BCRA
est. 2002

бул. Александър Стамболийски 101
София Тауър 2, ет.5, офис 3А
София 1303, България
тел. (+359 2) 987 33 71
bcra.eu

МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД

Декември 2025

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

Валерѝ Коничева, финансов анализатор
v.konicheva@bcra.eu

Калина Димитрова, икономически анализатор
k.dimitrova@bcra.eu

КОРПОРАТИВЕН КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ	Първоначален	Преглед	Преглед
Дата на рейтингов комитет: Дата на публикацията:	13.12.2023 15.12.2023	19.12.2024 20.12.2024	**12.12.2025** **15.12.2025**
Дългосрочен кредитен рейтинг :	BB+	BB+	**BBB-**
Перспектива:	стабилна	положителна	**стабилна**
Краткосрочен кредитен рейтинг:	B	B	**A-3**
Дългосрочен рейтинг по национална скала:	BBB+ (BG)	BBB+ (BG)	**A- (BG)**
Перспектива:	стабилна	положителна	**стабилна**
Краткосрочен рейтинг по национална скала:	A-2 (BG)	A-2 (BG)	**A-1 (BG)**

1) Преди настоящата публикация кредитният рейтинг и перспектива бяха оповестени на оценявано 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 рейтинговата 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 проведено на 12.12.2025 г. заседание на Рейтингов Комитет (РК) на БАКР е разгледан доклад от анализ на финансовото състояние на **МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД** във връзка с извършен редовен годишен преглед по корпоративен кредитен рейтинг на дружеството. Заседанието е ръководено от д-р по икономика Кирил Григоров, в качеството му на Председател на РК. След проведена дискусия по измененията във факторите, влияещи на рейтинга през анализирания период, членовете на РК взеха **решение** за промени в кредитните **рейтинги** на **МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД**, както следва:

- БАКР **повишава** дългосрочния му кредитен рейтинг от BB+ **на BBB-** , като **променя перспективата** по него от „положителна“ **на „стабилна“** и **повишава** краткосрочния му рейтинг от B, **на A-3 ;**
- БАКР **повишава** дългосрочния рейтинг по национална скала от BBB+ (BG) **на A- (BG)**, като променя **перспективата** по него от „положителна“ **на „стабилна“** и **повишава** краткосрочния му рейтинг по национална скала от A-2 (BG) **на A-1 (BG).**

с което изразява становището си за продължени в периода на преглед добре изразени подобрения в общото финансово състояние на дружеството, протичащи при допълнително увеличение на приходите и значително подобрение на финансовите резултати, продължено понижение в общата му задлъжнялост и подобрения в практически всички оценявани за целите на рейтинга финансови показатели.

С ключово влияние върху рейтинговата оценка на МБАЛ „Сърце и Мозък“ се запазва принадлежността на дружеството към груповата структура на „Търговска лига – ГАЦ“ и произтичащите от това възможности за подкрепа, както и силната синергия която се създава между отделните бизнеси в тази икономическа група.

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, включително 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, Национален статистически институт (НСИ), база данни на БАКР и други източници на публична информация.

Таблица 1: Обща информация за дружество

Наименование	**МБАЛ „СЪРЦЕ И МОЗЪК“ ЕАД**
Адрес на регистрация	гр. София 1172, бул. „Д-р Г.М. Димитров“ №1, офис сграда №3
ЕИК:	**203831564**
LEI:	**485100QR9NNTAIFIJW63**
Записан капитал	30 500 000 лв. (внесен изцяло)[1]
Структура на собствеността	100% частен капитал - едноличен собственик – „Търговска лига – Глобален аптечен център“ (ТЛ-ГАЦ); Пряк контрол - Тихомир Димитров Каменов, чрез притежавано право на собственост върху 99.65%[2] от акциите на ТЛ-ГАЦ.

Многопрофилна болница за активно лечение „Сърце и Мозък“ ЕАД (по-нататък в доклада МБАЛ „Сърце и Мозък“) е регистрирано в края на 2015 г. търговско дружество, което започва да осъществява дейност и реализира приходи от 2017 г.

Предметът на дейност е осъществяване и функциониране на многопрофилна болнична помощ за диагностика и активно лечение, търговия със стоки и услуги, обслужващи дейността по оказване на цялостната медицинска помощ.

Към настоящия момент болничните медицински услуги се предоставят чрез **две болнични заведения – в гр. Плевен и гр. Бургас**.

Дейността се отчита в **сектор** (код по КИД 2025) **R** „Хуманно здравеопазване и социална работа“, клас **86.10 - „Дейност на болници“.**

МБАЛ „Сърце и Мозък“ продължава да се притежава изцяло от „Търговска лига – Глобален аптечен център“ АД и контролира пряко от Тихомир Димитров Каменов.

Акционерният капитал не е променян в периода на преглед (след последно увеличаване през 2022 г.) и е в размер на 30.050 млн. лв., разпределени в същия брой обикновени поименни акции с номинална стойност от по 1 лв. всяка.

[1] Последни увеличения –2 х 15.0 млн. лв., вписани на 01.11.2022 г. и 25.10.2022 г.
[2] Информация от Търговски регистър към 18.11.2025 г.

Към момента на изготвяне на настоящия доклад **акциите не се търгуват публично**.

Дружеството **не притежава участия/дялове в дъщерни и/или асоциирани предприятия**.

По линия на своя едноличен собственик, оценяваното дружество се явява **свързано лице** с „Търговска лига – Глобален аптечен център“ АД и нейните дъщерни компании:

- „ЗАД ДаллБогг: Живот и Здраве“ АД (и респективно притежаваното от него „ПОД ДаллБогг: Живот и Здраве“ ЕАД);
- „Чайка Фарма – ВЛДВ“ ЕАД;
- „Транспортна и спедиторска лига“ ООД;
- „ДиоДеа България“ ЕООД, DIODEA MEPE, DIODEA ITALY, DIODEA Management, DIODEA GERMANY и DIODEA POLAND;
- „Самурай България“ ЕАД;

както и с дружества с контролиращо участие:

- „СБАЛ по Кардиология“ ЕАД;
- КМЦ „Лекари за нас Плевен“ ООД;
- „СБАЛ по Кардиология В.Търново“ ЕАД.

Дружеството е с **едностепенна система на управление** – Съвет на директорите (СД), който е в постоянен състав в периода от юни 2016 г. до ноември 2023 г. (когато е включен нов, допълнителен член на СД - Таквор Бохосян, който е и Изпълнителен директор на едноличния собственик на капитала „Търговска лига - ГАЦ“). В периода на преглед от състава на СД е освободен Живко Колев (без да е включен нов член) и към момента на изготвяне на настоящия доклад (последна проверка в ТР на 18.11.2025 г.), СД включва:

- Таквор Бохосян;
- Тони Веков;
- Петя Диновска - Изпълнителен директор.

Одитните заверки по финансовите отчети на дружеството са без забележки / резерви, със становища, че информацията в тях представя достоверно, във всички аспекти по финансовото състояние на дружеството.

Оперативна среда

Суверенен риск

Развитието на икономическите процеси в страната се анализира детайлно от „БАКР - Агенция за кредитен рейтинг“ и е отразено в присъдения непоискан държавен рейтинг на Република България. Данните от прегледите на рейтинга са достъпни на официалния сайт на БАКР, а за съдържанието на последния може да ползвате следния линк:
https://bcra.eu/files/rating_republic_of_bulgaria_oct_2025_bg.pdf

Характеристики на сектора

Осъществяваната от МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД дейност попада в клас по КИД 2025: **86.10 - „Дейност на болници“** (код R – „Хуманно здравеопазване и социална работа“).

В периода на преглед няма съществени изменения в организацията дейността в сектора, която се осъществява в среда на висока регулация, а опериращите предприятия остават под силния контрол на Министерство на здравеопазването (МЗ) и Националната здравноосигурителна каса (НЗОК), както и от Изпълнителна Агенция по лекарствените средства (като контролиращ орган на общите режими за ползване на определени лекарствени средства, в съответствие със Закона за медицинските изделия).

Държавата запазва съществена и основна роля в общото финансиране на здравеопазването, а възможностите ѝ са **подчинени на общите темпове на икономическо развитие на страната и доходите на населението**.

В периода на преглед секторът постепенно преодолява силния инфлационен натиск, довел до нови, значителни нараствания в разходите за здравеопазване, компенсирани частично от увеличенията в бюджетите на НЗОК, отразили се и в силно нараснали печалби на частните болници в страната.

Ограничеността на ресурсите в публичния сектор и нарастващите потребности от здравни услуги продължават да оказват сериозен натиск върху повишаване ефективността на болничните заведения, което изкарва на преден план усъвършенстване в механизмите на болничното финансиране и в моделите на управлението им.

БАКР запазва без промени становището си за:

а) **трудности при финансирането** на болничните дейности и наличие на както недооценени, така и на надценени пътеки за болнична помощ, които влияят негативно върху възможностите за планиране и контрол на дейностите;

б) **висока нестабилност на бизнес средата** за осъществяване на медицински услуги в страната и задълбочаване на проблемите в нея, по линия на течащи дългогодишни спорове в съсловните организации и законодателните органи на страната за необходими реформи в здравната система (и посоките им), включително и на политическа основа;

в) **различни нива на регионално развитие** на болничната помощ, водещи до характерна много висока конкуренция в големите градове на страната и силно намаляваща в по-малките и по-слабо населените райони.

г) запазена **силна зависимост** на болничната помощ **от развитието на фармацевтичния сектор** и наличието на адекватна **лекарствена политика**.

д) **недостиг на квалифициран медицински персонал.**

Допълнителен, специфичен риск за сектора се поражда от установения **дефицит на публична аналитична информация за състоянието и възможностите на здравната система в България**, което затруднява извеждане на заключения за състоянието ѝ.

Анализът на финансовите данни генерирани от сектора[3] показва **запазена тенденция** за **растеж в приходите** (+20.2% за 2024 г., след +15.3% за 2023 г. и +7.4% за 2022 г.), движен във висока степен от увеличението в разплатените от НЗОК обеми (+17.4%[4]). Този ръст рефлектира силно върху **подобрения на оперативните резултати** – с високите +30.5% (след +18.1% за 2023 г.) и достигнат размер от над 1.4 млрд. лв. (1.1 млрд. лв. за 2023 г.). Запазена е и тенденцията на растеж в обема на дълготрайните материални активи (ДМА) управлявани от предприятията в сектора (+8.4% за 2024 г. и +8.1% за 2023 г., след 4.4% за 2022 г.), като размерът им достига до близо 2.5 млрд. лв. към края на 2024 г. Поддържа се растежа на възнагражденията в сектора, ведно с броя на предприятията и броя на заетите в тях.

Общата оценка на БАКР за състоянието на болничната помощ в страната остава **умерено негативна**, отразявайки нестабилността на регулациите в сектора, касаещи основно финансирането на болничните дейности в ситуация на общ недостиг на обществен ресурс и наличието на задоволителен контрол по усвояването на този обществен финансов ресурс. Перспективите пред възможностите за развитие на частна болнична помощ (като предлагаща по-ефективни модели на управление) са оценени като относително добри, но остават в силна зависимост от регионалното им позициониране.

[3] НСИ – Данни общо за клас 86 „Хуманно здравеопазване“

[4] Представено чрез налични публични данни за общо плащания за болнична помощ – медицински изделия и болнични разходи, без разходи за извънбол-нична помощ

МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД

Оперативна дейност

Дружеството предоставя болнична помощ чрез двете си болнични заведения: МБАЛ „Сърце и Мозък” – Плевен и МБАЛ „Сърце и Мозък” – Бургас, осъществяващи услуги по оказване на многопрофилна болнична помощ за диагностика и активно лечение, както и търговия със стоки и услуги, обслужващи дейността по оказване на цялостната медицинска помощ. Болниците разполагат със сертификат за управление на качеството в съответствие с изискванията на ISO 9001.

Позиционираната в **гр. Плевен** болница е върху разгърната застроена площ 27 201.30 кв.м., разполага с **573 бр. легла**, обслужващи дейността на **22 клиники/отделения** и е оборудвана с най-висок клас медицинска апаратура (вкл. „Гама нож“[5]). През 2024 г. към лечебното заведение са заплатени здравноосигурителни плащания за болнична медицинска помощ (по реда на НРД) в размер на общо 91.2 млн. лв. (или +34.0% повече спрямо предходната година), което определя дял на развиваната от дружеството дейност в региона от 38.0% (покачваща се спрямо ниво 35.4% за 2023 г.), затвърждавайки и **местната му лидерска позиция**, изчислена на база тези приходи.

Болницата в **гр. Бургас** е изградена върху разгърната застроена площ от 14 967.92 кв.м., разполага с **330 бр. легла**, обслужващи дейността на **12 клиники/отделения** и е също оборудвана с медицинска апаратура от най-висок клас. През 2024 г. към лечебното заведение са заплатени здравноосигурителни плащания за болнична медицинска помощ в размер на общо 83.6 млн. лв. (или +30.0% на годишна база), които при аналогичен начин на изчисление, определят на болницата дял от 29.8% (29.1% за 2023 г.), отговарящ на също **първа позиция в района** на гр. Бургас.

Формираният общ за двете болнични заведения **пазарен дял** (изчислен на база националните плащания за 2024 г.) нараства до 4.5% за 2024 г. (спрямо 4.0% за 2023 г. и 3.3% за 2022 г.).

Делът на реализираните по линия на НЗОК приходи запазват ключова значимост за болницата, като формираният за 2024 г. техен дял **се покачва до 89.0%**, след две поредни години на поддържано равнище малко над 86%, което същевременно е и най-високото ниво в исторически план за периода: 2019 – 2024 г.

Периодът на преглед се характеризира с продължена, ясно изразена тенденция на **увеличение на приходите**, но при понижен темп на растеж – на годишна база с 28.1% за 2024 г. и с 25.7% за първите девет месеца на 2025 г. (след +36.5% за 2023 г. и 31.3% година по-рано). Отчетените подобрения следват продължилото разширение в обема на предоставяните медицински услуги, при деклариран от мениджмънта стремеж за високото им качество (и налагане името на лечебното заведение като еталон за това чрез постоянна модернизация и внедряване на нови медицински технологии и апаратура, вкл. и уникални в отделни аспекти), но са повлияни допълнително и от протичащите в периода инфлационни процеси и респективно одобрен чрез държавния бюджет по-висок обем на обществен ресурс за здравеопазване.

Относително силен се запазва конкурентният натиск, на който са изложени двете болнични заведения на „Сърце и Мозък“, предвид регионите, в които те осъществяват дейността си. Основните **конкурентни предимства** на оценяваното дружество се запазват и развиват по линия на осигурените високо качество на сграден фонд и медицинска апаратура, чрез които се привличат по-висок брой пациенти и висококвалифицирани медицински специалисти (последните допълнително повлияни и от добри възнаграждения и условия за специализации). **Ключово конкурентно предимство** за оценяваното болнично заведение остава принадлежността му към групата на „Търговска лига - ГАЦ“, който е един от големите търговци на едро с лекарствени средства и консумативи, както и от свързаността (по линия на общ контрол на собствеността) с производителя на над 160 лекарствени продукта „Чайкафарма Висококачествените лекарства“ АД. Общата **синергия от бизнесите** на посочените компании осигурява допълнително съществено позитивно влияние върху дейностите им.

При по-голяма част от показателите за оценка **ефективността** на болничната дейност, като *брой пациенти на един лекар*, *приходи на един пациент*, *приходи на леглоден* оценяваното болнично заведение продължава да изпреварва повечето държавни и общински болници[6].

[5] https://cardiacinstitute.bg/gamma-knife/

[6] Публични данни за сравнителен анализ по тези показатели са налични само за държавни и общински болнични заведения. Ползваната от БАКР база включва данни за 70 болници.

Широкият спектър на поддържани клиники и относително високият брой легла обуславят поддържане на **високи обеми от материални запаси** (основно медикаменти и медицински консумативи), което е с общо негативна тежест при оценката на оперативната дейност за целите на рейтинга. Към края на 2024 г. стойността на ангажираните в налични материални запаси средства нараства до 10.7 млн. лв. (7.5 млн. лв. към края на 2023 г. и 6.2 млн. лв. година по-рано), а към края на септември 2025 г. е вече **11.4 млн. лв.** Тук влиянието на запазената в периода на преглед тенденция за нарастване в цените на лекарства и медицински продукти остава високо и се допълва от продължило разширение на дейността на лечебните заведения. По линия на възможностите на дружеството за поддържане на тези наличности (изискващи висок обем на финансов ресурс) с ключово позитивно влияние за рейтинговата оценка е това, че основен източник на зареждане с медикаменти е едноличният собственик на „Сърце и Мозък“ – „Търговска лига – ГАЦ“, а допълнителен положителен ефект оказва и свързаността на последното дружество с производителя на лекарства „Чайкафарма ВЛ“.

БАКР запазва становището си за достатъчност и високо качество на използваната от болниците на „Сърце и Мозък“ **материална база**, като отчита поддържаните добри нива на средногодишна степен на заетост на легла и референциите за високо качество (вкл. и уникалност) на ползвана медицинска апаратура и сграден фонд. Запазена е характерната за оценяваното дружество особеност, почти цялата стойност на ползвани ДМА да се формира от права за ползването им по договори за наем на медицинско и друго оборудване, сключени с едноличния собственик на болницата - „Търговска лига – ГАЦ“ (към края на септември 2025 г. тази стойност е в размер на 41.8 млн. лв.).

По линия на **вземанията от клиенти** рискове спрямо оперативната дейност се пораждат от съществуващата възможност за непълно одобрение, респективно заплащане по предявените към РЗОК суми. Болницата начислява провизии по всичките си вземания, в зависимост от периода на забава. В периода на преглед се наблюдава относително силно изразено **увеличение в размера на вземания от клиенти**, достигащи до размер 23.3 млн. лв. към края на 2024 г. (или +26.4% на годишна база) и до 32 млн. лв. към края на септември 2025 г. (+37.1% за деветте месеца), което е оценено общо негативно за целите на рейтинга. От друга страна, позитивно е оценена реалната липса на концентрация по клиентските вземания и запазения относително непро-менен ***период на събиране на вземанията от клиенти в дни*** – **32 дни** за 2024 г. и 38 за 2023 г. (спрямо 36 за 2022 г. и 46 година по-рано).

Обслужването на **задължения към доставчици** от МБАЛ „Сърце и Мозък“ остава подчинено на характерната особеност основна тяхна част да се формира по търговски разчети с едноличния собственик на болницата - „Търговска лига-ГАЦ“ (включително и от такива по предоставени търговски заеми). В периода на преглед се наблюдава продължаване на тенденцията към силно понижение в общия размер по салдото на „Търговска лига“ като доставчик, което достига до 1.5 млн. лв. към края на 2024 г. (спрямо 11.8 млн. лв. година по-рано и ясно проявена тенденция на понижение спрямо най-високото за анализирания период ниво от 40.1 млн. лв. към края на 2021 г.). Това показва силно понижение в зависимостта на дъщерното дружество спрямо едноличния си собственик и подобряване на позицията за необходимо съществено по обем търговско финансиране чрез него (ползвано в първите години от развиването на дейността на лечебните му заведения). Съществените понижение в салдото към „Търговска лига“ по доставки е с високо позитивно влияние върху рейтинговата оценка. В останалата част на доставките **не се наблюдава концентрация**, разходите за смяна на доставчик са оценени като ниски, а сумите на общите задължения към тях (въпреки нарастването им до 969 хил. лв. към края на 2024 г., спрямо 597 хил. лв. година по-рано) са с текущ характер и могат да се приемат като несъществени за обемите на дейност на дружеството. Постигнатите нива по показател ***Погасяване на задълженията към доставчици в дни*** остават много ниски (поддържано в трета поредна година ниво от един ден) и съответно, под средните равнища формирани от болниците в референтните групи[7] (движещи се около 10 дни при местните болници в последните три години).

Като цяло, позиционирането на дружеството при осъществяване на оперативната му дейност е оценено позитивно за целите на рейтинга.

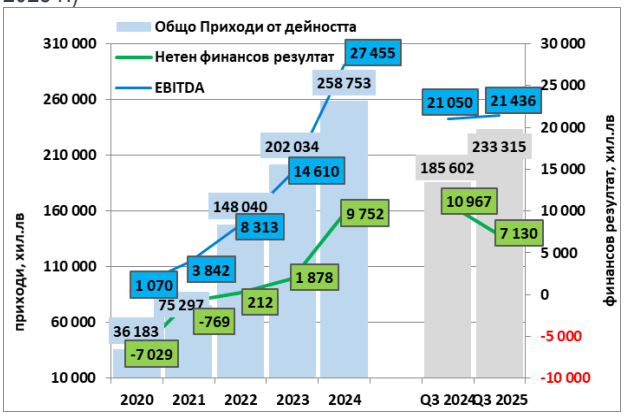
[7] Включва местни преки конкурентни лечебни заведения: УМБАЛ „Аджибадем Сити Клиник Токуда“; УМБАЛ „Софиямед“; УМБАЛ „Св.Марина-Плевен“; МБАЛ „Св.Панталеймон-Плевен“; МБАЛ „Бургасмед“ и 15 други болнични заведения в ЕС.

Финансов анализ

Периодът на преглед на кредитния рейтинг се характеризира със **стабилно финансово представяне** на МБАЛ „Сърце и Мозък“ и **продължени подобрения по финансовите показатели**, които го определят. Обобщено, измененията в 2024 г. и първите девет месеца на 2025 г. могат да бъдат представени по следния начин:

а) Запазен е **стабилния растеж на приходите** (посочените вече темпове на нарастване от около 30% на годишна база), който изпреварва покачването в разходите и е пренесен в нови, значителни **подобрения на финансовите резултати** от дейността. Отчетеният нетен финансов резултат за 2024 г. е печалба в размер на 9.8 млн. лв. (след 1.9 млн. лв. за предходна година), а текущият резултат за първите девет месеца на 2025 г. е печалба от 7.1 млн. лв. (след 11.0 млн. лв. за предходен аналогичен период). Съществени подобрения са формирани и по стойността на **EBITDA** (оперативен финансов резултат преди амортизации, лихви и данъци), която достига до **27.5 млн. лв**. за 2024 г. (14.6 млн. лв. за 2023 г.) и до 21.4 млн. лв. за първите девет месеца на 2025 г. (21.1 млн. лв. за съпоставим период на предходната година). Тези изменения се отразяват в нови подобрения по показателите за рентабилност и възвръщаемост и формират високи нива на покритие на разходите за лихви и нетния дълг от печалби (ниво на ***EBITDA спрямо разходите за лихви*** достига до 87.7х за 2024 г., а ***Нетен дълг към EBITDA*** до 2.3 към края на 2024 г.

Графика 1: Приходи и финансови резултати (2020 – Q3 2025 г.)



б) В структурата на разходите **продължават силните увеличения на:**

- **разходите за персонал** (на годишна база +18.1% за 2024 г., след 45.9% за 2023 г. и с +26.0% за първите девет месеца на 2025 г.), достигнали до размер от 132.1 млн. лв. за 2024 г. (111.8 млн. лв. за предходна година) и до 118.4 млн. лв. за първите девет месеца на 2025 г. Тази група разходи (възнаграждения и осигуровки) продължава да формира над половината от общия размер на разходите (вкл. тези за амортизации, тъй като основната част от тях имат касов характер, заради формирането им по лизингови договори). Поради нарастване именно на разходите за амортизации, в периода на преглед се наблюдава формиране на слабо изразена тенденция на понижение на дела на разходите за персонал - до 53.1% за 2024 г. (спрямо 56.0% за 2023 г.) и до 52.5% за първите девет месеца на 2025 г. Спрямо увеличените приходи от продажби, делът на тези разходи се понижава до 51.0% за 2024 г. (55.3% за 2023 г.) и до 50.7% за първите девет месеца на 2025 г., което се отразява съществено върху отчетения по-висок текущ резултат от дейността;

- **разходите за амортизации** - с ръст на годишна база за 2024 г. от 41.4%, дължащ се основно на преподписаните наемни договори за ползване на активи. Делът на отчитаните от дружеството разходи за амортизации продължава да се движи в диапазон между 5-6% в периода: Q1 2021 - Q3 2025 г. (по-близо до 6% в периода на преглед);

- **разходи за материали** - ръст на годишна база за 2024 г. от 30.6% (и достигнат размер от 96.0 млн. лв.), който определя нарастващ техен дял в разходите до 38.6% за 2024 г. (36.8% за 2023 г.) и до 40.0% за първите девет месеца на 2025 г., а делът им спрямо приходите от продажби също нараства – до 37.1% за 2024 г. (36.4% за 2023 г.) и до 38.7% за първите девет месеца на 2025 г.

в) Силно подобрените положителни финансови резултати в периода на преглед водят и до значително понижение в натрупания размер на **непокрита загуба** (от отрицателните резултати в първите четири години на дейност, до края на 2021 г.), въпреки, че той остава все още значителен - 14.4 млн. лв. към края на септември 2025 г. (спрямо 29.8 млн. лв. към края на 2023 г.). Стойността на **собствения капитал е вече положителна** – 10.2 млн. лв. към края на 2024 г. и 17.3 млн. лв. към края на септември 2025 г.

г) След тенденция на понижение **в общия размер на задълженията** (с 4.1% през 2023 г. и с 19.7% през 2022 г.), в периода на преглед се наблюдава повишението им - на годишна база с 38.0% за 2024 г., допълнено от

още 9.4% за първите девет месеца на 2025 г. (и достигнат размер от 70.5 млн. лв.). Изменението е движено практически изцяло от формирани към свързани лица задължения по оперативен лизинг (наеми) и кореспондира с увеличени права за ползване на активи. Въпреки това, поради изпреварващ ръст в размера на активите, в изследвания период са постигнати исторически най-ниските за дружеството нива на **обща задлъжнялост** (*ливъридж*) - **80.3%** към края на септември 2025 г. и 86.4% към края на 2024 г. (спрямо равнища от над 200%, поддържани до края на 2021 г.). Последната стойност остава все още най-високата в референтната група местни болници (където средното ниво е около 65-62% в последните две приключени финансови години), но при съществено скъсено отстояние от тях Вече е посочвано значителното влияние върху нивото на този показател от поддържаните високи по обем задължения на дружеството към свързани лица (основно мажоритарния собственик) и наличие на относително ниски други задължения, в които основни са текущите такива по възнаграждения.

д) **Нивата на *кредитна зависимост*** остават непоказателни, доколкото основната част от задълженията се формира от лизингови задължения към едноличния собственик, а собственият капитал едва в 2023 г. формира положителна стойност. По линия на този показател могат да бъдат очаквани допълнителни значителни подобрения (при хипотеза на продължено неползване на заемен финансов ресурс).

е) Подобрената матуритетна структура на задълженията през 2024 г. (по линия на прехвърляне в дългосрочни задължения на тези по преподписани наемни/лизингови договори) и увеличения размер на текущите активи водят до **подобрена в периода на преглед ликвидност** (като към края на септември 2025 г. и към края на 2024 г. показателят текуща ликвидност е поддържан много близо до единица). При оценката на равнището му отново следва да се отчита общата структура на задълженията на дружеството, която е силно доминирана от тези, към едноличния му собственик.

Стойността на **активите** отбелязва общо за периода на преглед повишение (с годишен ръст от 57.3% за 2024 г., последван от такъв със 17.7% за първите девет месеца на 2025 г.), до размер от **87.8 млн. лв.** към края на септември 2025 г. Изменението е движено от повишен значително размер на нетекущите активи и основната в тях позиция – на отчитаните права за ползване на активи. Отбелязаните вече увеличения в размера на материалните запаси и вземанията по продажби, не компенсират достатъчно общия растеж в стойността на активите и в общата им структура намалява дела на текущите такива - основна за периода на преглед по-характерна промяна.

Не се наблюдават **съществени изменения в структурата** задълженията на дружеството, която остава доминирана от тези към свързани лица (основно мажоритарния собственик „Търговска лига – ГАЦ“), което се запазва и като специфика за рейтингованото предприятие. Вече бяха посочени относително ниските по размер задължения извън тези, към свързани лица, които не предполагат възникване на трудности по редовното им обслужване.

Общото заключение от финансовия анализ по дейността на „Сърце и Мозък“ за 2024 г. и първите девет месеца на 2025 г. е, че дружеството **вече генерира чрез дейността си достатъчен размер на парични постъпления,** (значително подобрен в периода)**, с които да разплаща своевременно задълженията си**. Характерна промяна е погасяването на високи обеми от задължения към свързани лица по доставки на материали, но е формирана и висока по размер позиция на задължения към свързани лица по договори за наем (оперативен лизинг).

Финансова прогноза

За целите на рейтинговия процес, БАКР изготви **финансова прогноза** за развитие на дружеството в периода 2025-2027 г. Основните допускания в прогнозата са базирани на установени в исторически план съотношения на изменения между приходни и разходни позиции, при приложен от БАКР консерватизъм спрямо развитието на продажбите и съотношения на отделни групи разходи към тях.

Допълнително, прогнозният модел е подложен на стрес-тест за оценка на хипотетични кризисни варианти, като: намалени нива на продажби и резултати, отписване на съществен обем вземания и други.

Резултатите от изготвената от БАКР прогноза за тригодишен период показват, че предприятието следва да функционира успешно при направените допускания, **продължавайки да подобрява финансовите си резултати,** а чрез тях своите рентабилност, ефективност и възвръщаемост, като **генерира подобряващи се положителни парични потоци от оперативна си дейност**.

При оставяне на печалбите в дружеството (без изплащане на дивиденти към собствениците) се очаква допълнително **подобрение в структурата на пасива му и създаване на условия за допълнително общо намаление в размера на задълженията**. Комбинацията от устойчив ръст в приходите, стабилизирана разходна структура и ограничена зависимост от външно финансиране потвърждава очакванията за продължаващо укрепване на капиталовата позиция и намаляване на общата задлъжнялост на рейтингованото предприятие.

Установено е, че генерираните от дейността **парични потоци биха били достатъчни по размер за обслужване на всички текущи задължения,** както и **за допълнителни инвестиционни разходи** на дружеството. Формираният според допусканията в прогнозата **размер на свободен паричен ресурс** се очаква да се движи в порядък **между: 5 - 10 млн. лв. годишно** (нарастващ в края на прогнозния период) и може да бъде разходен по различни начини, според решенията на мениджмънта и едноличния собственик на капитала.

Общият **позитивен извод от прогнозата** е, че в обхванатия от нея период МБАЛ „Сърце и Мозък“ е **слабо вероятно да се нуждае от ново капиталово/финансово подпомагане**. Този извод е направен при допускане, което изключва ново разширение на дейността, чрез реализиране на нов/и проект/и по създаването на болнично/и заведение/я в нейната структура. При стартиране на такъв проект, допусканията по прогнозата подлежат на преразглеждане.

С **ключово влияние върху рейтинговата оценка** на МБАЛ „Сърце и Мозък“ остава **принадлежността ѝ към груповата структура на „Търговска лига – ГАЦ“** и възможностите за подкрепа, които тази група създава за рейтингованото дружество, както и формирането на синергия между отделните бизнеси в Групата (търговия с лекарства и медикаменти, застрахователна дейност и пенсионно осигуряване). Постиганите от рейтингованото дружество финансови резултати следва да се оценяват в контекста на съществената значимост на разходите за дейността от решенията и политиката на едноличния собственик на предприятието (по линия на размер на наеми за предоставени недвижими имоти, медицински техника и оборудване, както и по линия цени на доставени медикаменти и консумативи). Общият извод е, че финансовото състояние на МБАЛ „Сърце и Мозък“ следва винаги да бъде анализирано във връзка с това на мажоритарния му собственик и останалите предприятия от неговата икономическа група.

Оценка на финансовото състояние на „Търговска лига – ГАЦ“ се извършва от БАКР, посредством отделно присъждан на дружеството корпоративен кредитен рейтинг[8]. Промени в нивото на посочения рейтинг с голяма вероятност могат да доведат и до промяна в рейтинга на МБАЛ „Сърце и Мозък“, и/или перспективата по него.

Положително влияние върху рейтинга биха оказали допълнително нарастване в приходите и подобрение в реализираните финансови резултати, при поддържан трайно тренд на понижение в нивата на задлъжнялост и подобрения в тези за ликвидност.

Негативно влияние върху рейтинга биха оказали обратни на горепосочените изменения, както и нарастваща кредитна зависимост и обща задлъжнялост, включително, и не само, поради поемане на нов, съществен по размер дълг, особено външен (не от свързани лица), както и недостатъчност на брутния оперативен резултат за покриване на задълженията по договори за лизинг и лихвените плащания.

[8] https://bcra.eu/files/rating_commercial_league_feb_2025_bg.pdf

Приложения:

Таблица 2: Основни финансови показатели на МБАЛ „Сърце и Мозък“ ЕАД : 2020 – 09.2025 г.

хил.лв.	*30.9.2025**	*2024*	*2023*	*2022*	*2021*	*2020*
Балансова сума	87 831	74 651	47 460	47 013	28 704	23 814
в т.ч. ДМА	43 090	38 843	15 297	20 132	13 396	8 626
Текущи активи	44 399	35 383	31 641	26 345	14 874	6 942
Собствен капитал	17 303	10 179	745	-1 705	-31 966	-31 212
Общо задължения	70 528	64 472	46 715	48 718	60 670	55 026
в т.ч. Лихвоносни задължения (банкови и облигационни заеми, лизинг)	41 991	37 721	14 325	19 427	12 463	8 304
Текущи задължения	46 626	38 358	43 047	36 835	52 672	50 377
Общо приходи	233 401	258 787	202 142	148 100	75 752	36 202
Приходи от продажби	233 315	258 753	202 034	148 040	75 297	36 183
Оперативен резултат	7 794	10 191	2 314	550	-923	-6 768
Нетен финансов резултат	7 130	9 752	1 878	212	-769	-7 029
EBITDA	21 436	27 455	14 610	8 313	3 842	1 070
EBITDA марж (EBITDA / Приходи от продажби)	9.2%	10.6%	7.2%	5.6%	5.1%	3.0%
EBITDA / Разходи за лихви	28.6	87.7	33.6	25.0	14.0	4.1
Ливъридж (Задължения / Общо Активи)	0.80	0.86	0.98	1.04	2.11	2.31
Кредитна зависимост (Лихвоносни задължения / СК)	2.43	3.71	19.23	-11.4	-0.4	-0.3
Нетен дълг / EBITDA	3.2	2.3	3.0	5.3	15.6	48.3
Рентабилност на приходите от продажби	3.1%	3.8%	0.9%	0.1%	-1.0%	-19.4%
Рентабилност на собствения капитал	41.2%	95.8%	252.1%	-	-	-
Текуща ликвидност	0.95	0.92	0.74	0.72	0.28	0.14
Незабавна ликвидност	0.02	0.03	0.06	0.13	0.01	0.07

** предоставени предварителни данни по отчет за периода: 01.01.-30.09.2025 г.*

Данни за референтна група частни български болници, при съпоставяне с МБАЛ „Сърце и Мозък“:

Таблица 3: Балансова стойност на активи – референтна група, за периода: 2020 - 2024 г.

Балансова стойност на Активи (хил. лв.)	*2024*	*2023*	*2022*	*2021*	*2020*
МБАЛ “Сърце и Мозък" ЕАД	**74 651**	**47 295**	**47 013**	**28 704**	**23 814**
Референтна група - общо	168 057	144 402	133 950	103 168	117 523
УМБАЛ „Аджибадем Сити Клиник Токуда“ ЕАД	59 148	57 894	61 459	47 511	57 645
УМБАЛ „Софиямед“ ООД	43 412	29 218	27 920	17 633	24 072
УМБАЛ „Св.Марина-Плевен“ ООД	33 771	31 122	24 244	20 738	19 981
МБАЛ „Св.Панталеймон-Плевен“ ООД	6 383	6 590	7 186	7 350	7 264
МБАЛ „Бургасмед“ ООД	25 343	19 578	13 141	9 936	8 561

Таблица 4: Приходи от продажби – референтна група, за периода: 2020 - 2024 г.

Приходи от продажби (хил. лв.)	*2024*	*2023*	*2022*	*2021*	*2020*
МБАЛ “Сърце и Мозък" ЕАД	**258 753**	**202 034**	**148 040**	**75 297**	**36 183**
УМБАЛ „Аджибадем Сити Клиник Токуда“ ЕАД	245 216	214 546	176 738	144 525	116 709
УМБАЛ „Софиямед“ ООД	206 386	156 560	124 454	105 319	92 505
УМБАЛ „Св.Марина-Плевен“ ООД	59 351	45 428	26 743	19 431	16 172
МБАЛ „Св.Панталеймон-Плевен“ ООД	11 190	10 423	8 850	6 994	6 224
МБАЛ „Бургасмед“ ООД	49 971	33 757	24 382	21 765	19 180

Таблица 5: Нетен финансов резултат – референтна група, за периода: 2020 - 2024 г.

Нетен финансов резултат (хил. лв.)	***2024***	***2023***	***2022***	***2021***	***2020***
МБАЛ "Сърце и Мозък" ЕАД	**9 752**	**1 878**	**212**	**-769**	**-7 029**
УМБАЛ „Аджибадем Сити Клиник Токуда“ ЕАД	17 216	16 839	13 970	13 264	6 983
УМБАЛ „Софиямед“ ООД	11 702	8 012	3 184	-675	1 653
УМБАЛ „Св.Марина-Плевен“ ООД	4 946	1 687	1 264	1 302	1 098
МБАЛ „Св.Панталеймон-Плевен“ ООД	296	169	-95	520	866
МБАЛ „Бургасмед“ ООД	14 594	6 648	2 434	2 518	2 755