



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 635 - ТП от 30.08.2021 г.

С писмо, вх. № 15-00-6 от 03.08.2021 г., на основание чл. 149, ал. 1 и ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 636 240 броя акции (33%) от капитала на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, гр. София 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, които е необходимо да се отстранят:

I. По съдържанието на предложението:

Общи бележки:

1. С цел яснота на представената в търговото предложение информация е необходимо всички абривиатури и използвани дефиниции да бъдат изписани с пълните им наименования на относимите места или съответно като част от търговото предложение да бъде предвиден изричен списък, където същите да бъдат пояснени.

2. Доколкото в част от таблиците в търговото предложение не са посочени използваните мерни единици на оповестените данни, в коригираното търгово предложение е необходимо всички таблици да съдържат посочване на използваните мерни единици на заложените финансови и нефинансови показатели.

1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) - Данни за предложителя:

1.1. Необходимо е да се посочат телефон, електронен адрес (e-mail) и електронна страница на търговия предложител, или съответно да се направи подходящо изявление в търговото предложение, в случай че търговият предложител няма такива, включително по какъв начин ще може да бъде осъществен контакт с „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В.

1.2. Следва да се посочи качеството на лицата, управляващи „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В, доколкото информация в този смисъл не е представена в съдържанието на търговото предложение.

1.3. На стр. 4 от търговото предложение е посочено, че няма други лица, освен изброените в предложението, които да притежават повече от 10% от капитала на „Еврохолд България“ АД. Доколкото на оповестяване подлежат лицата, които пряко или чрез свързани лица притежават повече от 5 на сто от гласовете в общото събрание на предложителя или могат да го контролират, е необходимо да се оповести информацията относно лицата, които притежават повече от 5% от капитала на „Еврохолд България“ АД.

1.4. С цел пълнота и на основание чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“, подбуква „вв“ от Наредба № 13, в информацията по т. I. „Данни за търговия предложител“ от търговото предложение следва да се представят данни за размера на капитала на дружествата – непреки акционери в търговия предложител, както и за броя акции или дялове и права на глас в общите събрания, които притежава конкретното лице (физически и юридически лица) в съответното дружество - непрек акционер в търговия предложител, доколкото е оповестено само процентното изражение на дяловото участие на лицата - акционери.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 3 от Наредба № 13 - Данни за дружеството - обект на търгово предложение:

В информацията по т. III „Данни за дружеството – обект на търговото предложение“ и на другите относими места от търговото предложение, изявлението относно заявените за вписване в търговския регистър промени в състава на надзорния орган на дружеството – обект на търговото предложение, следва да се редактира, доколкото към 04.08.2021 г. промените в състава на Надзорния съвет (НС) на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД – включването на Асен Христов като член на НС на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, са вписани по партидата на дружеството в търговския регистър.

3. 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:

С цел удостоверяване на платената от търговия предложител цена за придобиване на мажоритарния пакет акции на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, следва да бъде представено надлежно заверено копие от сключения договор между „Еврохолд България“ АД (купувач) от една страна и „ЧЕЗ“ А.С. и „ЧЕЗ Българийн Инвестмънтс“ Б.В. (продавачи) от друга страна за покупка на активите на ЧЕЗ в България или друг договор, в случай че има такъв, който има отношение към цената по сделката. В случай че към договорите в последствие има сключвани анекси, техни копия също следва да бъдат представени в КФН. Също така, следва да бъде представено копие от пазарна оценка на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, която има отношение към формиране на стойността на акциите на дружеството и впоследствие на заплатената цена от търговия предложител. От представените в КФН документи следва по категоричен начин да се удостоверява посочената в търговото предложение най-висока цена за една акция на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, заплатена от търговия предложител, от свързани с него лица и лица по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение. Обръщам Ви внимание, че посочената цена следва да отчита и погасените заеми към продавачите по сделката, предоставени на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД (в случай че е договорено погасяване на такива заеми), включително и дължимите лихви. Доколкото горепосочените документи са необходими за произнасяне на КФН по административното производство, тъй като предложената цена по търговото предложение следва да е съобразена с чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, то същите документи следва да бъдат представени в цялост, без да бъдат заличавани части от тях. В тази връзка следва да се има предвид, че съгласно чл. 24, ал. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор информацията, която КФН създава и получава за целите на финансовия надзор или във връзка с него, е професионална тайна и не се разкрива публично.

4. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 8 от ЗППЦК - Информация относно условията на финансиране на придобиването на

акциите, включително дали предложителят ще ползва собствени или заемни средства:

Към коригираното търгово предложение следва да се представят копия от документи, съответно преведени на български език, доказващи, че търговият предложител разполага с необходимия размер средства за придобиване на пакета акции (636 240 броя акции), който не притежава и иска да придобие, на предлаганата цена за акция, доколкото към търговото предложение е представен банков документ за налични средства по сметка на предложителя в размер на 12 201 832.58 евро (левовата равностойност на която, по фиксирания курс от 1,95583 лв. за едно евро, възлиза на 23 864 710.21 лв.), която сума не е достатъчна за придобиването на целия пакет акции, който търговият предложител възнамерява да закупи на предложената в търговото предложение цена за акция. С оглед на горното, доказателствата (банково удостоверение, банкова референция, включително и копие на договор за банкова гаранция или друг документ), издадени от банка (кредитна институция), следва да съдържат неотменим ангажимент на съответната банка (кредитна институция) да осигури финансиране на търговия предложител за пълния размер на необходимата сума за заплащане на посочената в коригираното търгово предложение цена на акционерите, приели търговото предложение за закупуване на акциите на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД. Съответните банкови документи следва да съответстват на изискването на чл. 24, ал. 3, т. 3, предложение второ от Наредба № 13 и да са издадени към датата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение.

5. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 9 от ЗППЦК - Данни относно намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение:

5.1. Информацията относно намеренията на търговия предложител за прехвърляне на контрол на трети лица, за промени в размера на капитала или за промени в политиката при разпределяне на дивиденди, следва да се представи по отношение и на двете дружества – търговият предложител и дружеството – обект на търговото предложение, доколкото от посоченото в търговото предложение не може да се установи еднозначно дружеството, за което се отнася информацията. При оповестяване на информацията следва да се има предвид изложеното в т. VIII „Условия за финансиране на придобиването на акциите“, във връзка с предоставянето на неусвоена част от кредитна линия по договор за заемни средства на „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани П“ Б.В, които ще бъдат предоставени на търговия предложител под формата на увеличаване на капитала, в случай на одобряване на настоящото търгово предложение.

5.2. Съгласно изискванията на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „в“ от Наредба № 13 следва да се представи изрична информация за финансовата стратегия на търговия предложител „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., за период от 3 години след сключване на сделката. Информацията е необходима доколкото в текста на т. IX от търговото предложение е дадена информация за стратегията за търговия предложител като цяло, без да е налице информация за финансовата му стратегия, каквото е изискването на цитираната по-горе разпоредба на Наредба № 13.

5.3. В информацията по т. „Описание на ключовите моменти на стратегическия план“, допуснатата грешка при посочване на управителния орган на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, следва да се коригира, като се има предвид, че дружеството има двустепенна система на управление.

5.4. Информацията по т. „Необходими ресурси за реализация (персонал, технология, финанси и тяхното осигуряване)“ следва да се редактира по начин, от който да е ясно, че в дружеството - търгов предложител няма назначени служители.

5.5. На стр. 40 от текста на търговото предложение в рамките на изложението на стратегическия план е посочено, че са предвидени инвестиции в нови системи за управление и автоматизация на електропреносната мрежа на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, а същевременно на стр. 44 от същия документ и в рамките на същото изложение е посочено, че търговият предложител не предвижда извършване на съществени инвестиции от „ЧЕЗ Разпределение България“ АД в обозримо бъдеще. С оглед на установеното следва да се направят съответни промени в информацията, като се посочат действителните намерения за нови инвестиции от „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, включително и като се вземе предвид направената бележка относно инвестициите по отношение на прилагането на метода на дисконтираните нетни парични потоци от обосновката на цената.

6. По чл. 24, ал. 1, т. 10 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 10 от ЗППЦК - Предвиденият ред за приемане на предложението и начина за плащане на цената:

Следва да се коригира изявлението на стр. 47, абзац 5 от търговото предложение, доколкото в информацията относно съхраняването на средствата на приели предложението акционери, които не са ги потърсили в определен срок, некоректно е посочен срок от 7 дни, а не 7 работни дни.

7. По чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13 – Информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя:

С цел пълнота на информацията, изложена в търговото предложение, е необходимо да се посочи предвиденият в чл. 155, ал. 3, изречение второ от ЗППЦК срок, в който инвестиционният посредник и „Централен депозитар” АД осигуряват условия за връщането на депозираните удостоверителни документи за акциите на приелите търговото предложение акционери.

8. По чл. 24, ал. 1, т. 17 от Наредба № 13 - Други обстоятелства или документи, които по преценка на предложителите имат съществено значение за осъществяването на търговото предложение:

Необходимо е направеното изявление в т. XVII от търговото предложение, че търговият предложител счита, че не съществуват други данни или документи, които имат съществено значение за осъществяване на търговото предлагане, да се коригира, доколкото Наредба № 13 не въвежда изискване за същественост.

9. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК – Обосновка на предлаганата цена:

9.1. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, като датата на оценката и датата на регистрацията на търговото предложение не следва да се коригират.

9.2. Съгласно изискването на чл. 21, ал. 1, т. 4 от Наредба 41 от 11.06.2008 г. 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), резюмето на данните от оценката по чл. 20, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41 следва да включва информацията относно балансовата стойност на неоперативните активи на оценяваното дружество към датата на последния публикуван финансов отчет. Доколкото такава информация не е разкрита в съдържанието на търговото предложение, същата следва да бъде надлежно оповестена. В случай че дружеството има неоперативни активи, следва да бъде приложена разпоредбата на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41, съответно към стойността, получена при прилагане на метода

„Дисконтирани парични потоци“ да бъде добавена стойността на неоперативните активи.

9.3. За целите на коректното определяне на 6-месечния период преди датата на обосновката не следва да бъде вземана предвид самата дата на обосновката – 28.07.2021 г., което налага да бъдат прецизирани данните в таблицата и в текстовото разглеждане на стр. 8-9 от търговото предложение, използвани при определянето дали акциите на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД отговарят на изискванията на § 1, т. 1 от допълнителните разпоредби на Наредба № 41 за акции, търгувани активно.

9.4. С оглед изискването на чл. 21, ал. 1, т. 7 от Наредба № 41, следва да бъде направено изрично изявление дали през последните 12 месеца преди датата на обосновката – 28.07.2021 г. е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител, съответно при наличие на такава следва да бъде разкрита информацията относно тази оценка, съдържаща данни за определената цена, цел на оценката, дата на оценката, място, където заинтересованите лица могат да се запознаят с тази оценка. В случай че такава оценка е била извършена, в КФН следва да бъде представено копие на този експертен доклад.

9.5. На стр. 11 от търговото предложение е посочено, че „ЧЕЗ Разпределение България“ АД притежава лицензия, издадена от Държавната комисия за енергийно и водно регулиране (ДКЕВР) за срок от 35 год., а на стр. 39 от същия документ е посочено, че този срок е 30 год. С оглед на това, следва да се представи коректна информация за периода на лицензията на дружеството.

9.6. На стр. 16 от търговото предложение неправилно е посочено, че *„Дружеството е част от голям енергиен конгломерат, чийто мажоритарен собственик е Република Чехия“*. Доколкото посоченото изявление не е актуално към датата на регистрация на търговото предложение, цитираният текст следва да бъде редактиран.

9.7. В таблицата на стр. 15 от търговото предложение са представени некоректни стойности по статия *„Нетна печалба“*, които не съответстват на посоченото във финансовите отчети на дружеството за съответните периоди. Вместо статия *„Печалба за годината“* от одитираните финансови отчети са посочени стойности от статия *„Общо всеобхватен доход за годината, нетно от данъци“*. Посочената неточност следва да бъде отстранена.

9.8. Текстовото разглеждане на източниците на информация в търговото предложение (стр. 37-38), използвани при обосновката на цената, следва да бъде допълнено с посочване на базата данни на ICIS (Independent Commodity Intelligence Services) и Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК), както и прогнози на The Economist Intelligence Unit, доколкото тези данни са използвани за определяне на различните показатели при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“.

По отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци“

9.9. С оглед изискванията на чл. 7 от Наредба № 41, в обосновката на метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде посочено, че „ЧЕЗ Разпределение България“ АД не е разпределяло дивидент през последните 3 финансови години, съответно не отговаря на условието, разписано в чл. 8, ал. 3, т. 3 на Наредба № 41 за прилагане на модела на дисконтираните дивиденди (DDM). Обосновка на направените допускания следва да бъде представена и по отношение на неприложимостта на модела на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) при определяне на стойността на акциите на дружеството съгласно метода „Дисконтирани парични потоци“.

9.10. Доколкото на стр. 19 и в таблицата на стр. 37 от търговото предложение като приложен модел на метода на дисконтираните парични потоци е посочен този на

собствения капитал (FCFE), а видно от обосновката на цената в действителност е използван моделът на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF), на посочените места от текста на предложението следва да се направят нужните корекции.

9.11. Необходимо е да бъде прецизирано направеното изявление под формулата на стр. 20 от търговото предложение, доколкото от изложената в обосновката информация е видно, че прогнозните данни за нетните парични потоци обхващат период от 6 години.

9.12. Необходимо е да бъде посочен източникът на информацията, въз основа която са направени допусканията за определянето на безрисковата норма на възвращаемост (R_f), включително да бъде посочен електронен адрес в интернет, на който е осигурен достъп до конкретно използваните данни. Допълнително следва да бъде направена обосновка относно причините, поради които за определяне на безрисковата норма на възвращаемост е използвана доходността на български ДЦК, включително в обосновката следва да се вземе предвид обстоятелството, че държавният дълг на развиващи се страни, каквато е Република България, не носи най-високия инвестиционен рейтинг.

9.13. С оглед на необходимостта акционерите на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД лесно да могат да проверят съответните данни и информация, съгласно изискванията на чл. 7 от Наредба № 41 следва да бъде представена подробна информация относно използваните месечни данни и метода на изчисляване на стойността на пазарната рискова премия (ERP), включително да бъде посочен електронен адрес в интернет, на който е осигурен достъп до конкретно използваните данни от изследванията на проф. А. Дамодаран. Също така, следва да бъде уточнено кой точно показател е използван за определяне на ERP, съответно да бъде представена аргументирана обосновка за направения избор. Допълнително следва да се има предвид, че в таблицата на стр. 31 в първата колона е посочено пазарна рискова премия (ERP), а в третата колона е посочено „*Рискова премия за българския капиталов пазар*“, което по същество представлява премия за странови риск, като по този начин се създава неяснота относно естеството на посочената стойност от 6,27%. Следва да се има предвид, че доколкото за определяне на безрисковата норма на възвращаемост (R_f) е взета доходността на български ДЦК, в които вече е интегрирана премията за странови риск, не би следвало отново да се добавя премия за странови риск.

9.14. На стр. 17 от търговото предложение е посочено, че „*Характерът на дейността на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД и монополното положение на Дружеството на пазара за обществено снабдяване и търговия с електроенергия в Западна България не предполагат съществено влияние на потенциални промени в макросредата върху оперативната дейност и финансовото състояние на Дружеството*“. Предвид горепосоченото, използването на премия за размер на дружеството (3,16%) е необосновано и следва да отпадне при определяне на цената на финансиране със собствен капитал.

9.15. Доколкото в търговото предложение не е представена обосновка на направените допускания за определяне на съотношението дълг/собствен капитал (определено в размер на 24%), следва да бъде представена подробна информация относно начина на изчисляване на дела на собствения капитал, съответно на дела на привлечения капитал като изрично следва да бъде уточнено дали при изчислението на относителните дялове на дълга и собствения капитал в капиталовата структура за целите на определянето на среднопретеглената цена на капитала са използвани балансовите или пазарни стойности на тези показатели, съответно към коя дата. С оглед на разпоредбата на чл. 12, ал. 4 от Наредба № 41, в случай че са използвани балансовите стойности, следва да бъде представена необходимата обосновка на направения избор. При необходимост стойността на съотношението дълг/собствен

капитал следва да бъде коригирана на база капиталовата структура на дружеството и съответно да бъдат направени съответните преизчисления по метода.

9.16. При заместване в посочената формула на стр. 31 за изчисляване на „бета с дълг“ на данните, представени във втората таблица на същата страница от търговото предложение се формира стойност на „бета с дълг“ в размер на 0,69, а не както е посочено в таблицата – 0,70. Предвид горепосоченото направените изчисления за определяне на коефициента „бета с дълг“ следва да бъдат преразгледани.

9.17. За целите на изчисляване на цената на финансиране със собствен капитал е използвана средна аритметична стойност на коефициента „бета без дълг“ на четири чуждестранни дружества, осъществяващи дейност в енергийния сектор на Русия и Южна Америка. Доколкото тези дружества не могат да бъдат приети за сравними по ключови показатели с оценяваното дружество, коефициентът „бета без дълг“ следва да бъде определен и обоснован по друг подходящ начин. Следва да се има предвид, че общоприета практика за определяне на стойността на коефициента „бета без дълг“ е въз основа на данните на проф. А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк. При определяне на коефициента „бета без дълг“ следва да бъде представена информация и обосновка по отношение на данните за пазара и периода, спрямо които е определен коефициентът на оценяваното дружество.

9.18. Съобразно изискванията на чл. 4 и чл. 7 от Наредба № 41 следва да бъде представена подробна обосновка на направените допускания и използваните стойности за определяне на цената на финансиране с привлечен капитал, съответно е необходимо да бъде пояснен начинът на формиране на заложената стойност от 1,65% на цената на дълга. Получената стойност 1,65% не следва да бъде закръглявана в таблицата, където е посочено 1,7%.

9.19. В първата таблица на стр. 32 погрешно е посочен данък общ доход в размер на 19%, с оглед на което същият следва да се коригира с действащия в размер на 10%.

9.20. Следва да бъдат прецизирани посочванията „*среднопретеглена цена на капитала*“ в таблицата на стр. 31, доколкото получената стойност от 9,1% представлява цена на финансиране със собствен капитал.

9.21. Необходимо е на стр. 32 от търговото предложение да бъде посочена формулата, съгласно която е изчислена среднопретеглената цена на капитала (WACC), с която са дисконтирани нетните парични потоци на дружеството.

9.22. Следва да бъде изяснена връзката между „*Необходими приходи*“, посочени в таблицата на стр. 23 от търговото предложение (изчислени като произведение на регулаторната база на активите и нормата на възвращаемост) и „*Необходими приходи*“, посочени във втората таблица на стр. 26 от търговото предложение (получена като частно на средното разпределено електричество и изчислената тарифа).

9.23. Следва да бъде направено пояснение как е формирана статия „*Приходи от дистрибуция на електроенергия*“ в третата таблица на стр. 26 от търговото предложение, включително връзката на тези приходи с „*Необходими приходи*“. Необходимо е да бъде представена подробна обосновка на направените допускания по отношение на приходите на дружеството.

9.24. Възприетият подход първата таблица на стр. 27 от търговото предложение да съдържа две статии „*Технологични загуби*“, в които се посочват различни стойности е некоректен, доколкото представена по този начин информацията е неясна. Посоченото налага необходимост от допълнителни уточнения по отношение на естеството на заложените стойности по тези статии.

9.25. При извършени изчисления съобразно посочената формула на стр. 24 и представените данни (разпределено електричество и процент одобрени загуби) в таблицата на същата страница от търговото предложение не се получава посочената стойност от 755 млн. лв. по статия „*Технологични загуби и дисбаланси (млн. лева)*“ за прогнозната 2021 г. С оглед посоченото следва да се направят необходимите корекции.

9.26. Заложеното в първата таблица на стр. 27 от търговото предложение значително нарастване по статия „*Такси за пренос и достъп*“ през прогнозния период спрямо историческия (напр. 2020 г. – 5 млн. лв.; 2021 г. – 9 млн. лв.) следва да бъде съобразено с историческите нива или съответно да бъде представена подробна обосновка на направените допускания.

9.27. Следва да бъде направено аргументирано пояснение относно връзката между одобрените от КЕВР оперативни разходи в таблицата на стр. 25 и статия „*оперативни разходи*“ във втората таблица на стр. 27 от търговото предложение, включително като бъде съобразено посоченото, че 95% от оперативните разходи за 2023 г. се признават от КЕВР. Следва да се има предвид, че видно от заложените прогнозни данни на стр. 25 и стр. 27 от търговото предложение оперативните разходи, спрямо одобрените оперативни разходи през всяка прогнозна година, нарастват между 11,5% и 17,3%. Прогнозните оперативни разходи следва да бъдат съобразени и обосновани на база нивата на одобрените оперативни разходи в историческия период спрямо реално отчетените оперативни разходи.

9.28. Следва да бъдат прецизирани данните в таблицата на стр. 28 от търговото предложение по отношение на стойността на оборотния капитал на дружеството за 2022 г., доколкото при заложените стойности на материални запаси, вземания и задължения за посочената година не се формира стойност на оборотния капитал от 23 млн. лв. Включително да се уточни защо в третата таблица на стр. 28 за прогнозната 2022 г. вземанията са в размер на 39 млн. лв., а в таблицата със заглавие „*Баланс*“ на стр. 29 за прогнозната 2022 г. вземанията са заложиени в размер на 59 млн. лв. При необходимост следва да бъде представена допълнителна обосновка, както и да бъдат направени съответните преизчисления в прогнозата за нетните парични потоци.

9.29. На стр. 44 от търговото предложение е посочено, че към датата на регистриране на търговото предложение търговият предложител не предвижда извършването на съществени инвестиции от дружеството, обект на търговото предложение в обозримо бъдеще. Независимо от горепосоченото в таблицата на стр. 32-33 от търговото предложение в прогнозата на нетните парични потоци са включени капиталови разходи в значителен размер. Посоченото налага необходимост от допълнителни корекции в прогнозата или съответно обосновка на направените допускания за включване на капиталови разходи.

9.30. Посочените исторически стойности на разходите за амортизации в търговото предложение не съответстват на оповестените в одитираните консолидирани ГФО на дружеството за съответните периоди. Необходимо е посочените исторически стойности на амортизациите в търговото предложение да бъдат приведени в съответствие с данните от консолидирани ГФО на дружеството, доколкото историческите стойности на амортизациите имат пряко отражение върху прогнозните амортизации. При необходимост следва да бъде представена допълнителна обосновка по отношение на разходите за амортизации на дружеството.

9.31. Доколкото не е представена обосновка на направените допускания за залагане на стойности за данъци в прогнозата за нетните парични потоци, следва да бъде представена кратка информация относно данъците, включени в прогнозата с отчитане на актуалната към момента данъчна ставка съгласно чл. 175 от Закона за корпоративното подоходно облагане (ЗКПО), която е в размер на 10%.

9.32. Следва да бъде посочена формулата, съгласно която е определена терминалната стойност на дружеството, съобразно посоченото в Приложение № 2 към Наредба № 41.

9.33. На базата на нетния паричен поток в последната прогнозна година (2026 г.), нормата на дисконтиране (7,7%) и растежа в следпрогнозния период (1,5%), неправилно е определена терминалната стойност на дружеството (328 млн. лв.). При правилно изчисляване на терминалната стойност, цената на акция по метода

„Дисконтирани парични потоци“ приема по-висока стойност от изчислената в търговото предложение. Последната колона в таблицата на стр. 32-33, озаглавена „Терминална стойност“ е излишна и заложените данни в нея не следва да бъдат използвани за определяне на терминалната стойност на дружеството.

9.34. Заложеният темп на нарастване на нетните парични потоци от 1,5% в терминалния период е нереално занижен. На стр. 30 от търговото предложение е посочено, че заложеният дългосрочен темп на растеж „се основава на индустриалните стандарти и предполага, че завинаги компанията ще расте с ръста на БВП на развита държава“. Съгласно академичните разработки (например на проф. А. Дамодаран от Университета в Ню Йорк) и наложилата се практика, заложеният ръст на паричните потоци в терминалния период се съпоставя с прогнозния ръст на икономиката в дългосрочен план. Това е особено относимо за оценяваното дружество, защото изменението на брутният вътрешен продукт (БВП) в страната пряко се отразява на дейността на компанията (потреблението на електроенергия от бизнеса и населението). За Европейския съюз като цяло темповете на растеж са около 2% годишно. Предвид процеса на конвергенция България, която е развиващ се пазар, би следвало да има по-висок очакван ръст на икономиката спрямо средноевропейските нива. На стр. 242 от Интегрирания план в областта на енергетиката и климата на Република България 2021-2030 (ИПОЕК) са представени прогнозни данни за БВП на България, съгласно които се очаква БВП на страната за периода 2026 г. – 2040 г. да нараства с около 2,4% годишно. Също така, видно от данните на стр. 242 от ИПОЕК за периода 2026 – 2040 г., средногодишният ръст на произвежданата електроенергия в страната, която ще бъде пренасяна по електропреносната мрежа се очаква да бъде около 3,7%. В тази връзка следва заложената стойност на дългосрочния ръст в следпрогнозния период да бъде завишена и надлежно обоснована.

9.35. С оглед разпоредбата на чл. 7 от Наредба № 41 следва да бъде представена необходимата обосновка на заложените стойности в таблицата на стр. 33 от търговото предложение по отношение на нетната стойност на дълга, както и начина на изчисляване на стойността на нетния дълг (разликата между общите пасиви и нелихвоносните задължения и паричните средства), както и конкретните стойности, които участват при неговото определяне.

9.36. Установено е несъответствие между представените исторически и прогнозни стойности на статия „ЕБИТДА“ (оперативна печалба преди лихви, данъци и амортизации) в таблиците на стр. 29 и на стр. 32 от търговото предложение. Разликата в посочените стойности следва да бъде коректно отстранена и при необходимост следва да бъдат направени съответните преизчисления по метода.

9.37. Следва да бъде пояснено или премахнато посоченото в таблицата на стр. 33 от търговото предложение „Преобразуване в средата на годината – Да“, още повече доколкото на стр. 41 от търговото предложение е посочено, че „Търговията предложител не предвижда и няма намерения за преобразуване или прекратяване на дружествата“.

9.38. С цел яснота по отношение начина на формиране на заложените стойности на оперативната печалба преди лихви, данъци и амортизации (ЕБИТДА) в прогнозата на нетните парични потоци, е необходимо в таблицата на стр. 32-33 от търговото предложение да бъде предвиден ред „Разходи“, съответно прогнозните стойности на разходите да бъдат отразени в таблицата.

9.39. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „ЧЕЗ Разпределение“ АД по метода на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

По отношение прилагането на метода „Нетна стойност на активите”

9.40. С оглед изискването на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41, по т. V.5. от търговото предложение (стр. 35-36) следва да бъде направено изрично изявление дали по отношение на оценяваното дружество има инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - анализи”:

9.41. По отношение прилагането на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ са констатирани следните съществени пропуски:

– в обосновката на метода не е представена таблична информация за стойностите на ключовите показатели на оценяваното дружество за последните 12 месеца (01.07.2020 г. – 30.06.2021 г.), така както е подходено за четирите чуждестранни дружества анализи. Посоченото възпрепятства извършването на обективен финансов анализ на база ясни критерии за определяне на съпоставимостта на дружествата-анализи с оценяваното дружество;

– при така заложените данни в първата таблица на стр. 35 от търговото предложение, коректната средно-аритметична стойност на множителя „Пазарна цена/Нетна печалба“ (P/E) е в размер на 10,753, а не както е посочено във втората таблица на стр. 35 от търговото предложение – 10,9;

– при така заложените данни във втората таблица на стр. 35 от търговото предложение цената на една акция по метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ би следвало да бъде на по-висока стойност от изчислената;

– доколкото ключовите финансови показатели за избраните дружества-анализи, представени в таблицата на стр. 35 от търговото предложение са за последните 12 месеца (01.07.2020 г. – 30.06.2021 г.), неправилно във втората таблица е използвана стойността на нетната печалба на оценяваното дружество за 2020 г.;

– в нарушение на разпоредбата на чл. 7 от Наредба № 41 не е представена необходимата обосновка на направените допускания за избора на съотношението „Пазарна цена/Нетна печалба“ (P/E) и съответно липсва обосновка за неприлагането на други пазарни коефициенти, най-малко от които следва да се обоснове неприлагането на съотношенията „пазарна цена/собствен капитал“ и „пазарна цена/приходи от продажби“.

9.42. Съгласно разпоредбата на чл. 16, ал. 4 от Наредба № 41 за анализи при прилагането на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ следва да бъдат използвани такива дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество при съобразяването им със степента на сходство с оценяваното дружество. Изборът на конкретни дружества, използвани за анализи на оценяваното, следва да бъде направен на база ясни и обективни критерии и сравнителен финансов анализ. Избраните дружества за анализи подлежат на държавни регулации, различни от прилаганите в България, като са налице и съществени различия в техните рискови характеристики и перспективи спрямо оценяваното дружество, доколкото същите осъществяват дейността си на чуждестранни пазари. Също така, използваните за анализи чуждестранни дружества са значително по-големи по отношение на пазарна капитализация в сравнение с тази на оценяваното дружество (това е оповестено и на стр. 30 от търговото предложение). Предвид посоченото обосновано може да се допусне, че тези дружества не могат да бъдат използвани като дружества-анализи за целите на коректното прилагане на метода. Доколкото не могат да бъдат установени подходящи дружества-анализи със сходни мащаби и финансови показатели и чиито акции се търгуват на регулиран пазар, следва методът да отпадне при определянето на справедливата цена на акция на дружеството по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, като бъде обоснована неговата неприложимост.

По отношение на ликвидационната стойност:

9.43. По настоящото производство е налице следният случай по чл. 6, ал. 3, т. 2 от Наредба № 41: *не по-малко от 30 на сто от активите на дружеството се формират от имоти и съоръжения, които съгласно счетоводната политика на дружеството са представени във финансовия отчет по модела на цена на придобиване и не са преоценявани към последния годишен одитиран финансов отчет.* Над 44% от активите на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД на база неодитиран междинен консолидиран финансов отчет към 31.03.2021 г. се формират от имоти и съоръжения, които не са преоценявани към датата на последния годишен одитиран финансов отчет.

По настоящото производство е налице и обстоятелството по чл. 6, ал. 3, т. 6 от Наредба № 41: *стойностите на акциите на дружеството, обект на оценката, получени съгласно приложените оценъчни методи, се различават една от друга повече от 1,5 пъти.* От данните в обосновката е видно, че цената на акция, изчислена по метода „Нетна стойност на активите“ надвишава 1,74 пъти цената на акция, изчислена по метода „Дисконтирани парични потоци“ и надвишава 1,58 пъти цената на акция, получена по метода „Пазарни множители на дружества-аналози“.

Следователно са налице обстоятелства, съгласно които може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предложител цена за една акция на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД.

Предвид гореизложеното, на основание чл. 6, ал. 3, т. 2 и т. 6 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение следва да бъде изготвена и представена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност.

По отношение на обосновката на теглата на използваните методи

9.44. Заложените тегла на приложените оценъчни методи „Дисконтирани парични потоци“ и „Нетна стойност на активите“ за определяне на справедливата цена на акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, следва да бъдат преразгледани и обосновано определени, предвид дадените указания за изключване на метода „Пазарни множители на дружества-аналози“.

9.45. На стр. 37 от търговото предложение, в обосновката на теглата по приложените оценъчни методи, е направено изявление, че „ЧЕЗ Разпределение България“ АД трябва да има по счетоводни документи около 20 млн. лв., за да може бизнесът да функционира безпроблемно, като тези средства не могат да бъдат разпределяни на акционерите под формата на дивидент. С цел яснота на представената информация следва да бъдат разгледани конкретните регулаторни изисквания и разпоредби, които налагат дружеството да поддържа посочената минимална стойност на парични средства. Допълнително е необходимо подробно да бъдат разгледани причините, поради които оценяваното дружество поддържа парични средства в безсрочни депозити на значително по-висока стойност (по консолидиран счетоводен баланс към 31.03.2021 г. – над 55 млн. лв.) от посочения в търговото предложение минимум за покриване на изискванията.

9.46. Справедливата цена на една акция на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД следва да бъде преизчислена предвид необходимостта от изключване на метода „Пазарни множители на дружества-аналози“, както и предвид дадените указания за преизчисляване на цената по метода „Дисконтирани парични потоци“.

II. По приложените към търговото предложение документи:

По чл. 24, ал. 3, т. 4 от Наредба № 13 - Образци на заявление за приемане на търговото предложение и на заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение:

В заявлението за приемане на търговото предложение следва да се посочи изрично единичната цена за една акция, предложена от търговия предложител „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В., на която ще бъдат закупувани акциите от останалите акционери на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД.

Въз основа на установеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) във връзка с чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

Р Е Ш И:

Издава временна забрана за публикуване на внесеното с писмо, вх. № 15-00-6 от 03.08.2021 г., търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани” Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез ИП „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 636 240 броя акции (33%) от капитала на „ЧЕЗ Разпределение България“ АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

На основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН решението може да бъде обжалвано пред Административен съд – София област в 14 – дневен срок от съобщаването му.

Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт. При обжалване чл. 166 от Административнопроцесуалния кодекс не се прилага.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

БОЙКО АТАНАСОВ