

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 876 – ТП

от 22 декември 2016 г.

С писмо, вх. № 15-00-7 от 28.11.2016 г., на основание чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6, предложение второ във връзка с ал. 1 и ал. 2, т. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено за одобрение търгово предложение от Олег Прокопиев (търгов предложител) за закупуване чрез инвестиционен посредник „Първа финансова брокерска къща” ООД на 96 607 бр. акции от капитала на „ЕкоИнвест Холдинг” АД, гр. Козлодуй 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:

1. По чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а” от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13), съответно - по чл. 150, ал. 2, т. 2, 3 и 6 от ЗППЦК - данни за притежаваните от предложителя акции с право на глас в дружеството - обект на търгово предложение:

На основание чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а” от Наредба № 13 - следва да се представи информация за датата на придобиване, съответно – на увеличаване на размера на участие в общото събрание на дружеството – обект на търгово предложение от страна на търговия предложител.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 7 от Наредба № 13, съответно - по чл. 150, ал. 2, т. 7 от ЗППЦК - срок за приемане на предложението:

2.1. Следва да се коригира техническа грешка, допусната по т. 7 на стр. 55 от търговото предложение, относно точката, в която е отбелязана информация за ежедневниците, в които ще бъде публикувано предложението (доколкото коректната препратка е към т. 15, а не т. 14, както е отбелязано).

2.2. В допълнение, доколкото в съдържанието на търговото предложение е отбелязано, че един от избраните два ежедневника, в които ще бъде публикувано предложението, е вестник „Земя” – следва да се представи информация дали изданието отговоря на изискванията, установени в легалната дефиниция за централен ежедневник съгласно § 1, т. 23 от допълнителните разпоредби на ЗППЦК.

3. По чл. 24, ал. 1, т. 11 т. 12 от Наредба № 13 - информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя и посочване, че приемането на търговото предложение може да бъде оттеглено от акционер, който е приел предложението, до изтичането на срока за приемането му, както и реда, по който се оттегля предложението:

Следва да се коригират допуснати технически грешки, а именно: в заглавието на т. 11 на стр. 62 от търговото предложение, доколкото неточно е отбелязано „предложителите”, и в съдържанието на т. 12 (стр. 63), при отбелязване на препратката относно реда за осъществяване на кореспонденция между съответния

инвестиционен посредник и „Първа финансова брокерска къща” ООД, където некоректно е посочено т. 9.1.

4. По обосновката на предлаганата цена - по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:

4.1. В т. 5.2.1.5 „Силни и слаби страни и сравнение с конкурентите” (стр. 17) следва да се разгледат силните и слаби страни на „Екоинвест Холдинг” АД, съобразно изискваният на чл. 7, ал. 2, т. 1, б. „в” от Наредба № 41 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).

4.2. По отношение прилагането на модела „Дисконтирани парични потоци”:

4.2.2. На стр. 26 е посочено, че „Моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) е най-подходящ за оценката на „ЕкоИнвест Холдинг” АД, тъй като FCFE се използва в случаи, когато компанията не изплаща дивиденди, има стабилна капиталова структура...”. Независимо от цитирания текст, в търговото предложение е приложен модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), предвид което посоченото противоречие следва да бъде отстранено.

4.2.3. Предвид мащабната инвестиционна програма, осъществявана от дъщерното дружество „Яйца и птици” АД, гр. Мизия (която е свързана и с успешно увеличение капитала на „Екоинвест Холдинг” АД, вписано с Решение № 808-Е/01.12.2016 г. на КФН), очакваният ефект от която е оповестен в проспекта на „Екоинвест Холдинг” АД, в търговото предложение следва да бъдат коригирани заложените необосновано ниски прогнозни приходи от продажби, както и несъответстващия на това марж на печалбата (определен на база ретроспективните данни).

4.2.4. Заложени са прогнозни разходи за заплати и осигуровки, определени като процент от прогнозните приходи от продажби. Икономически не е обосновано разходите за възнаграждения да бъдат прогнозиращи като процент от приходите от продажби, тъй като не са променлив разход и увеличението на приходите не би довело до пропорционално изменение на разходите за възнаграждения. Възможно е нарастването на приходите да е съпроводено с увеличаване на разходите за възнаграждения, но е обосновано това да бъде със значително по-малък размер спрямо нарастването на приходите.

4.2.5. Неправилно при определяне на прогнозните нетни парични потоци на „Екоинвест Холдинг” АД, участват „Финансови разходи”. Съгласно теоретичната постановка на модела, както и §1, т. 7 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, при прилагане модела на „Паричните потоци на дружеството” не следва да се вземат предвид паричните потоци, свързани с получаването на заеми и плащането на лихви по тях.

4.2.6. Неправилно при определяне на прогнозните нетни парични потоци на „Екоинвест Холдинг” АД в размера на облагаемата печалба не участват разходите за амортизации – във формираната прогнозна облагаемата печалба от нетните приходи от продажби не са извадени разходите за амортизации.

4.2.7. Неправилно прогнозните разходи за амортизации са определени като процент от нетните приходи от продажби. Съгласно счетоводната политика на „Екоинвест Холдинг” АД, както и съобразно счетоводните стандарти амортизациите се начисляват на база отчетната стойност на амортизируемите активи, възприетия метод на амортизация (в случая линейния метод) и приетите амортизационни норми. При определяне размера на прогнозната годишна амортизация следва да се отчете

стойността освен на наличните амортизируеми активи, но и на предвидените новопридобити такива (особено през 2019 г.).

4.2.8. В таблиците на стр. 38 в реалистичния и оптимистичния сценарии на прогнози, в статия „Изменение на оборотния капитал” през 2016 г. са посочени неточни стойности. На база данните за 2015 г. и съгласно заложения дял на оборотния капитал спрямо нетните приходи от продажби (посочено е -14,01%), би следвало стойността на изменението на оборотния капитал да бъде -5 хил. лв. в реалистичния и оптимистичния сценарии на прогноза.

4.2.9. На стр. 39 от търговото предложение е посочено, че „Мениджмънтът на „ЕкоИнвест Холдинг” АД не предвижда повишаване на текущите нива на дълг на Дружеството, а по-скоро да се обслужват текущите задължения съгласно техните погасителни планове и при възможност да бъдат намалени”. Това изявление противоречи на посоченото на стр. 40 от документа за предлаганите ценни книжа, потвърден с Решение на КФН № 615-Е от 31.08.2016 г., от който е видно, че до 20.06.2018 г. дъщерното дружество „Яйца и птици” АД следва да усвои банков кредит в размер 2 090 хил. лв. (със срок на погасяване 20.06.2022 г.). Във връзка с посоченото е необходимо прогнозната капиталова структура на „Екоинвест Холдинг” АД да бъде коригирана и съобразена с размера на предвиждания за усвояване банков кредит в размер на 2 089 727 лв.

4.2.10. Заложеният темп на нарастване на нетните парични потоци в терминалния период (0,5% в песимистичния; 1,0% в реалистичния; 1,5% в оптимистичния сценарии на прогноза) е нереално занижен. Растежът на „Екоинвест Холдинг” АД в дългосрочен план не отразява обективните очаквания за растеж на българската икономика. За нормални нива на растеж на икономиките от Европейския съюз в дългосрочен план се приемат стойности около 2%. Съгласно последната макроикономическа прогноза на Министерство на финансите очакванията за растеж на БВП на страната за следващите няколко години (при условие, че все още не е изцяло преодолян негативният ефект на световната финансова криза) от 3%. Следва да се отчете обстоятелството, че българската икономика е по-слабо развита от останалите страни членки, предвид което в средносрочен и дългосрочен план се очаква растежът в страната да бъде по-висок от средното ниво за ЕС, поради ефекта на конвергенция.

4.2.11. В таблиците на стр. 44-45 съществува несъответствие между посочените прогнозни стойности на нетните парични потоци и заложените прогнозни стойности на показателите „NOPLAT”, „Амортизация”, „Изменение на оборотния капитал” и „Нвестиции”, на база на които се формират стойностите в статия „Нетни парични потоци”.

4.2.12. В таблиците на стр. 44 и 45 неправилно са определени терминалните стойности и в трите сценария на прогноза (дори ако за изчисляването бъдат използвани посочените в същите таблици неточно определени стойности в статии „Нетни парични потоци”).

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

4.3.1. Акциите на „Екоинвест Холдинг” АД, както и на избраните дружества-анализи не са активно търгувани – през предходните три месеца на „БФБ – София” АД няма осъществени сделки с акции на „Екоинвест Холдинг” АД и Руен Холдинг” АД, съответно осъществена е една сделка за покупко-продажба на 25 бр. акции на „Ютекс Холдинг” АД. Борсовите цени на акциите на тези дружества не са актуални и нямат пазарен характер, което не позволява по метода „Пазарни множители на дружества анализи” да бъде получена надеждна и обективна цена за акция на

„Екоинвест Холдинг” АД, предвид което този метод следва да отпадне при определяне на справедливата цена на акция на оценяваното дружество.

4.3.2. След отпадането на метода „Пазарни множители на дружества аналози”, теглата на останалите два оценъчни метода (дисконтирани парични потоци и нетна балансова стойност на активите) следва да бъдат обективно определени и надлежно обосновани, като се има предвид следното: основният недостатък на метода дисконтирани парични потоци е свързан с използването на редица експертни допускания и прогнозни стойности, които е трудно да бъдат надеждно определени. Следва да се има предвид, че теоретично теглото на метода дисконтирани парични потоци може да бъде по-високо от теглото на метода нетна балансова стойност на активите, единствено, ако обстоятелствата позволяват за съответното оценявано дружество да бъде изготвена надеждна оценка. Такава оценка, вкл. по отношение на прогнозните парични потоци, може да бъде изготвена ако от ретроспективните данни на оценяваното дружество могат да бъдат изведени ясни бъдещи тенденции, дружеството осъществява дейност в стабилна и лесно прогнозируема среда, авторитетни източници на макроикономически показатели (като например Българска народна банка, Министерство на финансите, Международен валутен фонд, Световната банка) дават сходни очаквани макроикономически прогнози. Също така следва да се отчете обстоятелството, че дружествата в групата осъществяват дейност в сферата на селското стопанство и машиностроенето, за които е характерно, че производствения процес е капиталоемък и производствената инфраструктура има водеща роля в определянето на стойността.

4.4. По отношение на ликвидационната стойност:

4.4.1. По настоящото производство са налице следните случаи по чл. 6, ал. 3 от Наредба № 41:

- т. 2 „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”. Видно от одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Екоинвест Холдинг” АД за 2015 г., имотите и съоръженията формират 49,5% от актива на дружеството, като тези активи не са преоценявани;

- т. 5 „оценката на дружеството по метода "Нетна стойност на активите" (без корекции) надхвърля с повече от 1,5 пъти предложената от заявителя справедлива цена”. В настоящото търгово предложение, оценката на „Екоинвест Холдинг” АД по метода "Нетна стойност на активите" (без корекции) надхвърля повече от два пъти предложената от заявителя цена за акция;

- т. 6 „стойностите на акциите на дружеството, обект на оценка, получени съгласно методите по чл. 5, ал. 1 и 2, се различават една от друга повече от 1,5 пъти;”. В търговото предложение стойността на акция по метода „Нетна стойност на активите” (3,18 лв.) е повече от три пъти по-висока от стойността получена по всеки от останалите два приложени метода – „Дисконтирани парични потоци” (0,94 лв.) и „Пазарни множители на дружества-аналози” (0,95 лв.).

4.4.2. Налице са обстоятелства, съгласно които може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предложител цена за акция на „Екоинвест Холдинг” АД. В тази връзка и на основание чл. 6 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение следва да се представи оценка по ликвидационна стойност на „Екоинвест Холдинг” АД.

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

Р Е Ш И:

Издава временна забрана за публикуване на внесено в КФН с писмо, вх. 15-00-7 от 28.11.2016 г., търгово предложение от Олег Прокопиев за закупуване чрез инвестиционен посредник „Първа финансова брокерска къща” ООД на 96 607 бр. акции от капитала на „ЕкоИнвест Холдинг” АД, гр. Козлодуй от останали те 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