



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 801 - ТП от 10.08.2023 г.

С писмо, вх. № 15-00-4 от 20.06.2023 г., на основание чл. 149, ал. 6, предложение второ, във връзка с чл. 149, ал. 2, т. 1 и във връзка с чл. 149а, ал. 1 и ал. 3 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено търгово предложение от „Захар инвест“ АД за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Елана Трейдинг“ АД на до 658 848 броя акции, представляващи 5,929% от капитала на „Захарни заводи“ АД от останалите акционери на дружеството.

Търговото предложение е отправено от „Захар инвест“ АД, който съгласно данните в търговото предложение притежава пряко 4 772 327 броя акции (42,94%) и непряко по чл. 149, ал. 2, т. 1 от ЗППЦК още 5 681 744 броя акции, представляващи 51,13% от капитала и от гласовете в общото събрание на акционерите (ОСА) на дружеството - обект на търговото предложение или общо 10 454 071 броя акции, представляващи 94,07% от капитала и от гласовете в общото събрание на дружеството - обект на търговото предложение. Заявител е упълномощеният инвестиционен посредник ИП „Елана Трейдинг“ АД.

На 12.06.2023 г. търговият предложител „Захар инвест“ АД е сключил споразумения за следване на обща политика по управление на „Захарни заводи“ АД, чрез съвместно упражняване на притежаваните права на глас, като начинът на упражняване ще се определя от „Захар инвест“ АД, със следните дружества:

- „РИТЪМ-4-ТБ“ ООД – притежаващо пряко 2 838 960 броя акции, представляващи 25,547% от капитала и от гласовете в ОСА на „Захарни заводи“ АД и
- „ГУ-ФАРАДЕЙ“ ЕООД – притежаващо пряко 2 842 784 броя акции, представляващи 25,581% от капитала и от гласовете в ОСА на „Захарни заводи“ АД.

На свое заседание, проведено на 18.07.2023 г., КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на първоначално внесеното търгово предложение и приложените към него документи установи, че поради съществуващите непълноти и несъответствия, търговото предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му. Поради това на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН с Решение № 743-ТП от 18.07.2023 г., наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение и изиска представяне на допълнителна информация относно включените в него данни и отстраняване на констатираните несъответствия и непълноти в съдържанието му.

С писмо, вх. № 15-00-4 от 03.08.2023 г., в КФН е внесено коригирано търгово предложение от „Захар инвест“ АД за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг“ АД на до 658 848 броя акции, представляващи 5,929% от капитала на „Захарни заводи“ АД от останалите акционери на дружеството. В акциите, към които е отправено търговото предложение, не се включват акциите, притежавани от страните по сключеното на 12.06.2023 г. с търговия предложител Споразумение за следване на обща политика.

При извършената проверка на съдържанието на коригираното търгово предложение за спазване изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13 за търгово предлагане

за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) и Наредба 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41) от фактическа страна е констатирано следното:

По обосновката на предлаганата цена, съгласно чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:

По отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци“:

1). При разглеждане на първоначално представеното с писмо, вх. № 15-00-4 от 20.06.2023 г., търгово предложение е установено, че при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“ са използвани необосновано занижени прогнозни приходи, респективно печалби, което води до намаляване на нетните потоци и съответно до намаляване на получената цена по метода, което е в ущърб на миноритарните акционери, към които е отправено търговото предложение. Заложените прогнозни приходи не са съобразени както с ретроспективните данни за предходните години, от които е видно постоянно увеличаване на приходите на оценяваното дружество, така и с продължаващата и през 2023 г. тенденция в сектора на захарта за високо търсене, ръст на цените и съкращаване на запасите (по данни от сайта на Европейската комисия - <https://data.europa.eu/data/datasets/eu-sugar-market-observatory-trade-statistics?locale=bg>).

Констатираното несъответствие между ретроспективните данни и прогнозата за първата прогнозна година (2023 г.) е онагледено в следната таблица:

Приходи (хил. лв.)	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	I трим. 2022 г.	I трим. 2023 г.	Прогноза 2023 г.
Приходи от договори с клиенти (хил. лв.)	126 595	131 743	137 268	232 770	39 912	56 845	224 573
<i>Изменение приходите (%)</i> на		4,1%	4,2%	69,6%		42,4%	-3,5%
Печалба от дейността (хил. лв.)	2 371	6 207	4 790	32 107	1 985	2 898	9 004
<i>Изменение печалбата (%)</i> на		161,8%	-22,8%	570,3%		46,0%	72,0%

При анализа на първоначално представеното с писмо, вх. № 15-00-4 от 20.06.2023 г., търгово предложение е констатирано, че занижаването на прогнозните приходи още в първата прогнозна година (2023 г.) е в контраст както с дългогодишната тенденция, така и с постигнатите резултати за първо тримесечие на 2023 г. – за посочения период спрямо първо тримесечие на 2022 г. е реализиран ръст на приходите от над 45%. В таблица № 10 (стр. 22) от Част II на първоначално представеното търгово предложение е заложено намаление на цената на захарта през 2023 г. спрямо 2022 г., което противоречи на реалната ситуация в сектора. Предвид посоченото с наложената с Решение на КФН № 743-ТП от 18.07.2023 г. временна забрана от търговия предлагател е изискано в коригираното търгово предложение да бъде представена обективна и надлежно обоснована прогноза за приходите на групата, съобразно изискванията на чл. 4, чл. 7, ал. 1 и чл. 10 от Наредба № 41. Също така доколкото са предвидени значителни капиталови инвестиции (изпреварващи нивата на амортизациите), на търговия предлагател е обърнато внимание, че в прогнозния период групата би следвало да работи с висока ефективност.

Във връзка с дадените с наложената временна забрана указания по отношение на прогнозните приходи в коригираното търгово предложение, представено с писмо, вх. № 15-00-4 от 03.08.2023 г., са увеличени стойностите на прогнозните приходи, като повишението се дължи единствено на увеличаване на прогнозните приходи от продажба на захар. При обосновката на новите прогнозни стойности на приходите от продажба на захар търговият предложител се позовава на прогноза на Международната организация по прехрана и земеделие към ООН (FAO) за периода 2022 г. – 2031 г. (Източник: OECD/FAO (2022), “OECD-FAO Agricultural Outlook”, OECD Agriculture statistics (database). dx.doi.org/10.1787/agr-outl-data-en).

Посочената прогноза на FAO е изготвена около средата на 2022 г. (публикувана е на 29.06.2022 г.) и от представените в нея прогнозни данни е видно, че очакванията по отношение на цената на захарта за 2022 г. и настоящата 2023 г. не съответстват на сега наблюдаваните тенденции: в прогнозата на FAO е заложен спад на цената на захарта през 2022 г. и 2023 г. (стр. 186), което не съответства на реално наблюдаваните тенденции на ръст на продажните цени. По отношение на цената на захарта в коригираното търгово предложение е заложено: за 2023 г. продажна цена от 1857,47 лв. за тон (което е с около 10% над постигнатите ценови нива средно за 2022 г.); за 2024 г. спад на продажната цена с 5%; за 2025 г. допълнителен спад на продажната цена с още 3%; за периода 2026 г. - 2028 г. стабилизация на цените и ръст от 1% за 2026 г. и по 2% за всяка от следващите две години.

По отношение на прогнозата за количествата продавана захар в оценката е заложено: за 2023 г. продажба на 89 200 тона (за сравнение през 2022 г. са продадени 82 279 т.); за 2024 г. спад с 5%; за периода 2025 г. - 2028 г. отново е предвидено продаваните количества да намаляват. Заложената в коригираното търгово предложение тенденция за намаляване на продаваните количества захар от „Захарни заводи“ АД в периода 2024 г. – 2028 г. не съответства на пазарната конюнктура по отношение на европейските пазари, представена в прогнозата на FAO, на която се позовава търговият предложител, тъй като на стр. 177 от прогнозата на FAO е отбелязано, че за региона на Европа и Централна Азия консумацията на захар изпреварва местното производство. Следователно местните производители, какъвто е „Захарни заводи“ АД, имат конкурентно предимство, имайки предвид и посоченото на стр. 22 от Част II на коригираното търгово предложение, че *„вносят на захар в ЕС се облага с изключително високи защитни мита“*. Независимо от посоченото от предложителя, че нормалните нива на обичайното годишно производство на „Захарни заводи“ АД са 84 - 85 хил. тона захар, от 2025 г. е предвидено продадените количества захар да спаднат под 84 хил. тона. Съответно през 2028 г. е заложено „Захарни заводи“ АД да продава 81 401 т. захар, което е по-малко от реализираните през 2022 г. продажби на 82 279 т. захар. Заложеното намаляване на продаваните количества захар от „Захарни заводи“ АД в периода 2025 г. – 2028 г. не е надлежно обосновано и е в противоречие с пазарната конюнктура по отношение на европейските пазари, представена в прогнозата на FAO, на която се позовава търговият предложител.

Констатира се, че прогнозните количества продавана захар, на база на които се формират прогнозните приходи, са необосновано занижени, което влияе негативно при определянето на справедливата стойност на акциите по метода. Посоченото обстоятелство представлява самостоятелно основание по чл. 153, ал. 2 във връзка с чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК във връзка с чл. 7 и чл. 10 от Наредба № 41 за налагане на окончателна забрана за публикуване на представеното с писмо, вх. № 15-00-4 от 03.08.2023 г., коригирано търгово предложение.

2). В писмо, изх. № 15-00-4 от 18.07.2023 г., с което на предложителя е изпратено Решение на КФН № 743-ТП от 18.07.2023 г., изрично е указано на търговия предложител, че в коригираното търгово предложение следва да бъдат отстранени

единствено конкретно посочените от КФН несъответствия. Доколкото в издадената временна забрана няма направени бележки относно размера на лихвоносния дълг на дружеството, следователно в коригираното търгово предложение търговият предложител не е следвало да прави промени, които касаят вече възприетите от КФН стойности на лихвените задължения на групата на „Захарни заводи“ АД. Въпреки това, по инициатива на търговия предложител са направени допълнителни корекции, за които КФН не е давала указания с издадената временна забрана, а именно:

В първоначално представеното с писмо, вх. № 15-00-4 от 20.06.2023 г., търгово предложение, за прогнозната 2023 г. е заложено лихвеният дълг да се съкрати значително – с 35 млн. лв. (от 95 млн. лв. на 60 млн. лв.). В коригираното търгово предложение лихвеният дълг през 2023 г. допълнително е намален с още 20 млн. лв. (от 95 млн. лв. на 40 млн. лв.). В коригираното търгово предложение не е представена надлежна обосновка за такова значително и необичайно намаление на лихвения дълг с над 55 млн. лв., което да бъде осъществено в рамките на една година. Подобно съкращаване на лихвения дълг не се констатира и в историческия период, дори се наблюдава точно обратната тенденция: независимо, че в периода 2019 г. – 2022 г. печалбата и съответно собственият капитал на „Захарни заводи“ АД постоянно нарастват, размерът на лихвения дълг на дружеството не намалява значимо, а дори нараства. Констатираното е онагледено в следната таблица:

Показател	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	Прогноза 2023 г.
Приходи от продажби (хил. лв.)	126 595	131 743	137 268	232 770	267 288
Печалба от дейността (хил. лв.)	2 371	6 207	4 790	32 107	17 950
Собствен капитал (хил. лв.)	14 932	21 315	23 818	55 273	73 223
Лихвен дълг (хил. лв.)	61 214	56 786	60 858	95 382	40 082
Дял на дълга	80,4%	72,7%	71,9%	63,3%	35,4%

Подобно развитие не е характерно и за сектора – това е отбелязано и на стр. 37 от Част II на коригираното търгово предложение: „Съотношението *“дълг/собствен капитал“* в края на прогнозния период ще е около и по-ниско от средното за отрасъла *„хранителна индустрия/ food processing“* за развиващите се пазари...“.

В коригираното търгово предложение не е представена надлежна обосновка за прогнозните стойности на лихвения дълг. В придружителното писмо към коригираното търгово предложение само е упоменато: „*Преизчислен е и размера на лихвоносния дълг, който в резултат на заложените по-високи приходи, намалява по-бързо и в края на периода става нулев*“. Във връзка с посоченото следва да се отбележи, че размерът на реализираните от дружеството приходи няма пряка връзка с размера на лихвения дълг (каквата зависимост се наблюдава при нетния оборотен капитал спрямо приходите от продажби). Увеличаването на приходите не е непременно свързано с намаляване на лихвения дълг. Това се вижда от историческите данни на „Захарни заводи“ АД: през 2022 г. спрямо 2021 г. приходите нарастват съществено, но лихвеният дълг не намалява, а дори обратното – значимо се увеличава. Намаляването на прогнозните стойности на лихвения дълг в коригираното търгово предложение, спрямо първоначално представеното в КФН, води до получаване на по-ниска цена за акция по метода „Дисконтирани парични потоци“, който участва с тегло от 60% при формиране на справедливата цена за една акция на публичното дружество. Констатираното занижаване на предложената цена за акциите на „Захарни заводи“ АД е в ущърб на миноритарните акционери, към които е отправено търговия предложението.

Във връзка с изложеното е установено, че предложителят неоснователно е извършил съществена корекция на обосновката на цената по метода на дисконтираните парични потоци чрез намаляване на прогнозните стойности на лихвените задължения,

което влияе негативно при определянето на справедливата стойност на акциите по метода. Посоченото обстоятелство представлява самостоятелно основание по чл. 153, ал. 2 във връзка с чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК във връзка с чл. 7 и чл. 10 от Наредба № 41 за налагане на окончателна забрана за публикуване на представеното с писмо, вх. № 15-00-4 от 03.08.2023 г., коригирано търгово предложение.

Въз основа на посочените факти и обстоятелства и с оглед некоректното изчисляване на справедливата цена за една акция, получена при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци съгласно чл. 150, ал. 7 във връзка с ал. 6 от ЗППЦК и чл. 5, ал. 3, чл. 7 и чл. 10 от Наредба № 41, съдържанието на разглежданото коригирано търгово предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му, а интересите на миноритарните акционери на дружеството – обект на търгово предложение, са накърнени, с оглед на което са налице предвидените в чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК основания КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на търговото предложение от „Захар инвест“ АД за закупуване чрез инвестиционен посредник ИП „Елана Трейдинг“ АД на акции на „Захарни заводи“ АД от останалите акционери на дружеството.

Предвид гореизложеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10, предложение второ във връзка с чл. 15, ал. 1, т. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) и чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШИ:

Издава окончателна забрана за публикуване на внесеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-4 от 03.08.2023 г., коригирано търгово предложение от „Захар инвест“ АД за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг“ АД на акции на „Захарни заводи“ АД от останалите акционери на дружеството.

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

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

БОЙКО АТАНАСОВ