразява** устойчив бизнес модел, базиран на диверсифициран портфейл от инвестиционни имоти и дългогодишна история на договорни отношения с институционални наематели с висока кредитоспособност. Дружеството поддържа значителен собствен капитал и трайно положителна EBITDA, което потвърждава оперативната ефективност.

Въпреки тези силни страни, кредитният профил на емитента остава **под натиск** от високата финансова задлъжнялост, системно ниското покритие на лихвените разходи и концентрацията на падежи по облигационните емисии, което създава уязвимост при евентуални затруднения с рефинансирането. Също така концентрацията на приходите в ограничен брой големи наематели повишава експозицията към техни стратегически решения.

Стабилната перспектива означава, че в следващите 12-18 месеца не се очакват съществени събития или промени, които биха довели до значимо отклонение на кредитния профил на емитента.

Следните фактори могат да доведат до **положителна промяна** в перспективата и/или до **повишаване** на кредитния рейтинг на емитента:

- Намаляване на финансовата задлъжнялост, включително чрез рефинансиране при по-благоприятни условия или предсрочно погасяване.
- Увеличаване на коефициента на покритие на лихвите над равнище, гарантиращо устойчиво обслужване на дълга.
- Разширяване и модернизация на портфейла с висококачествени имоти, съответстващи на ESG и пазарните изисквания.
- Подобряване на диверсификацията на приходите по наематели, сектори и географски региони.

Следните фактори могат да доведат до **негативна промяна** в перспективата и/или до **понижаване** на кредитния рейтинг на емитента:

- Значим спад в заетостта на имотите, загуба на ключови наематели или преговаряне на договори при по-неблагоприятни условия, водещи до влошаване на оперативната рентабилност;
- Засилване на разходния натиск, особено при ръст на лихвените разходи, който би

задълбочил несъответствието между оперативните постъпления и обслужването на дълга.

- Нарастване на отрицателния нетен финансов резултат, което би ограничило способността за акумулиране на капитал.

Рейтингите на облигационните емисии надвишават този на емитента поради наличието на пълно застрахователно обезпечение. Така кредитоспособността е пряко обвързана с рейтинга на застрахователя (ЗАД „Армеец“ АД).

Промяна в присъдения от BCRA рейтинг на застрахователя, който е обезпечил вземанията на облигационерите, ще се отрази директно и пропорционално върху рейтингите на двете емисии. Освен това, евентуална промяна в структурата на обезпечението – например замяна на застрахователното покритие с ипотeka или друг вид особен залог – също би довела до преразглеждане и съответна корекция на рейтингите на емисиите.

ПРИЛОЖЕНИЕ:

Таблица 4: Основни финансови показатели на Велграф Асет Мениджмънт АД, изчислени на база консолидирани отчети: 2020 – 31.03.2025 г.

хил. лв.	Q1 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Собствен капитал	116 097	115 647	116 251	116 310	116 782	116 469
Общо активи	237 740	242 122	245 445	249 072	233 878	205 631
в т.ч. Инвестиционни имоти	97 450	97 616	98 483	98 300	101 921	74 787
Общо пасиви	121 643	126475	129194	132762	117096	89162
в т.ч. Финансов дълг	111 349	117 326	118 640	121 237	104 614	76 366
Общи приходи	2 209	9 118	9 905	9 580	8 811	9 417
в т.ч. Нетни приходи от продажби	1 741	7 287	7 473	7 592	7 441	7 598
ЕБИТДА	1 129	3 842	3 448	3 607	3 674	4 159
Нетен финансов резултат	450	-607	-64	-275	-133	163
Капитализация на инвест. имоти	1.0%	3.0%	2.7%	2.5%	2.8%	4.5%
ЕБИТДА марж	64.8%	52.7%	46.1%	47.5%	49.4%	54.7%
ЕБИТДА/разходи за лихви	0.86	0.86	0.99	0.93	0.96	1.08
Ливъридж (Пасиви/Активи)	50.5%	51.6%	52.0%	52.7%	49.6%	43.4%
Кредитна задлъжнялост*	0.96	1.01	1.02	1.04	0.90	0.66
Нетен дълг/ЕБИТДА	-	30.5	34.3	33.4	28.3	18.2
Текуща ликвидност	1.46	1.54	1.54	1.91	1.58	2.23

* съотношение задлъжнялост към външни кредитори (в т.ч.: заеми от банкови и др. ФИ, облигационни заеми и задължения по лизингови договори) към собствен капитал