

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

**РЕШЕНИЕ № 1049 - ТП**

**от 08 ноември 2018 г.**

Със заявление, вх. № 15-00-7 от 12.10.2018 г., на основание чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) е постъпило търгово предложение от „А.Р.У.С. Холдинг“ АД за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Първа финансова брокерска къща“ ЕООД на 2 139 070 броя акции от капитала на „Свилоза“ АД, гр. Свищов от останалите акционери на дружеството.

След като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи, Комисията за финансов надзор (КФН) установи, че са налице следните непълноти и несъответствия, които е необходимо да се отстранят:

**I. По съдържанието на търговото предложение:**

**1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13 от 22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13)- данни за предложителя:**

Изявлението на стр. 5 от търговото предложение, касаещо изходящия номер, под който е вписана промяната на фирменото наименование на „А.Р.У.С. Холдинг“ АД по партидата на дружеството в търговския регистър, следва да бъде коригирано, като се посочи правилният номер, а именно - 20080908093528.

**2. По чл. 24, ал. 1, т. 4 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:**

2.1. Съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „а“ от Наредба № 13, в информацията относно сделките, чрез които „А.Р.У.С. Холдинг“ АД е придобило акции от капитала на „Свилоза“ АД на стр. 8 от търговото предложение следва да се посочи с натрупване общият брой акции от капитала на дружеството – обект на търгово предложение, притежавани от „А.Р.У.С. Холдинг“ АД след всяка от посочените сделки и делът им от гласовете в общото събрание на акционерите на „Свилоза“ АД.

2.2. Съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „б“ от Наредба № 13 изявлението в т. 4.2. на стр. 8 от търговото предложение следва да се допълни, като се посочи дали членовете на съвета на директорите на търговия предложител притежават акции от капитала на „Свилоза“ АД чрез свързани лица. В случай че не е налице такова притежаване, следва да се направи изрично изявление в този смисъл. Следва да се има предвид, че съгласно чл. 148з от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) по смисъла на Раздел II „Търгово предлагане на закупуване и замяна на акции“, „свързани лица“ са лицата, които въз основа на изрично или мълчаливо, писмено или устно споразумение с предложителя или дружеството - обект на търгово предложение, целят придобиване на контрол върху публичното дружество или възпрепятстване на успешното приключване на търгово предлагане. Лицата, контролирани от друго лице по смисъла на § 1, т. 44 от допълнителните разпоредби на ЗППЦК, се смятат за свързани лица с това лице и помежду си, както и с лицата, с които контролиращото ги лице е свързано по § 1, т. 13, букви „в“ и „г“ от допълнителните разпоредби на ЗППЦК. Свързани лица са и лицата по § 1, т. 13, букви „в“ и „г“ от допълнителните разпоредби на ЗППЦК.

2.3. Информацията по т. 4.2. на стр. 8 от търговото предложение следва да се допълни с данни за дати на придобиване на притежаваните от членовете на съвета на директорите на „А.Р.У.С. Холдинг“ АД акции от капитала на „Свилоза“ АД.

2.4. Съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в“ във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 1 от Наредба № 13 информацията по т. 4.3. на стр. 9-10 от търговото предложение следва да се допълни с данните относно датата на придобиване на притежаваните от KBD S.A. акции от капитала на „Свилоза“ АД.

2.5. Доколкото информацията в края на стр. 9 от търговото предложение относно начина на представяване на KBD S.A. е неясна, същата следва да се прецизира, като бъде представена по ясен за акционерите начин.

**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:**

Цената на акциите на „Свилоза“ АД, изчислена въз основа на приложените оценъчни методи по чл. 5 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), следва да бъде преизчислена в съответствие с направените по-долу бележки и да бъде коригирана на всички относими места в търговото предложение.

**4. 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:**

4.1. Съгласно чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „д“ от Наредба № 13 по т. 8.5 от търговото предложение следва да се представи аналогична информация, касаеща дивидентната политика и по отношение на „А.Р.У.С. Холдинг“ АД.

4.2. Съгласно изискванията на чл. 24, ал. 2 във връзка с ал. 1, т. 9, б. „ж“ от Наредба № 13 в търговото предложение следва да бъде представена информацията относно „А.Р.У.С. Холдинг“ АД във връзка с всички елементи на стратегическия план, представен в т. 8.7. от търговото предложение.

4.3. Допълнително, стратегическият план по отношение на „Свилоза“ АД следва да се допълни с актуална информацията относно планираната инвестиция, свързана с решението на извънредното общо събрание на акционерите на дружеството, проведено на 18.09.2017 г., за участието му като акционер-учредител на акционерно дружество съвместно със „Сигачи Индъстри Прайвит Лимитид“ за производството на микрокристална целулоза.

**5. По чл. 24, ал. 1, т. 17 от Наредба № 13 - други обстоятелства или документи, които по преценка на предложителя имат значение за осъществяваното търгово предложение във връзка с чл. 25 от Наредба № 13:**

Изявлението в първи абзац от т. 15 на стр. 61 от търговото предложение относно началния момент, от който търговията предлагател е длъжен при поискване да закупи акциите на всеки акционер следва да се прецизира, като се приведе в съответствие с разпоредбата на чл. 149а, ал. 5 от ЗППЦК.

**6. Обосновка на предлаганата цена - по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:**

**Общи бележки по отношение на обосновката на предлаганата цена:**

По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия.

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

6.1.1. Изявлението в предпоследния абзац на стр. 11 от търговото предложение по отношение на изискването за активна търговия с акциите на „Свилоза“ АД следва да се прецизира, като се допълни, че поради липсата на активна търговия с акции на дружеството през последните шест месеца преди датата на обосновката, справедливата

цена на акциите е стойността на акциите, получена съгласно използваните оценъчни методи.

6.1.2. Във връзка с разпоредбата на чл. 21, ал. 1, т. 5 от Наредба № 41 в резюмето на данните от оценката (т. 5.1. от търговото предложение) следва да се добави информацията относно средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на обосновката или да се добави изрично изявление, че доколкото датата на обосновката съвпада с датата на регистрацията на търговото предложение в Комисията за финансов надзор (КФН), средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на обосновката съвпада със средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди датата на регистрацията на търговото предложение в КФН.

6.1.3. Предвид разпоредбата на чл. 21, ал. 1, т. 7 от Наредба № 41, в случай че през последните 12 месеца преди датата на обосновката е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител, в резюмето на данните от оценката (т. 5.1. от търговото предложение) следва да се добави информацията за тази оценка, съдържаща данни за определената цена, цел на оценката, дата на оценката, място, където заинтересованите лица могат да се запознаят с тази оценка, или съответно да се направи изрично изявление за липсата на такава оценка.

6.1.4. Изявлението във втория абзац на стр. 16 от търговото предложение, че стойността на активите на дружеството към 30.06.2018 г. възлиза на 156 211 хил. лв., а на пасивите на 25 233 хил. лв., следва да се допълни, като се уточни дали посочените стойности са въз основа на данни от консолидиран или индивидуален финансов отчет.

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

6.2.1. Представената в таблицата на стр. 23 от търговото предложение систематизирана финансова информация относно пазарните коефициенти на дружеството следва да се допълни с датата на сделката, за която е определена използваната пазарна цена и източника на тази информация, както и да се поясни дали за пазарна цена е използвана цената на затваряне или друг аналогичен показател.

6.2.2. Съкращението „ТТМ“, използвано в бележката към таблицата на стр. 23, следва да се поясни или замени.

## **6.3. По отношение на оценъчните методи:**

### **6.3.1. По отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци“:**

Общи бележки по отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци“:

1). С цел прецизност на представената информация, съдържанието на т. 5.2.4.1.2. „Методология на оценката“ и на т. 5.2.4.1.16 „Терминална стойност“ следва да се коригира, като се използва препратка към Приложение № 2 от Наредба № 41, доколкото именно в това приложение е описан моделът на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), използван при оценката на „Свилоза“ АД.

2). Техническата грешка, допусната в предпоследния абзац на стр. 29 от търговото предложение при посочване на периода на използваните годишни исторически данни, следва да се коригира, като вместо 2015 г. – 2018 г. следва да се посочи периодът 2015 г. – 2017 г.

### Норма на дисконтиране

1.) На стр. 46 е посочено, че при изчислението на коефициента „бета с дълг“ (levered beta) е използвано съотношението дълг (съгласно последния публикуван консолидиран отчет) към собствен капитал (съгласно пазарната капитализация към датата на обосновката). Следва да се има предвид, че съпоставянето на балансови стойности на дадени показатели с пазарни стойности на други показатели не е коректно и предполага непоследователно прилагане на метода за оценка. Разпоредбата на чл. 12, ал. 4 от Наредба № 41 предвижда, че при определяне на относителните дялове за целите на определянето на среднопретеглената цена на капитала на дружеството се използват пазарните стойности

на всички използвани източници на финансиране, както и че заявителят може да използва техните балансови стойности, като е длъжен да обоснове тяхното използване. В тази връзка при определянето на среднопретеглената цена на капитала, включително и при определянето на коефициента „бета с дълг“, следва да бъдат използвани или пазарните стойности, или балансовите стойности на всички използвани източници на финансиране, като при тяхното определяне следва да бъде приложен последователен подход, като се използва само единият вид стойности. В случай че бъде избран подход, при който се използват балансови стойности, следва да бъде представена съответната аргументирана обосновка за избора на такъв подход.

2.) Обосновката на избора на коефициента бета следва да бъде допълнена с конкретния адрес в интернет (връзка, линк) на източника на използваната информация, а не само да бъде представена информация за началната страница на цитирания интернет сайт.

3.) Представената на стр. 47 информация по отношение на избора на стойността на рисковата премия за развит пазар е кратка и некоректна. Изявлението по отношение на избора на средната доходност по паричните потоци за последните 10 години, че тази премия дава най-точна представа за очакванията на инвеститорите в дългосрочен план, не е коректно, доколкото визирият период от 10 години се отнася за предходните години и отразява исторически, а не прогнозни данни (каквито са използвани за оценката на дружеството). Във връзка с изискването на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41 в търговото предложение следва да се представи по-подробна обосновка относно избора на конкретния показател за измерител на рисковата премия за развит пазар. В случай на недостатъчно аргументи за избора на този показател при прилагането на оценъчния метод, следва да бъде посочен друг измерител и съответно следва да бъде представена необходимата обосновка за избора му.

4.) Обосновката на избора на цената на финансиране с дългов капитал следва да бъде допълнена с конкретния адрес в интернет (връзка, линк) на източника на използваната информация.

5.) На база на посочените по-горе указания следва да се преизчисли цената на финансиране със собствен капитал, съответно среднопретеглената цена на капитала на дружеството (WACC).

#### Прогнозни приходи и разходи

1). Техническата грешка, допусната в предпоследния абзац на стр. 30 от търговото предложение при представяне на данните относно прогнозирания годишен обем продукция, следва да се коригира, като се посочи, че заложената стойност е 112,918 хил. тона (с използване на десетична запетая), или съответно да се посочи, че стойността е 112 918 тона (по аналогия с начина на посочване на стойностите в таблицата на стр. 31).

2). Избраният подход за определяне на продажните цени на целулозата за периода 2021 г. – 2023 г. е некоректен, доколкото прогнозирият ръст на цената в размер на 3,07% за 2021 г. е добавен към хипотетична цена („нормализирана цена“ за 2020 г. в размер на 1 145 лв. за тон), а не към използваната при прилагането на метода прогнозна цена за 2020 г. в размер на 1 355 лв. В резултат на прилагането на този подход прогнозната цена на целулозата за 2021 г. отчита спад от приблизително 13% спрямо прогнозната цена за 2020 г. Действително, би могло да се приеме, че в условията на свободна пазарна икономика цените на продуктите ще се определят от множество фактори, включително търсенето и предлагането за тях, съответно ще отчитат изменения (флуктуации), но тези изменения, отчитани в рамките на даден период, следва да отразяват общата тенденция по отношение на изменението (ръста) на цените. Предвид описаните в търговото предложение тенденции и фактори, влияещи на пазара, спад на цената за дадена година (която цена би следвало да се възприема като осреднена стойност за съответната година) от приблизително 13% е необосновано и създава предпоставка за некоректно прилагане на метода и в крайна сметка за получаване на погрешна оценка. Такова изменение на прогнозната цена за 2021 г. от приблизително 13% намира отражение в спад на приходите от близо 20 млн. лева за съответната година, като този спад се отразява и в спад на

прогнозните приходи за следващите години. Следва да се отбележи, че използването на данни за 2017 г. като база за изчисляването на продажната цена за 2021 г., е некоректно и подвеждащо, доколкото средногодишният ръст на цената за дадена година (2021 г.) следва да бъде приложен към предходната година (2020 г.). Също така, използването на данни от предходни периоди, при наличието на актуални данни към текущ период (в случая цена от 2018 г.) като база за сравнение изкривява получените резултати. Не на последно място, следва да се отчете и обстоятелството, че използването на исторически данни (за периода 1998 г. – 2017 г.) в случая не отразява текущото състояние и перспективите на пазара на целулоза. Следва да се има предвид и обстоятелството, че при преглед на публично достъпни източници на информация е възможно да се установи наличието на прогнози, съгласно които ръстът на цените на целулозата в следващите години се очаква да бъде по-висок от цитирания в търговото предложение прогнозен ръст от 3,07%. Предвид гореизложеното, данните за прогнозните продажни цени на целулозата следва да бъдат коригирани, като всички използвани стойности и допускания следва да бъдат надлежно обосновани, да не създават предпоставка за изкривяване на получения резултат и в крайна сметка да не накърняват интересите на инвеститорите. В тази връзка прогнозните приходи следва да бъдат коригирани.

3). При прогнозирането на приходите и разходите на „Свилоса“ АД следва да бъдат предвидени и очакваните ефекти от реализирането на проекта за производство на микрокристална целулоза, както и от извършените инвестиции за осигуряване на енергийна независимост на дружеството.

4). С цел ясно и непротиворечиво представяне на информацията, наименованието на третия ред от таблицата на стр. 32 от търговото предложение „Ръст на цената“ следва да се прецизира, като вместо думата „ръст“ се използва думата „изменение“, доколкото в посочения ред от таблицата се представени и отрицателни стойности.

#### Прогнозен нетен оборотен капитал

1). Изявлението в последния абзац на стр. 44, че в прогнозния период са заложили средните стойности на съответните елементи на текущите активи и пасиви за историческия период, като те остават непроменени през целият прогнозен период, следва да се прецизира, доколкото от данните, представени в таблицата на стр. 45 от търговото предложение, е видно, че стойностите на елементите в абсолютно изражение са различни за всяка от годините, а непроменен е дялът им от приходите от продажби (с изключение на дела на материалните запаси).

2). Допълнително, по отношение на прогнозния нетен оборотен капитал следва да се поясни какво означава понятието средни стойности, и в случай че се отнася за осреднени стойности за предходен период, следва изрично да се посочи периодът, от който са използвани тези стойности, както и да се представи аргументирана обосновка на избора на именно този период.

3). Данните, представени в таблицата на стр. 45 от търговото предложение, следва да бъдат преизчислени във връзка с необходимостта от прецизиране на прогнозите по отношение на приходите от продажби, доколкото съответните елементи на нетния оборотен капитал са прогнозирани като процент от приходите от продажби.

#### Инвестиции

В търговото предложение не е представена изрична обосновка на значителното превишаване на размера на планираните за 2019 г. и 2020 г. инвестиции в имоти, машини и съоръжения спрямо размера им в посочения исторически период, съответно по отношение на приходите не е отчетено нарастването им във връзка с направените инвестиции за посочените години. Следва прогнозните стойности на инвестициите за 2019 г. и 2020 г. да бъдат коригирани, или да бъде представена съответната обосновка за техния размер. В случай че прогнозните стойности на инвестициите за 2019 г. и 2020 г. не бъдат коригирани в съответствие с историческите данни, съответно бъде представена обосновка за това, във връзка с разпоредбата на чл. 11, ал. 2, изречение второ от Наредба № 41, прогнозният период следва да бъде удължен и следва да обхваща целия срок на

получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции, като в крайна сметка размерът на свободния паричен поток в последната година от прогнозния период следва да съответства на размера на свободния паричен поток преди първата година, в която се извършват необичайно високите по размер инвестиции. Следва да се има предвид, че при прогнозирано увеличение на продажните цени на продаваните продукти и при равни други условия, не е обосновано размерът на свободния паричен поток в края на прогнозния период да е значително по-нисък от размера на свободния паричен поток в началото на периода, доколкото това обстоятелство поставя под значително съмнение подхода и резултатите от прилагането на оценъчния метод.

Допълнително, във връзка с гореизложеното, следва прогнозните стойности на разходите за амортизация да съответстват на прогнозираните инвестиции.

#### Дългосрочен темп на растеж

Заложеният темп на нарастване на нетните парични потоци в следпрогнозния период в размер на 2,00% е нереално занижен. Прогнозираният растеж на „Свилоза“ АД в дългосрочен план не отразява обективните очаквания за растеж на българската икономика. Съгласно последната макроикономическа прогноза на Министерство на финансите към м. октомври 2018 г. темпът на растеж на БВП на страната за 2018 г. е 3,6%, за 2019 г. е 3,7%, а за периода 2020 г. – 2021 г. е 3,5%. В тази връзка следва прогнозната стойност на постоянния темп на нарастване на паричните потоци в следпрогнозния период да бъде прецизирана или да бъде представена аргументирана обосновка на избраната стойност. Допълнително, следва да се има предвид, че представената в търговото предложение информация относно ръста на европейската икономика се отнася за последните 30 години, което се отнася за историческия период, съответно не отразява текущото състояние и перспективите за развитие на европейската икономика, и по този начин не дава възможност за обоснована оценка на бъдещото развитие на дружеството.

#### Краен резултат

1). С цел ясно, последователно и непротиворечиво представяне на информацията, следва в ред „Данъчна ставка“ в таблицата на стр. 48 от търговото предложение да бъдат попълнени коректно използваните стойности, доколкото прогнозната данъчна ставка не е нула.

2). Във връзка с направените по метода бележки цената на една акция на „Свилоза“ АД по метода на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) следва да бъде преизчислена.

#### **6.3.2. По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - анализи“:**

Предвид обстоятелството, че дейността на „Свилоза“ АД е експортно ориентирана, съответно голяма част от приходите от продажби през последните години са реализирани от износ, следва да се има предвид, че на международните пазари дружеството се конкурира с множество предприятия със сходен предмет на дейност и сходни произвеждани продукти. Доколкото както „Свилоза“ АД, така и конкурентните предприятия, реализират приходите си на едни и същи пазари, всички те са изправени пред едни и същи рискове, съответно осъществяват дейността си при сходни условия и могат да бъдат приети за сходни дружества. Това обстоятелство е отчетено и в търговото предложение при оценката на акциите, доколкото при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци, по отношение на коефициента бета е избрана стойност, отнасяща се за дружества от Европа. Във връзка с това, както и на основание чл. 5, ал. 6 от Наредба № 41, с цел определянето на справедлива цена на акциите на „Свилоза“ АД и защита интересите на акционерите на дружеството, при изготвянето на оценката следва да бъде използван и методът на пазарните множители на сходните дружества. Следва при прилагането на този метод всички използвани допускания и параметри да бъдат надлежно и аргументирано обосновани.

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. № 15-00-7 от 12.10.2018 г., търгово предложение от „А.Р.У.С. Холдинг“ АД за закупуване чрез ИП „Първа финансова брокерска къща“ ЕООД на 2 139 070 броя акции от капитала на „Свилоза“ АД, гр. Свищов от останалите акционери на дружеството.**

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

### **ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**КАРИНА КАРАИВАНОВА**