



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 580 – ТП

от 06.08.2020 г.

С писмо, вх. № 15-00-6 от 14.07.2020 г., на основание чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) е регистрирано търгово предложение от Николай Ганчев Михайлов, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „БенчМарк Финанс“ АД, гр. София на 2 416 655 бр. акции (9,99%) от капитала на „Трейс Груп Холд“ АД, гр. София 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:

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

Във връзка с разпоредбата на чл. 150, ал. 7, т. 3 от ЗППЦК с цел установяване на действителния размер на най-високата цена за една акция, заплатена от предложителя през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението и доколкото 5 от сключените от предложителя на 10.07.2020 г. сделки за придобиване на акции на „Трейс Груп Холд“ АД са извънборсови, е необходимо търговият предложител да представи потвърждения за сделките, от които да са видни параметрите, включително и единичната стойност за акция на всички сделки, с които Николай Ганчев Михайлов е придобил акции на „Трейс Груп Холд“ АД.

2. 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:

Съгласно изискванията на чл. 149а, ал. 5 от ЗППЦК, е необходимо по т. 10 от търговото предложение да се посочи задължението на търговия предложител до публикуване на предложението, както и 14 дни след крайния срок за приемането му, при поискване да закупи акциите на всеки акционер.

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

Общи бележки:

3.1. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, без в коригираното търгово предложение да бъдат извършвани промени, за които не са направени бележки.

3.2. Доколкото дружеството има 6 279 бр. обратно изкупени собствени акции, които участват при определяне на справедливата цена на акция при прилагането и на

двата избрани оценъчни метода „Нетна балансова стойност на активите” и „Дисконтирани парични потоци”, следва тези обратно изкупени собствени акции да не участват при определяне на цената по съответните методи.

По отношение метода „Дисконтирани парични потоци“:

3.3. В таблицата на стр. 29 от търговото предложение (част II) са предвидени нереално завишени разходи за данъци, които не съответстват на данъчната ставка и на данните от историческия период. Посочената неточност следва да се обясни и да се коригира.

3.4. Прогнозните разходи за амортизации следва да бъдат определени на база отчетната стойност на амортизируемите активи (включително новопридобитите) в прогнозния период и съобразно счетоводната политика на дружеството. В тази връзка заложените стойности на прогнозните разходи за амортизации следва да бъдат надлежно обосновани и при необходимост коригирани, съобразно изискванията на чл. 7 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).

3.5. В т. 4.12 (стр. 28) от част II на търговото предложение е посочено, че *„Планира се стартиране на голям инвестиционен проект... и част, включваща инвестиционно жилищно строителство“*. В коригираното търгово предложение следва да бъдат заложили прогнозни парични потоци, свързани с генериране на доходи от посочените жилищни имоти (от продажба и/или наеми). Също така, доколкото е посочено, че инвестиционният проект ще осигури *„структурата с офис за всички звена в София“*, следва прогнозните изходящи парични потоци, свързани с оперативните разходи да отразяват елиминирането на разходите за наеми на офиси.

3.6. Необходимо е представената препратка относно пазарната рискова премия за развит пазар към електронната страница на проф. Дамодаран в т. 4.4, на стр. 22 от търговото предложение (част II) да се прецизира и представи коректно, доколкото така посочената връзка препраща към друга част от електронната страница на проф. Дамодаран.

3.7. Допуснати са следните неточности при определяне на стойността на коефициента „бета“, служещ за измерител на системния риск на ценовите изменения в цената на акциите на „Трейс Груп Холд“ АД:

- на стр. 23 е посочено, че е използван „бета“ за отрасъл „Строителство и инфраструктура“ (Real Estate Development). Избраният отрасъл не съответства на осъществяваната от „Трейс Груп Холд“ АД дейност. Следва да се има предвид, че в посочения по отношение на определянето на „бета“ източник на използваната информация фигурира сектор, който в по-голяма степен съответства на извършваната от дружеството дейност, а именно „Engineering/Construction“. В тази връзка е необходимо в коригираното търгово предложение да бъде променен използваният сектор за определяне на „бета“, както и да бъде представена съответната обосновка за направения избор;

- описанието на методиката за определяне на коефициента „бета“ е непоследователно и объркващо. На стр. 23 е посочено, че *„За целите на настоящата обосновка е използван средният коефициент бездългова (unlevered) „бета“...“*, а всъщност при направена проверка на посочения източник на използвана информация се установи, че е използвана стойността на „бета с дълг“. В тази връзка в

коригираното търгово предложение е възможно да бъде използвана директно средната за отрасъла стойност на коефициента „бета без дълг“ за съответния избран отрасъл съгласно даденото предходно указание. Следва да се има предвид, че ако е избрана стойността на коефициента „бета с дълг“, при коректно прилагане на методиката, получената стойност съответства на посочената в източника (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) средна за отрасъла стойност на „бета без дълг“. При определяне на цената на собствения капитал коефициентът „бета“ следва да бъде съобразен с капиталовата структура на „Трейс Груп Холд“ АД.

Посочените неточности следва да бъдат отстранени, включително приложената методика за определяне на коефициента „бета“ следва да бъде последователно описана и приложена.

3.8. Извършено е двойно дисконтиране на терминалните парични потоци на оценяваното дружество – при изчисляване на справедливата цена на акция по метода е следвало да бъде ползвана само стойността от позиция „Терминална стойност на компанията“ от втората таблица на стр. 29 от търговото предложение. В позиция „Настояща стойност на терминалната стойност“ терминалните парични потоци са двойно дисконтирани. Посочената неточност следва да бъде отстранена.

3.9. Характерно за модела на дисконтирани парични потоци на дружеството (FCFF), което е посочено и в параграф 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41 е, че в прогнозните парични потоци не следва да участват финансови разходи, които са свързани със заеми и лихви по тях. В тази връзка следва да бъдат премахнати разходите за лихви, които са посочени в таблицата на стр. 29.

3.10. При определяне цената на акция по метода (в таблицата на стр. 29) не са добавени неоперативните активи. В коригираното търгово предложение получената справедлива цена за акция на „Трейс Груп Холд“ АД по метода на дисконтираните парични потоци следва да отразява и стойността на неоперативните активи, съобразно изискването на чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41.

3.11. Във връзка с дадените по-горе указания цената на една акция на „Трейс Груп Холд“ 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.

3.12. Всички прогнозни нетни парични потоци следва да бъдат дисконтирани към датата на обосновката – 13.07.2020 г.

По отношение прилагането на метода „Пазарни множители на сходни дружества“:

3.13. Допуснатата техническа грешка в т. 8.1., част втора от търговото предложение, където е разгледан и съответно неприложен моделът на пазарните множители на сходните дружества при определянето на справедливата цена на акция на „Трейс Груп Холд“ АД, където е посочено, че *„Пазарните множители се изчисляват на базата на пазарни цени на сходното дружество, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 6 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената...“* следва да се коригира, доколкото съгласно чл. 17, ал. 4 от Наредба № 41 периодът е 3 месеца.

Крайна оценка на дружеството:

3.14. Справедливата цена на една акция на „Трейс Груп Холд“ АД следва да бъде преизчислена предвид необходимостта от преизчисляване на цената по метода на дисконтираните нетни парични потоци на дружеството (FCFF).

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 14.07.2020 г., търгово предложение от Николай Ганчев Михайлов за закупуване чрез инвестиционен посредник „БенчМарк Финанс“ АД на 2 416 655 бр. акции (9,99%) от капитала на „Трейс Груп Холд“ АД 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