

**РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ**  
**КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

**РЕШЕНИЕ № 149 – ТП**

**от 03 февруари 2017 год.**

С писмо, вх. № 15-00-1 от 12.01.2017 г., на основание чл. 149а, ал. 1, предложение първо от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Велде” ГМБХ, Австрия за закупуване чрез инвестиционен посредник „Булброкърс” ЕАД на 20 443 броя акции, представляващи 5,05% от капитала на „Велде България” АД, гр. Троян от останалите акционери на дружеството.

След като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи КФН установи, че са налице следните непълноти и несъответствия:

**I. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 2 ЗППЦК във връзка с Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13):**

**1. По чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК - Информация за предлаганата цена за акция:**

Изявлението в последния абзац на стр. 7, че предлаганата цена е по-висока от среднопретеглената пазарна цена на акция за последните 3 месеца (която е 31,77 лв.) съгласно чл. 150, ал. 7, т. 2 от ЗППЦК, следва да се допълни, като се уточни, че предлаганата цена е по-висока от среднопретеглената пазарна цена на акция за последните 3 месеца преди регистрацията на търговото предложение. В съответствие с това допълнение посочената цена следва да се коригира.

**2. Посочване на двата централни ежедневника, в които предложителят ще публикува търговото предложение, становището на управителния орган на публичното дружество - обект на търговото предложение относно придобиването и резултата от търговото предложение - по чл. 24, ал. 1, т. 15 от Наредба № 13:**

Доколкото към настоящия момент издаването на вестник „Новинар” е прекратено – следва на всички относими места в съдържанието на търговото предложение да се посочи друг ежедневник, отговарящ на изискванията на § 1, т. 23 от допълнителните разпоредби на ЗППЦК, в който ще бъде публикувана подлежащата на оповестяване информация.

**II. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 6 ЗППЦК във връзка с Наредбата 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):**

**1. По отношение резюмето на данните от оценката:**

1.1. Във връзка с разпоредбата на чл. 21, ал. 1, т. 4 от Наредба № 41 Таблица 2 на стр. 8-9 от търговото предложение следва да бъде допълнена с данни за цената на затваряне (или друг аналогичен показател) към последния ден, в който са сключени сделки през последните три месеца, предхождащи датата на обосновката.

1.2. Техническата грешка, допусната на две места на стр. 9 от търговото предложение при посочване на броя акции, представляващи 0,01% от общия брой акции на дружеството, следва да бъде коригирана, като се посочи числото 40,4634, а не 40,4635.

## **2. По отношение разяснението на извършената оценка:**

2.1. Доколкото справедливата цена на акциите е определена съгласно разпоредбата на чл. 6, ал. 1 от Наредба № 41, посочената във втория абзац на стр. 19 справедлива цена на акциите, изчислена по методите в размер на 27,56 лв., следва да се коригира.

2.2. Предвид разпоредбата на чл. 150, ал. 7, т. 2 от ЗППЦК, изявлението във втория абзац на стр. 19 от търговото предложение по отношение на средната претеглена пазарна цена на акциите на „Велде България” АД за последните три месеца следва да се допълни с уточнението, че периодът се отнася за последните 3 месеца преди регистрацията на предложението. В тази връзка посочената цена в размер на 31,77 лв. следва да се коригира.

## **3. По отношение на систематизираната финансова информация:**

3.1. Данните за 2014 г., представени в Таблица 20 на стр. 45-46 от търговото предложение, следва да съответстват на данните, съдържащи се в одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Велде България” АД за 2014 г., както е посочено на стр. 46 от търговото предложение. Допълнително, коефициентите, изчислени на база на данните за 2014 г., следва да бъдат преизчислени.

3.2. Наименованията на финансовите коефициенти, представени в Таблица 20 на стр. 45-46 от търговото предложение на английски език или със съкращения, следва да бъдат допълнени със съответните наименования на български език.

3.3. В случай че някой от финансовите коефициенти, представени в последната колона на Таблица 20 на стр. 45-46 от търговото предложение с данни към 30.09.2016 г., е изчислен на годишна база, това обстоятелство следва да бъде изрично оповестено в търговото предложение, като се посочат изчерпателно финансовите коефициенти, за които е използван такъв начин на изчисляване.

3.4. Начинът на изчисляване на финансовите коефициенти за ликвидност Quick Ratio и Current Ratio, както и на коефициентите ROA (%) и „Паричен поток от оперативната дейност/ пасиви (%)”, следва да бъде описан, като изрично се посочат и стойностите от финансовите отчети за съответните периоди, използвани при тяхното изчисляване. При необходимост стойностите на цитираните коефициенти, представени в Таблица 20, следва да бъдат коригирани.

## **4. По отношение на метода „Дисконтирани парични потоци”:**

4.1. Данните за 2014 г., представени в Таблица 7 на стр. 24 от търговото предложение, следва да съответстват на данните, съдържащи се в одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Велде България” АД за 2014 г. Допълнително, стойностите на годишното изменение и делът от продажбите за 2014 г. следва да бъдат преизчислени.

4.2. Техническата грешка, допусната при посочване на дела на приходите от продажба на продукцията от общия размер на продажбите за 2013 г., следва да бъде коригирана.

4.3. Размерът на общите приходи за периодите, завършващи на 30.09.2015 г. и на 30.09.2016 г., представени в Таблица 7 на стр. 24 от търговото предложение, не

съответства на общия сбор на видовете приходи, посочени в същата таблица в колоните за съответните периоди, с оглед на което следва да се коригира.

4.4. Част от стойностите, представени в процентно изражение в Таблица 8 на стр. 24-25 от търговото предложение (напр. годишно изменение и дял от продажбите на приходите от продажби на услуги и другите приходи за оптимистичния и за песимистичния вариант, дял от продажбите на приходите от продажба на стоки за песимистичния и за реалистичния вариант и др.), не съответстват на стойностите в процентно изражение, изчислени при използването на прогнозните стойности в абсолютен размер, съответно следва да се коригират всички несъответствия, допуснати в Таблица 8.

4.5. На стр. 26 от търговото предложение в текстовата част е представена информация, че съотношението на разходите за материали спрямо общите приходи за реалистичния вариант е в размер на 68,4% за периода 2017 г. – 2022 г. В Таблица 9 на стр. 28-29 в частта за реалистичния вариант е посочено, че делът на разходите за материали спрямо приходите от продажби е в размер на 69,0% за същия период (2017 г. – 2022 г.). На стр. 26 в текстовата част е представена информация, че съотношението на разходите за материали спрямо общите приходи за реалистичния вариант е в размер на 68,2% за 2016 г. В Таблица 9 на стр. 28-29 в частта за реалистичния вариант е посочено, че делът на разходите за материали спрямо приходите от продажби е в размер на 69,5% за същия период (2016 г.). Аналогични несъответствия се констатират и по отношение на оптимистичния сценарий. В текста на стр. 26 е посочено, че делът на разходите за материали спрямо общите приходи за оптимистичния вариант е в размер на 67,2% за периода 2017 г. – 2022 г., докато в Таблица 9 е представена стойност от 68,0% за същия период (2017 г. – 2022 г.). В текста на стр. 26 е посочено, че делът на разходите за материали спрямо общите приходи за оптимистичния вариант е в размер на 68,9% за 2016 г., докато в Таблица 9 е представена стойност от 69,0% за същия период (2016 г.). Констатираните несъответствия следва да се отстранят, като при необходимост следва да бъдат направени преизчисления на данните, представени в Таблица 9 по отношение на реалистичния и оптимистичния вариант, съответно следва да бъде представена обосновка на направените допускания. Допълнително, изявлението на стр. 26 в тази връзка следва да се прецизира, като се има предвид, че информацията се отнася за реалистичния вариант (а не за реалистичния период), като изразът „реалистичния период” следва да се замени с изречение „реалистичния вариант”.

4.6. На стр. 26 от търговото предложение в текстовата част е посочено, че през 2015 г. разходите за външни услуги възлизат на 2,443 млн. лв., докато в Таблица 9 на стр. 28-29 в частта за оптимистичния и за реалистичния вариант е посочено, че разходите за външни услуги възлизат на 2,553 млн. лв. Констатираното несъответствие следва да се отстрани, като посочената стойност следва да съответства на данните от консолидирания одитиран годишен финансов отчет на дружеството за 2015 г. При необходимост следва да бъдат направени съответните преизчисления на данните, представени в Таблица 9.

4.7. На стр. 26 във връзка с определянето на разходите за външни услуги и други разходи като прогнозен период е посочен 2014 г. – 2018 г., докато в Таблица 9 на стр. 28-29 и на други места в търговото предложение прогнозният период е 2016 г. - 2022 г. Информацията на стр. 26 по отношение на прогнозния период следва да се коригира.

4.8. На стр. 26 във връзка с определянето на разходите за външни услуги и други разходи е направено изявление, че съотношението на разходите за външни услуги, съотнесени към общите приходи, е 4,8% на годишна база и е запазено в този размер за целия прогнозен период, като не е изрично уточнено за кой сценарий се отнася направеното допускане. В Таблица 9 на стр. 28-29 делът на разходите за външни услуги

и други разходи при оптимистичния сценарий е определен на 4,0% за целия прогнозен период (2016 г. - 2022 г.), а по отношение на реалистичния сценарий посочената стойност е 4,2%. Констатираното несъответствие следва да се отстрани, като при необходимост следва да бъдат направени преизчисления на данните, представени в Таблица 9 по отношение на реалистичния и оптимистичния вариант, съответно следва да бъде представена обосновка на направените допускания.

4.9. Таблица 9 на стр. 28-29 следва да се допълни, като изрично се посочи мерната единица на данните, представени в абсолютни стойности.

4.10. Техническата грешка, допусната в Таблица 9 на стр. 28-29 при представянето на стойностите за песимистичния вариант, следва да се коригира, доколкото стойностите за дадена година (напр. 2016 г. и т.н.) са представени в колоната за предходната година (2015 г. и т.н.).

4.11. Във връзка с изискването на чл. 10, ал. 2 от Наредба № 41 информацията на стр. 29-30 по отношение на прогнозните инвестиции следва да се допълни с по-подробна обосновка, като прогнозите следва се обосновават чрез ретроспективни данни най-малко от последните три годишни одитирани финансови отчета на дружеството и последния публикуван финансов отчет преди датата на регистриране на търговото предложение, както и на база характеристиките на дружеството по чл. 7, ал. 2 от Наредба № 41. Следва да се има предвид, че прогнозните стойности на инвестициите надвишават значително и необосновано разходите за покупка на дълготрайни активи, отразени в последните финансови отчети на дружеството.

4.12. Доколкото на стр. 30 е направено изявление, че в края на прогнозния период и след това, в съответствие с изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41, е направено допускането, че размерът на инвестициите ще е равен на размера на амортизациите, т.е. компанията ще поддържа постоянен размер на дълготрайните активи, а по отношение на прогнозните стойности на разходите за амортизация не е представена обосновка за размера им и начин на тяхното определяне, информацията в търговото предложение по отношение на прогнозните стойности на разходите за амортизация следва да се допълни със съответната обосновка и описание на тяхното определяне.

4.13. Изявлението на стр. 30, че заложените инвестиции ще бъдат използвани основно за модернизация на оборудването, както и за придобиване на нематериални активи, следва да се поясни или прецизира. В случай че заявителят действително има намерение да инвестира в нематериални активи, следва да се представи обосновка на необходимостта от подобни инвестиции, както и по какъв начин тези инвестиции ще се отразят върху способността на дружеството да генерира приходи, съответно върху справедливата цена, определена по метода на дисконтираните нетни парични потоци.

4.14. На стр. 30 е посочено, че финансирането на инвестиционните разходи ще бъде за сметка на собствени средства на дружеството, както и за сметка на дългово финансиране. Следва да се има предвид, че при съпоставяне на прогнозните стойности на разходите за инвестиции със сбора на прогнозните стойности на печалбата на дружеството (собствени средства) и изменението на прогнозните стойности за лихвоносен дълг (дългово финансиране), при нарастване на прогнозните стойности на финансовите активи и паричните средства, се констатира недостиг на средства за финансиране на инвестициите за всички години от прогнозния период и за трите сценария, с изключение на периодите, касаещи 2018 г. и 2019 г. при реалистичния сценарий. Прогнозните стойности на разходите за инвестиции следва да бъдат съобразени и обосновани с прогнозните стойности на източниците за тяхното финансиране.

4.15. Следва да се има предвид, че ръстът на инвестициите изпреварва за почти всички години от прогнозния период и при трите сценария ръста на показателите EBIT и NOPLAT. Разходите за инвестиции следва да бъдат прогнозирани и обосновани, като се отчете и взаимовръзката между инвестициите, свързания с тях риск и ръста на приходите. Допълнително, във връзка с изискването на чл. 10, ал. 2 от Наредба № 41 прогнозните стойности на EBIT и NOPLAT следва да бъдат обосновани и да съответстват на ретроспективните данни най-малко от последните три годишни одитирани финансови отчета на дружеството и последния публикуван финансов отчет преди датата на регистриране на търговото предложение, както и на характеристиките на дружеството по чл. 7, ал. 2 от Наредба № 41.

4.16. Данните за 2014 г., представени в Таблица 10 на стр. 31 от търговото предложение, следва да съответстват на данните, съдържащи се в одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Велде България” АД за 2014 г. Допълнително, стойностите на нетния оборотен капитал (НОК) като процент от продажбите и промяната на НОК в проценти за 2014 г. следва да бъдат преизчислени.

4.17. Таблица 11 на стр. 31-32 следва да се допълни, като изрично се посочи мерната единица на данните, представени в абсолютни стойности.

4.18. Изчисляването на показателя „Промяна НОК (%)”, представен в Таблица 10 на стр. 31 от търговото предложение, следва да бъде пояснено и при необходимост стойностите му, включени в таблицата, следва да бъдат преизчислени.

4.19. Изявлението на стр. 33 от търговото предложение, че в Таблица 12 са представени стойности на собствения и привлечения капитал за целия прогнозируем период следва да се прецизира, доколкото в Таблица 12 са представени съответните стойности за историческия (ретроспективен период) 2010 г. - 30.09.2016 г., а стойностите за прогнозния период (2016 г. – 2022 г.) са представени в Таблица 14.

4.20. Във връзка с определянето на дела на собствения и привлечения капитал за прогнозния период в Таблица 13 на стр. 34-35 са представени стойности на собствения капитал и на лихвоносния дълг в абсолютен размер. По отношение на определянето на размера на собствения капитал в абсолютна стойност в търговото предложение е представено единствено изявление на стр. 33, че прогнозата за собствения капитал се базира на стойността му към края на 2015 г. и планирания размер на нетната оперативна печалба след лихви и данъци за съответния период. Цитираното изявление на стр. 33 следва да се разшири и допълни с подробна информация за начина на изчисляване на абсолютните стойности на собствения капитал за съответните години от прогнозния период, като при необходимост следва да бъдат направени преизчисления на данните, представени в Таблица 13 по отношение на размера на собствения капитал в абсолютна стойност за всеки един от разглежданите сценарии. Допълнително, следва да бъде представена обосновка и начин на изчисляване на лихвоносния дълг в абсолютна стойност за прогнозния период за всеки от сценариите. Размерът на лихвоносния дълг следва да бъде съобразен с допусканията, направени по отношение на инвестициите и тяхното финансиране.

4.21. Данните за финансовите активи и паричните средства за 2015 г., представени в Таблица 13 на стр. 33-35 от търговото предложение, следва да съответстват на данните, съдържащи се в одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Велде България” АД за 2015 г.

4.22. Наименованието на финансовия коефициент ROIC, представен в Таблица 13 на стр. 34-35 от търговото предложение, следва да бъде допълнено със съответното наименование на български език. Допълнително, начинът на изчисляване на този финансов коефициент следва да бъде описан, като в Таблица 13 следва да се включат съответните стойности, използвани за неговото изчисляване. При необходимост следва

да бъдат направени преизчисления на данните, представени в Таблица 13 по отношение на финансовия коефициент ROIC за всеки един от разглежданите сценарии.

4.23. Техническата грешка, допусната на стр. 36 при посочване на кредитния рейтинг на България според Moody's, следва да се коригира, доколкото съгласно актуална информация от интернет страницата на Министерство на финансите, кредитният рейтинг на България, определен от Moody's, е Ваа2, а не Ваа3.

4.24. Доколкото по отношение на рисковата премия, на която се търгуват държавни ценни книжа с рейтинг Ваа2 над тези с рейтинг ААА, към датата на обосновката на цената на една акция на „Велде България” АД на интернет страницата на проф. Асуат Дамодаран е налична актуализирана стойност на тази премия (220 пункта или 2,20%), с цел последователно и коректно прилагане на метода за оценка следва да бъде използвана актуалната стойност.

4.25. Доколкото по отношение на коефициента на волатилност, към датата на обосновката на цената на една акция на „Велде България” АД на интернет страницата на проф. Асуат Дамодаран е налична актуализирана стойност на този коефициент (1,23), с цел последователно и коректно прилагане на метода за оценка следва да бъде използвана актуалната стойност.

4.26. Във връзка с горепосоченото, премията за странови риск за български акции следва да се изчисли отново.

4.27. При направена проверка в посочения в търговото предложение източник на използваната информация е установено, че коефициент бездългова (unlevered) бета за отрасъла „Продукти от хартия / дървесина”, който към датата на оценката е равен на 0,87, се отнася за дружества от Западна Европа. Данните относно стойността на коефициента „бета” (бездългова) за отрасъл „Продукти от хартия / дървесина” следва да се допълнят, като се уточни изрично региона, в който се включват компаниите, за които са използвани статистическите данни за изчисляване на коефициента, както и с обосновка на избора на съответния регион.

4.28. Стойността на съотношението лихвоносни заеми/ общо акционерен капитал, използвано при калкулацията на коригираната за дълг бета за прогнозния период, което на стр. 37 е определено в размер на 60,94%, следва да се коригира в съответствие с описания начин на неговото изчисляване и данните, представени в Таблица 14 от търговото предложение.

4.29. На база на посочените по-горе указания следва да се изчисли отново цената на собствения капитал.

4.30. Във връзка с определянето на цената на привлечения капитал на стр. 38 от търговото предложение е посочено, че за прогнозния период е заложена цена на привлечения капитал от 3,5%, докато в Таблица 16 на стр. 39 цената на привлечения капитал е определена на 3,93%. Констатираното несъответствие следва да бъде отстранено, като при необходимост следва да се коригират и данните относно разходите за лихви и за трите сценария, съдържащи се в Таблица 13 на стр. 34-35.

4.31. На база на посочените по-горе указания следва да се изчисли отново среднопретеглената цена на капитала.

4.32. Информацията, представена в табличен вид на стр. 40-41 от търговото предложение, следва да се допълни и за трите сценария с броя акции на оценяваното дружество.

4.33. В оценката следва да се добави описание на начина на изчисляване на стойността на нетния дълг, представена в Таблица 17 на стр. 40-41 и която се изважда, за да се получи справедливата стойност на собствения капитал на дружеството, като се посочат конкретните използвани стойности от финансовия отчет на дружеството.

4.34. Терминалната стойност, представена в Таблица 17 на стр. 40-41 и за трите сценария, не е приведена към датата на оценката чрез коефициент на дисконтиране, както е посочено във втората формула на стр. 22 от търговото предложение, съответно следва да се коригира.

4.35. Във връзка с дадените указания по прилагането на метода, цената на една акция на „Велде България” АД по метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF) следва да бъде преизчислена.

4.36. Доколкото цената, определена по метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF), се различава значително от цената, определена по метода на нетната балансова стойност на активите, както и от пазарната цена на дружеството, не може да се приеме, че при прилагането на метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF) се получава реалистична стойност на една обикновена акция на дружеството. В тази връзка използваното тегло на метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството следва да се занижи с цел получаване на достоверна оценка на акциите на дружеството.

#### **5. По отношение на метода „Нетна балансова стойност на активите”:**

В Таблица 18 на стр. 42 е посочено, че е представена сумата на дългосрочните задължения в размер на 465 хил. лв., докато всъщност използваната стойност съответства на размера на търговските и други задължения съгласно финансовия отчет на дружеството към 30.09.2016 г. Във връзка с разпоредбата на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41 при изчисляването на стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите стойността на активите по баланса на дружеството следва да бъде намалена със стойността на текущите задължения (в размер на 474 хил. лв. съгласно финансовия отчет на дружеството) и нетекущите задължения по баланса (в размер на 14 395 хил. лв.). В тази връзка следва да бъдат коригирани нетната стойност на активите в хил. лв. и нетната стойност на активите на една акция в лева, представени в Таблица 18. Коригираната стойност на една акция на дружеството, изчислена по метода, следва да бъде отразена на всички относими места в търговото предложение.

#### **6. По отношение на метода „Пазарни множители на дружества – анализи”:**

Предвид обстоятелството, че на стр. 19 от търговото предложение е направена референция към разпоредбата на чл. 17 от Наредба № 41, посоченото наименование на съотношението „цена/ печалба след лихви и данъци” следва да се коригира, като се посочи „цена/ печалба преди лихви и данъци”.

#### **7. По отношение на ликвидационната стойност:**

Предвид обстоятелството, че разходите за ликвидация следва да бъдат разпределени пропорционално между акционерите на „Велде България” АД и неконтролиращото (малцинствено) участие, приложената към търговото предложение ликвидационна оценка следва да бъде коригирана, като разходите за ликвидация се извадят от сбора на нетната ликвидационна стойност на активите и неконтролиращото (малцинствено) участие. В тази връзка ликвидационната стойност на „Велде България” АД следва да бъде коригирана и тази корекция следва да бъде отразена на всички относими места в търговото предложение.

#### **8. По отношение на метода „Цена на затваряне”:**

8.1. Техническата грешка, допусната на стр. 21 от търговото предложение при посочване на броя акции, представляващи 0,01% от общия броя акции на дружеството, следва да бъде коригирана, като се посочи числото 40,4634, а не 40,4635.

8.2. Изявлението в последното изречение от третия абзац на стр. 21, че справедливата цена на акциите е определена чрез приложимите методи съгласно чл. 5, ал. 2 от наредбата, следва да се прецизира, поясни или допълни, доколкото справедливата цена на акциите е определена съгласно разпоредбата на чл. 6, ал. 1 от Наредба № 41.

Въз основа на установеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 9, предложение първо от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) във връзка с чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК,

## **КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

### **РЕШИ:**

**Издава временна забрана за публикуване на търгово предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-1 от 12.01.2017 г., от „Велде” ГМБХ, Австрия за закупуване чрез инвестиционен посредник „Булброкърс” ЕАД на акции от капитала на „Велде България” АД, гр. Троян от останалите акционери на дружеството.**

Решението подлежи на обжалване пред Върховния административен съд на основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН в 14-дневен срок от съобщаването му. Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт.

### **ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**КАРИНА КАРАИВАНОВА**