

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 89 – ТП

от 24 януари 2014 год.

С писмо, вх. № 15-00-9 от 20.12.2013 г., на основание на чл. 149а, ал. 3 във вр. с ал. 1 и чл. 151, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Велде” ГмбХ, Австрия за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Булброкърс” ЕАД на акции на „Велде България” АД, гр. Троян от останалите акционери на дружеството.

КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи установи, че са налице следните непълноти и несъответствия:

I. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 2 ЗППЦК, във връзка с Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13):

1. По съдържанието на предложението:

1). Следва да се представят данни за промени в наименованието на търговия предложител, ако има такива.

2) Следва да се посочат трите имена на управителите на търговия предложител в съответствие с изискването на чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б”, “бб” от Наредба № 13.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 4 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 2 и 6 от ЗППЦК - Данни за притежаваните от предложителя акции с право на глас в дружеството - обект на търгово предложение:

Следва да се представят данни за промени в наименованието на „Делтаууд Трейдинг” Лимитид, ако има такива.

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:

Посочената справедлива цена на акция на „Велде България” АД в размер на 23,97 лв. не съответства на посочените в търговото предложение стойности на метода на дисконитраните нетни парични потоци (20,09 лв.) и нетната балансова стойност (36,15 лв.) и съответно определените им тегла. Посоченото несъответствие следва да се коригира, като справедливата цена се изчисли на базата на посочените в обосновката стойности. Същата корекция следва да се отрази 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:

1). Доколкото е посочено, че не се предвиждат съществени промени в условията по трудовите договори, в търговото предложение е необходимо информацията да се прецизира, съответно да се посочи какви са предвижданите промени.

2). Информацията по т. 9.7.6 „Маркетингов план” следва да се допълни съгласно изискванията на чл. 24, ал. 2, т. 6 от Наредба № 13 относно план на продажбите, дистрибуция и реклама на продукцията.

3). По отношение на времевия график да се допълни по-конкретна информация за отделните фази на осъществяване на стратегията най-малко за 2014 г.

4). По всички точки от стратегическия план следва да се представи информация и за търговия предводител съгласно чл. 24, ал. 1, т. 9, б. ж от Наредба № 13.

5. 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 предложителите и за неговото предложение - по чл. 24, ал. 1, т. 13 от Наредба № 13:

Допуснатата техническа грешка на стр. 50 от търговото предложение при посочване на годините на годишните финансови отчети за последните 3 години следва да се коригира.

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

В таблица № 2 на стр. 8 от търговото предложение е посочена цена на затваряне в размер на 16,494 лв., което не съответства на данните за борсовата търговия с акции на „Велде България”. Цената на затваряне към последния ден, в който са сключени сделки пред периода преди датата на обосновката и преди датата на регистрация на търговото предложение е 15,999 лв. Следва да се коригира допуснатата неточност.

6.1. По отношение на метода “Дисконтирани парични потоци”

1). Съгласно изискването на чл. 11, ал. 2 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) прогнозният период не може да бъде по-кратък от 5 години. В случая прогнозите обхващат период от 4 години и 3 месеца, доколкото историческият период обхваща и деветмесечието на 2013 г., за който период е налице публикуван междинен консолидиран финансов отчет на дружеството към 30.09.2013 г. Предвид това, прогнозният период следва да бъде съобразен с изискванията на чл. 11, ал. 2 от Наредба № 41 и прогнозните данни да включват период не по-кратък от 5 години.

2). Независимо че са изминали 9 месеца от началото на 2013 г., историческите резултати на база одитираните годишни консолидирани финансови отчети на дружеството за три години, които показват резултатите за цяла завършена финансова година и за по-дълъг период от време дават по-пълна и реална представа за тенденциите в дейността на дружеството и следва да участват с по-високо относително тегло при изготвянето на прогнозите. Коригираното тегло на ретроспективните данни за периода 2010 г. – 2012 г. и коригираното тегло на показателите към 30.09.2013 г. следва да се използват във всички направени допускания по този метод.

Приходи

1). Съгласно направените допускания за ръста на приходите на базата на данните в таблица № 6, относителният дял на изменението (понижение от 1,4%) на приходите за периода 30.09.2012 г. – 30.09.2013 г. в размер на 70 % за 2013 г. е

чувствително завишен спрямо средния ръст на приходите за периода 2010 г. – 2012 г., който е с тегло 20%. Следва да се има предвид, че продажбите на шперплат за 2012 г. са се увеличили с 19.22 % на количествена база и 23.36% на база продажна стойност, в сравнение с 2011 г., предвид факта, че през 2011 година заводът за фазер е бил три месеца в основен ремонт, в следствие на което чувствително се е увеличило производството на основния продукт на дружеството - дървесно-влакнести плочи (фазерни плочи) и шперплат. С оглед на изложеното, относителните тегла в таблица № 6 на основните компоненти, участващи при калкулиране на ръста на приходите в прогнозния период следва да се коригират в съответствие с посоченото по-горе.

2). Посоченият среден ръст на приходите за 2010 г., 2011 г. и 2012 г. от 11,5% не кореспондира на историческите резултати за този период и следва да се коригира, като коректният среден ръст на приходите се вземе предвид при определяне на прогнозния ръст на приходите.

3). Доколкото през периода 2010 г. – 2012 г. се наблюдава значителен ръст на продажбите, който се дължи и на извършените през периода инвестиции, както е посочено във финансовите отчети на дружеството, следва средният ръст на приходите за периода 2010 г. – 2012 г. да участва по-дълъг период (не само 2013 г. и 2014 г.) при прогнозиране на темпа на изменение на приходите. Също така относителният дял на това изменение следва да намалява плавно и постепенно в прогнозния период.

4). Посочено е, че доколкото растежът на глобалния БВП е най-ниско променливия индикатор, е заложено увеличение на относителния му дял за всяка следваща година през прогнозния период, като през 2017 г. неговото относително тегло е 100%. Следва да се има предвид, че и перспективите за глобалната промишленост за хартия и горски продукти са с относително устойчив темп на изменение, като освен това отразява очакванията в отрасъла конкретно свързан с дейността на дружеството, обект на оценка. С оглед на това, през последните години от прогнозата следва да се предвиди по-плавно и постепенно понижаване на относителния дял на перспективите за хартиената промишленост за сметка на относителния дял на ръста на БВП, който следва да расте с по-бавни и умерени темпове.

5). Следва да се обоснове предвиденият темп на изменение на приходите в оптимистичния и песимистичния сценарии, ако в таблица № 6 са допусканията относно ръста на приходите в реалистичния сценарии.

6). На стр. 19 е посочено, че за периода 01.01.2013 г. – 30.09.2013 г. продажбите на стоки достигат 1,1 млн. лв., което не съответства на данните от междинния консолидиран финансов отчет и тези в таблица 7 и следва да се коригира.

Разходи

Разходи за материали

Прогнозите на разходите за материали следва да се коригират в съответствие с направената по-горе бележка относно теглата на резултатите за последните три години (2010 г. – 2012 г.) и теглото на данните от отчета към 30.09.2013 г. при изготвянето на прогнозите. Следва да се направят съответните корекции в таблиците с разчетите.

Разходи за външни услуги

Относно разходите за външни услуги важи направената по-горе бележка за използваните тегла, описани по т. 6.5.1.1 от търговото предложение.

Разходи за амортизация

1). Доколкото разходите за амортизация са прогнозирани като процент от дълготрайните материални активи (ДМА), следва да се представят прогнозните стойности на ДМА, като се обоснове техният размер и темп на изменение спрямо

историческите стойности и се съобрази с размера на планираните инвестиции през прогнозния период, както и с вече направените инвестиции в историческия период.

2). С оглед на това, че през 2011 г. завода за фазер е бил три месеца в основен ремонт, през 2012 г. дружеството е направило инвестиции в размер на 391 хил. лв., а към 30.09.2013 г. съгласно данни от междинния консолидиран отчет към 30.09.2013 г. отчетната стойност на постъпилите машини и оборудване е в размер на 535 хил. лв., както и доколкото прогнозираните разходи за амортизация през целия прогнозен период са в по-малък размер спрямо 2012 г., което е неоснователно предвид направените вече инвестиции, следва разходите за амортизация да се коригират за всички години от прогнозния период в съответствие с историческите данни и прогнозите за бъдещите инвестиции.

3). Освен това разходи за амортизация за цялата 2013 г. са предвидени в размер на 921 хил. лв., техният размер през историческия период към 30.09.2013 г. е 871 хил. лв. или прогнозите за последното тримесечие на 2013 г. са разходите за амортизация да са в размер на 50 хил. лв. Съгласно данните от историческите периоди, разходите за амортизация към 30.09.2010 г. са били 741 хил. лв., а към края на 2010 г. са 1007 хил. лв. или за последното тримесечие на 2010 г. са начислени разходи за амортизация в размер на 266 хил. лв., към 30.09.2011 г. разходите за амортизация са 779 хил. лв., а към края на 2011 г. са 1048 хил. лв. или за последното тримесечие на 2011 г. амортизационните разходи са в размер на 269 хил. лв., към 30.09.2012 г. разходите за амортизация са 953 хил. лв., а към 31.12.2012 г. са 1267 хил. лв. или натрупаната амортизация за последното тримесечие на 2012 г. е 314 хил. лв. Историческата амортизация за последните тримесечия на 2010 г. (266 хил. лв.), 2011 г. (269 хил. лв.) и 2012 г. (314 хил. лв.) нараства за всяка следваща година и е многократно по-висока от планираната за последното тримесечие на 2013 г. (50 хил. лв.), което е неоснователно предвид направените инвестиции и планираните значителни такива. С оглед на това разходите за амортизация за целия прогнозен период следва да се коригират в съответствие с историческите резултати.

4). Процентът на разходите за амортизация от ДМА следва се преизчисли и съгласно бележката относно теглото на показателите за последните три години (2010 г. – 2012 г.) и теглото на данните към 30.09.2013 г.

Разходи за персонал

1). В таблица № 9 разходите за осигуровки са посочени като процент от разходите за осигуровки. Следва да се представи коректната информация и се направят нужните корекции.

2). На стр. 23 е посочено, че претеглени с относителните дялове, посочени в раздел 6.5.1.1, разходите за персонал са средно 35,3% от общите приходи за периода 2010 г. – 2012 г. и 01.01.2013 г. – 30.09.2013 г., което не съответства на историческите данни и следва да се коригира. Също така, на стр. 23 при отразяване на разходите за персонал през историческия период (8,2 млн. лв. през 2012 г. и 6,1 млн. лв. към 30.09.2013 г.) са сумирани разходи за възнаграждения и осигуровки, а в таблица № 9 отделно са отразени разходите за персонал и разходи за осигуровки. Следва несъответствието в информацията да се отстрани.

3). Относно разходите за персонала и разходите за осигуровки важи направената по-горе бележка относно теглата на резултатите за последните три години (2010 г. – 2012 г.) и теглото на данните от отчета към 30.09.2013 г.

Балансова стойност на продадените активи без продукция

1). Следва да се обоснове залагането на балансовата стойност на продадените активи като процент от продажбата на стоки.

2). Относно балансовата стойност на продадените активи без продукцията важи бележката за теглото на показателите за последните три години 2010 г. – 2012 г. и теглото на данните от отчета към 30.09.2013 г.

Изменение на запасите от продукцията и незавършено производство

1). Размерът на изменението на запасите от продукцията и незавършено производство за 2013 г. във всички сценарии не съответства на зададените параметри и следва да се преизчисли и се посочи вярната стойност, като се направят съответните корекции в таблиците с разчетите по трите сценария.

2). В таблица № 9 е посочена статия „Разходи за придобиване на дълготрайни активи”, като там са отразени измененията на записите от продукцията и незавършено производство. Следва текстът с прогнозната информация да съответства на данните от таблиците с разчетите, като се направят съответните корекции, съгласно данните от финансовите отчети на дружеството.

Нетен оборотен капитал /НОК/

Размерът на нетния оборотен капитал, съответно негово изменение следва да бъдат съобразени с планираното намаление на запасите от продукцията и незавършено производство през всички години от прогнозния период, които са елемент на краткотрайните активи. Намалението на краткотрайните активи води до намаляване на нетния оборотен капитал, което влияе върху нетните парични потоци в посока тяхното повишение.

Норма на дисконтиране и растеж - g

1). Рисковата премия за развит пазар, определена като средногеометрична между разликите в доходността на акциите и дългосрочните ДЦК (Stocks – T Bonds) на американския пазар за периода 1928 г. – 2012 г., определена в размер на 5,80%, не съответства на резултатите, които се получават за този период на база данните в интернет страницата на Асуат Дамодаран, и следва да се коригира. Коректната рискова премия за развит пазар следва да се използва при определянето на цената на собствения капитал.

2). Следва да се посочат стойностите на общите лихвоносни заеми на „Велде България” АД и общия акционерен капитал на дружеството, които са използвани при определянето на коригираната за дълг (relevered) бета.

6.2. По отношение на метода “Нетна балансова стойност на активите”:

1). Дружеството обект на оценка е производствено предприятие, като неговият бизнес до голяма степен зависи от притежаваните земи, сгради, машини и съоръжения. През 2011 г. е извършен основен ремонт на завода за фазер, в следствие на което през 2012 г. чувствително се е увеличила производителността на основните продукти на дружеството – обемът на произведените дървесновлакнести плочи е нараснал с 22.35% спрямо 2011 г., а производството на шперплат бележи ръст от 13.75% спрямо 2011 г.. През 2011 г. дружеството е имало задължения по получени инвестиционни банкови кредити в размер на 1 087 хил. лв., използвани за покупката на нови машини и оборудване. През 2012 г. са направени инвестиции в размер на 391 хил. лв., като инвестиционната дейност продължава и през 2013 г., когато са постъпили машини и оборудване с отчетна стойност в размер на 535 хил. лв. Освен това, съгласно оповестеното във финансовия отчет на дружеството за 2012 г., балансовите стойности на активите и пасивите не се различават съществено от техните справедливи стойности. С оглед изложените факти и данни и тяхното отражение върху производствения процес

на дружеството, както и факта, че в условията на глобална финансова криза е трудно да бъде извършено прецизно прогнозиране, следва да се даде по-голямо относително теглото на метода нетна балансова стойност на активите.

6.3. По отношение на метода “Пазарни множители на дружества - аналози”

Доколкото на стр. 15 е посочено, че „Велде България” АД не може да бъде сравнявано с „Алфа Ууд” АД и „Фазерлес” АД, като за част от причините, а именно - различия в пазарните сегменти, в които дружествата извършват дейността си, мащабите на дейността, рисковия профил и структура на финансовите показатели липсва информация, следва да се представят данни в тази връзка и да обосноват направените твърдения.

На основание чл. 13, ал. 1, т. 9 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 търгово предложение от „Велде” ГмбХ, Австрия за закупуване чрез ИП „Булброкърс” ЕАД на акции на „Велде България” АД, гр. Троян 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:

СТОЯН МАВРОДИЕВ