



## КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

### РЕШЕНИЕ № 347 - ТП от 03.05.2022 г.

С писмо, вх. № 15-00-4 от 06.04.2022 г., на основание чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 154 броя акции (3,08%) от капитала на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД), гр. София 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. В списъка с използвани съкращения на стр. 3 от търговото предложение срещу съкращението „ЗЕ“ вместо Закона за енергетиката и енергийната ефективност, който е отменен, следва да се посочи действащият Закон за енергетиката, доколкото на стр. 6 от търговото предложение е налице препратка към разпоредба от Закона за енергетиката, указан и със съкращение („ЗЕ“).

1.2. От представения списък с използвани съкращения (стр. 3) следва да отпадат посочванията „ICIS - *Independent Commodity Intelligence Services*“ и „РБА - *Регулаторната база на активите*“, доколкото тези съкращения не са използвани в настоящото търгово предложение.

##### **2. По чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13), съответно по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК - Информация за предлаганата цена за акция:**

2.1. Констатирано е разминаване между посочената претеглена цена на една акция по метода „Дисконтирани парични потоци“ в таблицата на стр. 11 (18 362 лв.) и в таблицата на стр. 33 (18 361 лв.) от търговото предложение. Следва да се отбележи, че при залагане на тегло от 70% на метода „Дисконтирани парични потоци“ и при получената в търговото предложение цена по метода от 26 230 лв., претеглената цена на една акция по метода възлиза на 18 361 лв. Предвид посоченото, след съобразяване на всички дадени от КФН указания по метода, получената претеглена цена на една акция на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) по метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде уеднаквена в двете посочени таблици.

2.2. Също така е констатирано, че при сумиране на посочените в таблицата на стр. 11 от търговото предложение претеглени цени на една акция на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) по методите „Дисконтирани парични потоци“ (18 362 лв.) и „Нетна стойност на активите“ (9 655

лв.), се формира справедлива цена за една акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41 в размер на 28 017 лв., а не както е посочено 28 016 лв. Посоченото обстоятелство следва да бъде съобразено, като всички стойности и техните закръгления в таблиците следва да бъдат представени по такъв начин, че изчислената справедлива цена на една акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41 да съответства напълно на сумата от претеглените цени на акция по двата приложени оценъчни метода.

**3. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 8 от ЗППЦК – Информация относно условията на финансиране на придобиването на акциите, включително дали предложителят ще ползва собствени или заемни средства:**

3.1. Към търговото предложение не е приложен документ, доказващ наличието на средства за финансиране на предложението от страна на „Ийстърн Юрпиън Електрик Къмпани“ Б.В., съгласно чл. 24, ал. 3, т. 3 от Наредба № 13, издаден не по-рано от датата на обосновката на цената. При внасяне на коригирано търгово предложение съгласно чл. 24, ал. 3, т. 3, предл. второ от Наредба № 13 следва да бъде представен документ, доказващ наличието на средства за финансиране на предложението, издаден към датата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение. Непредставянето му е основание за налагане на окончателна забрана за публикуване на предложението.

3.2. Доколкото „Ийстърн Юрпиън Електрик Къмпани“ Б.В., е регистрирал в КФН и търгово предложение за закупуване акциите от останалите акционери на „Електроразпределителни мрежи Запад“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Разпределение България“ АД), към коригираното търгово предложение следва да се представят копия от документи, доказващи, че търговият предложител разполага с необходимия размер средства за придобиване на пакета акции по двете търгови предложения.

**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:**

4.1. На основание чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „б“ от Наредба № 13 е необходимо да се представи информация дали се предвиждат промени в размера на капитала на „Ийстърн Юрпиън Електрик Къмпани“ Б.В. за период от три години след сключването на сделката в резултат на настоящото търгово предложение.

4.2. На основание чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „е“ от Наредба № 13 е необходимо да се представи информация дали търговото предложение ще окаже въздействие, върху мястото на дейност на „Ийстърн Юрпиън Електрик Къмпани“ Б.В.

4.3. При описание на компетентността на Управителния съвет (УС) на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) на стр. 41 от търговото предложение информацията по т. 4 не съответства на предвиденото в чл. 72 от устава на дружеството. В т. 5 е направена препратка към чл. 62, т. 7, но е необходимо да се допълни, че разпоредбата е от устава на дружеството.

4.4. Направеното изявление на стр. 38 от търговото предложение относно относителния дял на клиентите на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) на регулиран пазар и на свободен пазар на електроенергия, следва да бъде представено поне към края на 2021 г., доколкото информацията е неактуална.

4.5. Доколкото на множество места на стр. 37 от търговото предложение некоректно е посочено „ЧЕЗ Електро“ АД и „ЧЕЗ Разпределение“ АД, в коригираното

търгово предложение следва да бъдат изписани пълните актуални наименования на посочените дружества.

**5. 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:**

В случай, че към датата на коригираното търгово предложение търговият предложител „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. има изготвен годишен финансов отчет за 2021 г., е необходимо информацията по т. XIII от търговото предложение да бъде допълнена с посочване на съответния финансов отчет.

**6. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК – Обосновка на предлаганата цена:**

6.1. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, като датата на оценката и датата на регистрация на търговото предложение не следва да се коригират.

6.2. Съгласно изискването на чл. 21, ал. 1, т. 4 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), резюмето на данните от оценката по чл. 20, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41 следва да включва информация относно балансовата стойност на неоперативните активи на оценяваното дружество към датата на последния публикуван финансов отчет. При преглед на оповестените от „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) публикации в информационната медия X3News е установено, че на 29.03.2022 г. „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) е публикувало одитиран индивидуален годишен финансов отчет за 2021 г., който е последният публикуван финансов отчет преди датата на регистрация, съответно преди датата на обосновката на настоящото търгово предложение. Предвид горепосоченото, по т. V.2. от търговото предложение (стр. 21-22) следва да бъдат прецизирани посочванията, че информацията е „на база справки от управлението“ и съответно данните относно неоперативните активи на дружеството да бъдат представени съгласно последния публикуван финансов отчет.

6.3. Направеното изявление на стр. 8 от търговото предложение по отношение на изготвяна пазарна оценка на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) през последните 12 месеца следва да се редактира, доколкото разпоредбата на чл. 21, ал. 1, т. 7 от Наредба № 41 изисква информацията да бъде оповестена за периода от 12 месеца преди датата на обосновката, а не преди датата на регистрация на търговото предложение.

**6.4. По представените оценъчни модели:**

**А. По отношение на метода „Дисконтирани парични потоци”**

1. По отношение на представената обосновка на метода „Дисконтирани парични потоци“ е необходимо всички таблични данни, в които са посочени стойности в милиони лева да бъдат представени до втория знак след десетичната запетая.

2. Доколкото 2021 г. е част от историческия период по настоящото търгово предложение, е необходимо да бъде прецизирано направеното изявление на стр. 21 от търговото предложение, където е посочено „*прогнозните нетни парични потоци за периода 2021 г. – 2026 г.*“.

3. Също така, следва да бъде прецизирано направеното изявление под втората формула на стр. 23 от търговото предложение, доколкото от представената обосновка

на метода „Дисконтирани парични потоци“ е видно, че прогнозните данни за нетните парични потоци обхващат период от 5 години (2022F-2026F), а не както е посочено за период от 6 години.

4. На стр. 30 от търговото предложение е направено некоректно изявление, че съотношението дълг/собствен капитал е определено на базата на последния публичен отчет за четвърто тримесечие на 2021 г. Предвид обстоятелството, че последният публикуван от „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) финансов отчет преди датата на регистрация, съответно преди датата на обосновката на настоящото търгово предложение е одитираният индивидуален годишен финансов отчет за 2021 г., изявлението следва да бъде прецизирано, съответно стойността на съотношението дълг/собствен капитал следва да бъде преизчислена на база данните от този финансов отчет. С оглед необходимостта от актуализиране на стойността на съотношението дълг/собствен капитал е необходимо да бъде представена подробна информация относно начина на формиране на дела на собствения капитал, съответно на дела на дълга на дружеството, вкл. с оповестяване на изходните данни, които са използвани за изчисляване на тези показатели.

5. От представените таблични данни на стр. 30 от търговото предложение е видно, че съотношението дълг/собствен капитал на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) на база неаудитирания финансов отчет към 31.12.2021 г. е определено в размер на 0%. При коригиране на коефициента „ $\beta$  без ливъридж“ (0,52) със заложената стойност на съотношението дълг/собствен капитал и прилагане на данъчна ставка от 10% се формира стойност на коефициента „ $\beta$  с ливъридж“ в размер на 0,52. Посоченото налага необходимост от корекция на използваната стойност на коефициента „ $\beta$  с ливъридж“ при определяне на нормата на дисконтиране на нетните парични потоци на дружеството.

6. Във втората таблица на стр. 24 от търговото предложение следва да бъде представена разбивка на статия „Приходи от продажба на електричество (млн. лв.)“, от която да е видно каква част от приходите на дружеството се реализират от клиенти (стопански и битови потребители) на регулиран пазар и каква част от клиенти на свободния пазар на електроенергия.

7. Във внесеното в КФН на основание чл. 149, ал. 1 и ал. 6 от ЗППЦК коригирано търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В. за закупуване на 1 650 бр. акции (33%) от капитала на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД), по което КФН не е постановила окончателна забрана, при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“ е предвидено, че през прогнозната 2021 г. дружеството ще реализира приходи на стойност от 660 млн. лв. Също така, в следващите прогнозни години (2022 г. – 2026 г.) е заложено приходите да намаляват със следните темпове:

Показател от предходно търгово предложение	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Приходи (млн. лв.)	660	641	626	609	585	579
Ръст (%)	-1,4%	-3,0%	-2,3%	-2,7%	-3,9%	-1,0%

В настоящото търгово предложение се констатира, че заложените прогнозни приходи са необосновано песимистични. При направено сравнение между прогнозираните приходи за 2021 г., посочени в предходно регистрираното търгово предложение и реално реализираните приходи от дружеството за 2021 г. е видно, че вече реализираните приходи са значително по-високи от прогнозираните. Също така се констатира, че в предходното търгово предложение за прогнозния период (2021 г. –

2026 г.) е предвиден по-малък спад на прогнозните приходи спрямо данните в настоящото търгово предложение.

Показател от настоящото търгово предложение	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Приходи (млн. лв.)	967	920	840	713	587	612
Ръст (%)	44,3%	-4,9%	-8,7%	-15,0%	-17,7%	4,2%

От гореизложеното е видно, че прогнозните приходи в настоящото търгово предложение са необосновано занижени със значително по-висок отрицателен ръст, като за посоченото не са налице пазарни и регулаторни причини, които да обективират такава рязка негативна промяна в темпа на изменение на приходите. Нещо повече – актуалните тенденции на енергийните пазари са в обратна посока, тъй като се наблюдава увеличаване на цените на електроенергията. Посоченото се потвърждава и от реализираните от дружеството приходи за 2021 г., които са с над 45% по-високи от заложените в предходно представеното търгово предложение. В тази връзка, предвидените прогнозни отрицателни ръстове на приходите следва да бъдат преразгледани и съобразени с реалната пазарна конюнктура.

Доколкото приходите на дружеството са ключов финансов показател, който чувствително влияе върху получената цена по метода „Дисконтирани парични потоци“, е необходимо приходите от продажба на електричество да бъдат надлежно обосновани с представяне на съответстващи анализи и прогнози, включително от авторитетни външни източници.

8. Представената на стр. 26 от търговото предложение обосновка на оперативните разходи на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) следва да бъде цялостно преразгледана, доколкото историческият период по настоящото търгово предложение обхваща 6 години (2016А – 2021А). Прецизиране на текстовата информация е необходимо, тъй като на множество места на стр. 26 от търговото предложение като исторически е разгледан периодът до 2020 г., като не е взета предвид историческата 2021 г.

9. Предвид обстоятелството, че историческите и прогнозни данни за нетния оборотен капитал на дружеството (стр. 28) са представени на годишна база, е необходимо да се поясни или прецизира посочването, че *„Обращаемостта на вземанията в дни се прогнозира въз основа на исторически данни за същото тримесечие на предходната година“*. Също така, доколкото цитираното изявление е дублирано на стр. 28, при актуализиране на информацията едното посочване следва да бъде заличено.

10. В прогнозата на нетните парични потоци на дружеството не са заложили разходи за амортизации, като на стр. 27-28 от търговото предложение е посочено, че *„Разходите за амортизации са прогнозирани с нулеви стойности за прогнозния период, поради факта, че дружеството към 31.12.2021 няма амортизируеми активи на баланса си и с оглед на дейността на дружеството не се очаква такива да бъдат закупвани през годините на прогнозния период“*. Същевременно, видно от таблицата на стр. 16 от търговото предложение, за всяка финансова година от периода 2019 г. - 2021 г. по статия *„Разходи за амортизация на активи с право на ползване“* са отчетени по 1 млн. лв. Предвид горепосоченото, в коригираното търгово предложение следва да бъдат начислени разходи за амортизации в прогнозния период, като техният размер следва да бъде обоснован на база историческите стойности, прогнозните стойности на амортизируемите активи и счетоводната политика на оценяваното дружество. В случай че такива разходи не бъдат заложили в прогнозата на нетните парични потоци, е

необходимо да бъде направено аргументирано пояснение за естеството на амортизациите в историческия период и причините, поради които същите не са предвидени в прогнозния период.

11. На базата на нетния паричен поток в последната прогнозна година (2026 г.), нормата на дисконтиране (7,76%) и растежа в следпрогнозния период (2,4%), неправилно е определена терминалната стойност на дружеството (52 млн. лв.). В тази връзка следва да бъде представена допълнителна обосновка по отношение начина на формиране на терминалната стойност на дружеството и при необходимост да бъдат направени съответните корекции.

12. Също така е необходимо да бъде пояснена ролята на представените стойности в последната колона в таблицата на стр. 31, озаглавена „Терминална стойност“ и при необходимост същата да бъде премахната.

13. Необходимо е да бъде представено пояснение на причините, поради които при определяне на дисконтовите фактори за прогнозните периоди в таблицата на стр. 30-31 от търговото предложение, са използвани дните от датата на обосновката до края на полугодieto на 2022 г., а не до края на 2022 г.

14. Оповестените стойности на ред „Дисконтиращ фактор“ в таблицата на стр. 31 от търговото предложение следва да бъдат представени поне до петия знак след десетичната запетая.

15. Стойностите по статии „Парични средства“ и „Лихвоносни заеми“ във втората таблица на стр. 31 от търговото предложение следва да бъдат оповестени съгласно данните от последния публикуван финансов отчет на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) към датата на регистрацията на настоящото търгово предложение в КФН – одитиран индивидуален годишен финансов отчет за 2021 г. Допълнително, текстовото описание над таблицата на стр. 31 от търговото предложение също следва да бъде редактирано, доколкото в текста е посочено „към края на четвърто тримесечие на 2021 г.“.

16. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) по метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

## **Б. По отношение прилагането на метода „Нетна стойност на активите“**

1. Последният публикуван финансов отчет на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) преди датата на обосновката е одитираният индивидуален годишен финансов отчет за 2021 г. С оглед изискването на чл. 15, ал. 2 от Наредба № 41 при изчисляване на цената на една акция по метода „Нетна стойност на активите“ следва да бъдат използвани данните от този финансов отчет, а не както е подхотено съгласно данните от неодитирания финансов отчет към 31.12.2021 г. Предвид използваните некоректни финансови данни в таблицата, цената на една акция по метода „Нетна стойност на активите“ е неправилно определена. Посоченото налага необходимост от преразглеждане на направените изчисления по метода, като корекцията на определената цена по метода „Нетна стойност на активите“ следва да бъде отразена в таблиците на стр. 11 и стр. 32-33, както и на всички други относими места в търговото предложение.

2. Необходимо е да се редактира направеното некоректно изявление на стр. 32 от търговото предложение, гласящо че за целите на оценката на акциите на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) по метода „Нетна стойност на активите“ са „използвани финансови данни от отчета на дружеството за второто тримесечие на 2021 г.“.

**Разгледани, но неизползвани оценъчни методи:**

**В. По отношение на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“**

В обосновката на теглата на приложените оценъчни методи (стр. 32-33) се съдържат некоректни изявления, гласящи че „*Използваните за целите на оценката дружества-анализи включват компании, чиято дейност обхваща...*“ и „*...за целите на оценката по метода на пазарните множители на сходни дружества бяха селектирани дружествата...*“. В настоящото търгово предложение за изчисляване на справедливата цена на една акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41 са приложени единствено методите „Дисконтирани парични потоци“ и „Нетна стойност на активите“, предвид което посочените изявления следва да се прецизират или да бъдат премахнати.

**Г. По отношение на ликвидационната стойност:**

По настоящото производство е налице обстоятелство по чл. 6, ал. 3, т. 8 от Наредба № 41: Предложената цена за акция по настоящото търгово предложение от 28 158,30 лв. е по-ниска от определената цена по метода „Нетна балансова стойност на активите“, която е 32 183 лв./акция. Методът „Нетна балансова стойност на активите“ и методът на ликвидационната стойност са подобни, тъй като и двата метода представляват разходен подход за определяне на стойността на оценяваната компания. Следва да се има предвид, че към 31.12.2021 г. 98,1% от активите на дружеството се формират от ликвидни активи – текущи вземания, финансови активи и парични средства, на които ликвидационната стойност би следвало да бъде близка до балансовата стойност.

Следователно е налице обстоятелство, съгласно което може да се допусне, че ликвидационната стойност на акция на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) е възможно да надвишава предлаганата от търговия предводител цена за акция, предвид което на основание чл. 6, ал. 3, т. 8 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение следва да бъде изготвена и представена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност.

**Д. Крайна оценка на дружеството:**

Справедливата цена на една акция на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД) следва да бъде преизчислена предвид дадените указания за преизчисляване на цената по метода „Дисконтирани парични потоци“ и метода „Нетна стойност на активите“.

**II. По приложените към търговото предложение документи:**

**По чл. 24, ал. 3, т. 4 от Наредба № 13 - Образци на заявление за приемане на търговото предложение и на заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение:**

В случай на корекция на цената на търговото предложение, в заявлението за приемане на търговото предложение следва да се посочи коригираната цена за една акция, предложена от търговия предводител „Ийстърн Юрпиън Електрик Къмпани“ Б.В., на която ще бъдат закупвани акциите от останалите акционери на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД).

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. № 15-00-4 от 06.04.2022 г., търгово предложение от „Ийстърн Юръпиън Електрик Къмпани“ Б.В., Кралство Нидерландия за закупуване чрез ИП „Евро-Финанс“ АД, гр. София, на 154 броя акции (3,08%) от капитала на „Електрохолд Продажби“ АД (с предходно наименование „ЧЕЗ Електро България“ АД), гр. София 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**