

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 80 – ТП

от 13 януари 2017 г.

С писмо, вх. № 15-00-9 от 21.12.2016 г., на основание чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6, предложение първо 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 „Форт” ООД, гр. Пловдив за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Елана трейдинг” АД на 122 227 бр. акции на „Унипак” АД, гр. Павликени 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. Общи бележки:

1.1. Следва да се уточни чрез изрично посочване, че на основание чл. 149а, ал. 3 от ЗППЦК търговият предложител едновременно упражнява правото, предвидено в разпоредбата на чл. 149а, ал. 1 от ЗППЦК, и изпълнява задължението по чл. 149, ал. 6 във вр. с ал. 1, т. 1 от ЗППЦК.

1.2. Необходимо е да се представят удостоверения за притежаваните от лицата, с които търговият предложител е сключил споразумение за гласуване, акции от капитала на „Унипак” АД.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13 - Данни за предложителя:

На основание чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б”, б. „аа” от Наредба № 13, следва да се посочат данни за телефон, факс, електронен адрес и електронна поща на търговия предложител.

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

Необходимо е да се посочат данни за телефон, факс, електронен адрес и електронна поща на дружеството – обект на търгово предложение, съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 3 от Наредба № 13.

4. По чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а” от 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:

4.1. Съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а” от Наредба № 13 и с цел създаване на ясно и достъпно изложение - следва в съдържанието на търговото предложение да се представи информацията относно:

- първоначалното придобиване на акционерно участие в капитала на „Унипак” АД от страна на търговия предложител (дата, основание, размер);

- осъществения сплит на капитала на „Унипак“ АД през 2008 г., както и да се пояснят отбелязаните в Приложение № 1 към предложението операции „обезсилване“ и „получаване“ на акции от капитала на „Унипак“ АД от „Форт“ ООД, съгласно които се променя размерът на акционерно участие на акционера;

4.2. Необходимо е да се отбележи изрично, че търговият предложител притежава непряко участие, на основание чл. 149, ал. 2, т. 1 от ЗППЦК, в капитала на „Унипак“ АД чрез „Интернешънъл Пакиджинг“ ЕООД и Димитър Георгиев, като посоченото обстоятелство се оповести съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а“ от Наредба № 13.

4.3. Следва да се представи изискуемата съгласно чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в“ във връзка с т. 1 от Наредба № 13 информация за лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, с които предложителят е сключил Споразумение за съвместна политика по управление на дружеството.

4.4. Необходимо е да се представи информация за класа на акциите, които предложителят иска да придобие.

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, включително:

5.1. Доколкото търговият предложител е юридическо лице – следва да се представи съответна информация относно наличието на намерение за преобразуване или прекратяване на „Форт“ ООД, на основание чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „а“ от Наредба № 13.

5.2. Следва да се представи информация относно наличието на намерения за осъществяване на промени в състава на управителите на „Форт“ ООД, съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „г“ от Наредба № 13.

5.3. Доколкото по т. 9.5. на стр. 37 от търговото предложение е отбелязано, че „Форт“ ООД не предвижда промяна в досегашната политика на разпределение на дивиденди“ – следва да се представи пояснение за кое от дружествата става дума, като се представи съответна информация и по отношение на двете дружества.

5.4. С оглед изискванията на чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13, следва информацията по т. 9.7. от търговото предложение да се допълни с данни и по отношение на „Форт“ ООД.

6. По чл. 24, ал. 1, т. 11 и 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:

Предвид публичността на оповестената в търговски регистър към Агенция по вписванията информация – не е обосновано изискването за представяне на удостоверение за актуално състояние, съответно – за актуална съдебна регистрация от юридически лица, регистрирани в Република България, предвид което следва да се коригират съответните изявления в тази връзка на стр. 44, т. 11 и 12 от търговото предложение.

7. По чл. 24, ал. 1, т. 13 от Наредба № 13 - данни за мястото, където финансовите отчети на предложителя за последните 3 години са достъпни за акционерите на дружеството - обект на търгово предложение, и където може да

се получи допълнителна информация за предложителя и за неговото предложение:

Следва да се отстрани погрешно позоваване на „Форт” ООД като публично дружество, включително – да се представи информация за мястото, където са достъпни финансовите отчети на предложителя, доколкото – независимо от некоректната препратка към електронната страница на „Унипак” АД – проверка на съдържащата се на интернет страницата на „Форт” ООД информация показва, че финансови отчети на дружеството, както и учредителен акт не са оповестени, както е заявено на стр. 45 от търговското предложение.

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

8.1. По отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци”:

8.1.1. Заложени са нереално ниски прогнозни приходи, включително в част от годините са предвидени необосновано високи нива на спад в продажбите, независимо, че от последните одитирани годишни финансови отчети на дружеството е видно, че през 2015 г., спрямо 2014 г. се наблюдава ръст на реализираните приходи. Спадът на приходите в деветмесечието на 2016 г., спрямо деветмесечието на 2015 г. не може да бъде приет за показателен, т. к. подобно явление е наблюдавано през 2015 г. – средният тримесечен приход в деветмесечието на 2015 г. е по-нисък от средния тримесечен приход в деветмесечието на 2014 г., но в резултат на отчетения приход в четвърто тримесечие на 2015 г., „Унипак” АД реализира ръст в годишните приходи през 2015 г., спрямо 2014 г. (през последното тримесечие на 2015 г. са реализирани значително по-големи приходи от средните тримесечни нива за 2015 г.).

Също така, от Годишния доклад за дейността за 2015 г. (както и от междинния финансов отчет към 30.09.2016 г.) е видно, че на 26.01.2016 г., дружеството е сключило договор с Министерство на икономиката за безвъзмездна финансова помощ в размер на 3 млн. лв. по оперативна програма „Развитие на конкурентоспособността на българската икономика”. Посоченото финансиране несъмнено ще създаде условия за подобряване на конкурентната позиция на дружеството, което е съпроводено с повишаване на продажбите и подобряване на рентабилността.

8.1.2. Прогнозните приходи следва ясно да отразяват както приходите от продажби (на продукция, стоки, услуги и други), така и очакваните входящи парични потоци, свързани с постъпления от финансираня.

8.1.3. Ретроспективните нива на общите оперативни разходи не позволяват да бъде определен надежден марж на прогнозната оперативна печалба, тъй като една част от разходите не са пряко зависими от приходите (например статии „Разходи за персонала” и „Изменение на наличностите от незавършено производство и готова продукция”), а в някои оперативни разходи участие взимат еднократни събития (например отписани вземания по статия „Други разходи”), които могат да не се отчетат в бъдеще. Предвид променливия характер на разходите за материали и външни услуги те могат да бъдат определени на база ретроспективните им нива спрямо приходите от продажба на продукция. Аналогично балансовата стойност на продадените активи (стоки, материали, ДМА) може да бъде определена на база ретроспективните им нива спрямо приходите от продажба на стоки, материали и ДМА. Разходите за персонала, които не са пряко свързани с реализираните приходи следва да бъдат определени на база наетия персонал и нивата на заплатите и осигуровките. Разходни статии като например „Изменение на наличностите от незавършено производство и готова продукция”, които не могат да бъдат надеждно

прогнозиран, както и разходни пера, които инцидентно се отчитат (например отписани вземания и платени неустойки) не следва да бъдат включвани в прогнозните парични потоци.

8.1.4. Неправилно при определяне на прогнозните нетни парични потоци на „Унипак” АД, участват „Разходи за лихви”. 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.

8.1.5. Изхождайки от нивото на амортизационните разходи през 2015 г. и деветмесечието на 2016 г., както и отчитайки предвидените капиталови разходи, в прогнозния период са заложили необосновано ниски разходи за амортизация. Така например за цялата 2016 г. са заложили по-ниски прогнозни разходи за амортизации дори от начислените за деветмесечието на 2016 г. Прогнозните разходи за амортизации следва да бъдат определени съобразно счетоводната политика на дружеството – 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 (през 2016 г. и 2017 г.).

8.1.6. Тъй като кредитният рейтинг на България е Ваа2 (съгласно Moody`s), съответно доходността на дългосрочните български ДЦК не може да бъде приета за безрискова норма на възвращаемост. В тази връзка, с цел последователно прилагане на метода и избягване отчитането на страновия риск на две места (в Rf и Rb), е необходимо от средно-претеглената годишна доходност, постигната при последния аукцион, проведен от Българска народна банка за продажба на дългосрочни лихвоносни държавни облигации (послужила за определяне на Rf), да се извади надбавката за неплатежоспособност за страни с кредитен рейтинг на нивото на българския. Следва да се има предвид, че такава методология е разгледана в научните разработки на световно известни финансови специалисти, включително проф. А. Дамодаран. Размерът на надбавката следва да бъде аргументирано обоснован, съгласно академичните изследвания в областта.

8.2. По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - аналози”:

8.2.1. Неправилно в таблица № 12 (стр. 18) е определена стойността в статия „Цена на една акция (в лв.)” за показателя „P/B”, като вместо 10,338 лв. е посочено 8,250 лв. В резултат на посочената грешка е получена по-ниска цена за акция по метода – 5,99 лв., вместо 6,69 лв.

8.2.2. Получената цена по метода пазарни множители на дружества-аналози не може да бъде приета за надеждна, предвид следните обстоятелства:

- за аналози на „Унипак” АД са използвани дружества, които осъществяват дейност на чужди пазари, които се характеризират с различна пазарна среда, рискове, нормативна уредба, има различие и в мащаба на дейността;

- основните финансови показатели на „Унипак” АД, като приходи от продажби, нетна печалба/загуба, активи, пасиви, собствен капитал, неколккратно се отличават от тези на избраните аналози;

- пазарната ниша, която заема Plast-Vox S. A., Полша (произвежда пластмасови контейнери и кофи), не съответства на пазарната ниша на „Унипак” АД.

Предвид гореизложеното, е необходимо методът да бъде приложен с избор на други подходящи дружества-анализи, а в случай че такива няма, е необходимо да се обоснове отпадането на този метод при определяне на справедливата цена на акция на дружеството.

8.3. Справедлива стойност на акциите на оценяваното дружество:

Теглата на приложените оценъчни методи (особено в случай на отпадане на метода „Пазарни множители на дружества анализи”), както и цената на затваряне към 15.12.2016 г. следва да бъдат обективно определени и надлежно обосновани, като се има предвид следното:

- пазарната борсова цена се приема за доста точен оценител на стойността на едно дружество, тъй като при определянето ѝ пазарните участници вземат предвид всички възможни фактори, включително и рисковите такива, затова е прието цената на затваряне да участва с най-високо тегло при определяне на справедливата стойност на акция;

- методът дисконтирани парични потоци, независимо че отчита възможностите на дружеството за генериране на бъдещи парични средства за акционерите, има съществен недостатък, а именно използва редица експертни допускания и прогнозни стойности, които е трудно да бъдат надеждно определени. Този метод може да участва с високо тегло, 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, Световна банка), дават сходни очаквани макроикономически прогнози.

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. 15-00-9 от 21.12.2016 г., търгово предложение от „Форт” ООД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана трейдинг” АД на 122 227 бр. акции на „Унипак” АД, гр. Павликени 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