

Процена на вредноста на акциите на СБ

Резиме на процената на приоритетни и обични
акции на Стопанска Банка АД Скопје заклучно со
30 септември 2022 година

28 февруари 2023 г.

„Ернст и Јанг Бугарија“ ЕООД
Бул. Цариградско Шосе 47А, кат 4
Софија 1124, Бугарија

Диана Николаева, CFA
Партнер, СаТ

Мартин Бочев, CFA
Директор

До Директори
Стопанска Банка АД Скопје
11 Октомври бр. 7
1000 Скопје
Република Северна Македонија

Ангажман за вреднување од страна на Стопанска Банка АД Скопје за потребите на проценка на соодносот на конверзија меѓу приоритетните кумулативни и обичните акции

28 февруари 2023 г.

Почитувани,

Во согласност со вашето барање, ја завршивме работата утврдена во нашиот договор за ангажман од 29 јули 2022 година („Договорот за ангажман“) и Анексот кон него од 30 септември 2022 година. Со задоволство ви го презентираме следното резиме од нашиот извештај за проценка („Извештајот“) во врска со анализата за вреднување на Стопанска Банка АД Скопје („Банката“, „Друштвото“, „СТБ“) со цел проценка на соодносот за конверзија меѓу приоритетните кумулативни и обичните акции заклучно со 30 септември 2022 година („Датумот на проценка“).

При спроведување на процената, се потпиравме на информациите што ни ги обезбеди менаџментот на Банката („Менаџментот“), а кои не беа подложени на независна надворешна ревизорска проверка. Ни беше дадено до знаење дека дадените информации се подготвени во согласност со локалните општо прифатени сметководствени принципи („локални GAAP“) во Северна Македонија и/или со Меѓународните стандарди за финансиско известување („МСФИ“), дека истите се материјално правилни и точни и дека Менаџментот беше уредно овластен да ни ги обезбеди. Не вршевме никаква ревизорска работа, ниту, пак, спроведовме какви било процедури за да ја потврдиме точноста на која било информација што ни беше доставена.

Нашата проценка се заснова на преовладувачките економски, пазарни и други услови заклучно со Датумот на процената. Тие услови може значително да се сменат во текот на релативно краток временски период. Појавата на пандемијата со КОВИД-19 на почетокот на 2020 година, како и нејзиното продолжување и тековниот конфликт во Украина од крајот на февруари 2022 година, („Настаните“) доведе до значителна нестабилност и пад на глобалните јавни пазари на капитал, што резултираше со значителна неизвесност во однос на влијанието врз глобалната економија и на краток и на долг рок. Потенцијалните влијанија, вклучувајќи ја и глобална, регионална или друга економска рецесија, се сè понеизвесни, тешко се проценуваат и не можат квалитативно или квантитативно да се проценат во овој момент. Финансиската и економската несигурност на пазарот што резултираше од тоа може да има значително негативно влијание врз објективните вредности. Со цел да ги земеме предвид зголемените економски ризици и ново настанатите проблеми во инвестициската заедница поврзани со овие настани кои постоеја на Датумот на процената, зедовме во предвид премии на дисконтна стапка и други прилагодувања на нашата анализа. Било какви референци предизвикани од влијанието на овие настани во Извештајот не треба да се интерпретираат како комплетни коментари или пак како прецизна проценка на целосниот можен импакт на овие настани. Препознавајќи ги овие фактори, сметаеме дека заклучоците и мислењето до кои дојдовме може да бидат поподложни на промени отколку што вообичаено би било случај. Треба да се имаат во предвид ограничувањата на Извештајот, а корисниците на Извештајот треба сами да одлучат дали несигурноста од развојот на овие настани ќе влијае врз кои било деловни одлуки.

„Ернст и Јанг Бугарија“ ЕООД
Бул. Цариградско Шосе 47А, кат 4
Софија 1124, Бугарија

Диана Николаева, CFA
Партнер, СаТ

Мартин Бочев, CFA
Директор

Цел на нашиот извештај и ограничување на неговата употреба

Овој Извештај е подготвен по инструкции на Стопанска банка АД Скопје исклучиво заради процена на соодносот на размена меѓу приоритетните кумулативни и обичните акции („Целта“) и не треба да се користи за или да се потпираат на него за која било друга цел.

Овој Извештај и неговата содржина не смеат да бидат цитирани, користени како референцирани или прикажани на која било друга страна без наша писмена согласност, освен како што е предвидено во Договорот за ангажман.

Не прифаќаме никаква одговорност кон ниту едно лице освен кон вас и кон која било страна со која експлицитно на писмено сме се договориле да прифатиме обврска за грижа во однос на овој Извештај. Според тоа, ако таквите други лица, вклучувајќи ги и имателите на приоритетни или обични акции на Банката, изберат да се повикаат на која било содржина на овој Извештај, тие го прават тоа на свој ризик.

Природа и опфат на услугите

Природата и опфатот на услугите, вклучувајќи ги и основата и ограничувањата, се дадени детално во Договорот за ангажман.

Оваа анализа на вреднување не треба да се толкува како инвестициски совет и не треба да се користи како основа за утврдување цена на трансакции. Не преземаме одговорност кон кој било потенцијален купувач кој ќе преговара купување или продажба по препорачаните вредности.

Процената се заснова на информации што Менаџментот ни ги даде на располагање и на околностите што се познати на денот на процената.

Направената проценка не претставува независна надворешна ревизија, ниту проверка во смисла на Меѓународните стандарди за ревизија, ниту длабинска анализа. Добивме целокупно разбирање на работењето на Банката и на клучните стратешки проблеми што може да влијаат врз вредноста на нејзините акции. Каде што беше неопходно, ги дискутиравме претпоставките на Менаџментот и каде што е беше соодветно, побаравме и се повикавме на објаснувањата на Менаџментот.

Процената на кое било средство не е прецизна или егзактна наука и дадените заклучоци во многу случаи, од неопходност, ќе бидат субјективни и зависни од индивидуалното расудување. Не постои неспорна единствена вредност и, обично, вредноста се изразува како вредност што спаѓа во веројатен опсег.

Содржината на нашиот нацрт Извештај е споделена со Менаџментот на СТБ и тој ја потврди фактичката точност. Нашата работа е презентирана во нашиот детален извештај.

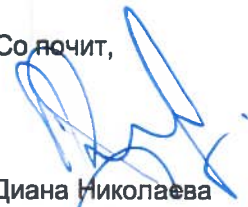
„Ернст и Јанг Бугарија“ ЕООД
Бул. Цариградско Шосе 47А, кат 4
Софија 1124, Бугарија

Диана Николаева, CFA
Партнер, СаТ
Мартин Бочев, CFA
Директор

Нашата работа започна на 1 август 2022 година и заврши на 28 февруари 2023 година. За целите на нашата процена, нашиот Извештај не зема предвид настани или околности што се случиле по Датумот на процената и немаме одговорност да го ажурираме Извештајот за таквите настани или околности.

Благодарни сме на можноста да ги обезбедиме нашите услуги на Стопанска Банка АД Скопје. Слободно може да нè контактирате доколку имате какви било прашања за овој ангажман или доколку можеме дополнително да ви помогнеме.

Со почит,



Диана Николаева

Партнер, Оддел за стратегија и трансакции

„Ернст и Јанг Бугарија“ ЕООД (*Ernst & Young Bulgaria EOOD*)

Содржина

Извршно резиме	Анализа за вреднувањето ...	Анализа за вреднувањето ...	Прилози
1	2	3	4
Стр. 6	Стр. 9	Стр. 15	Стр. 19

1

Извршно резиме

Заклучок од вреднувањето

Заклучок од вреднувањето

Во согласност со нашиот договор за ангажман, направивме проценка на пазарната вредност на приоритетните и обичните акции на СТБ, врз основа на Меѓународните стандарди за проценка од 2022 година, Методологијата за проценка на вредноста на капиталот на трговски друштва, јавни претпријатија и други правни лица усвоена од Министерството за економија (СВ 178/2011) и Методологијата за проценка на вредноста на побарувањата и обврските усвоена од Министерството за финансии (СВ 182/2011).

Имајќи ги предвид барањата на важечките стандарди за проценка, целта на ангажманот и достапните податоци, ја проценивме вредноста на двата вида акции применувајќи ги пазарниот пристап (метод за упатство на јавно тргувани компании, метод на споредливи трансакции, директна референца на цената на акциите), приходниот пристап (метод на дисконтирани дивиденди) и пристапот на нето средства (книговодствена вредност).

Проценетата пазарна вредност на една обична акција заклучно со Датумот на проценка, 30 септември 2022 година, е меѓу 1.096 МКД и 1.407 МКД.

Проценетата пазарна вредност на една приоритетна акција заклучно со Датумот на проценка е меѓу 395 МКД и 586 МКД.

Врз основа на опсезите на заклучоците за проценка на приоритетните и обичните акции, се проценува дека соодносот за размена на акции е меѓу 0,28044 и 0,53435 обични акции за една приоритетна акција со централна вредност од 0,40739.

Заклучок за сооднос за конверзија на акции

Опсег на соодносот за конверзија на акции (СКА)	Мин	Централна вредност	Макс	Забелешки
Пазарна вредност на обична акција (МКД)	1.407	1.252	1.096	(1)
Пазарна вредност на приоритетна акција (МКД)	395	507	586	(2)
СКА (бр. на обични акции за една приоритетна акција)	0,28044	0,40739	0,53435	(3) = (2) / (1)
Постоечки бр. на приоритетни акции	227.444	227.444	227.444	(4)
Бр. на нови обични акции што ќе се издаваат (пред заокружување)	63.785	92.659	121.534	(5) = (3) * (4)
Бр. на нови обични акции што ќе се издаваат (заокружен)*	62.069	90.954	119.883	(6)
Постоечки бр. на обични акции	17.460.180	17.460.180	17.460.180	(7)
Вкупни обични акции по зголемување на капиталот	17.522.249	17.551.134	17.580.063	(8) = (6) + (7)
Учество во капиталот што акционерите на приоритетни акции треба да го добијат	0,35%	0,52%	0,68%	(9) = (6) / (8)
Пари да се исплатат на акционерите на приоритетни акции од заокружувањето (МКД)	2.414.965	2.134.535	1.809.245	(10) = ((5) – (6)) * (1)

* Заокружениот број на нови обични акции што ќе се издаваат се заснова на конкретната листа на акционери дадена на 27 мај 2022 година и може да се промени во иднина.
Извор: Анализа на „ЕЈ“

Опфат на работа

Согласно нашиот договор за ангажман од 29 јули 2022 г. и Анексот кон него од 30 септември 2022 г., „Ернст и Јанг Бугарија“ ЕООД беше ангажирана да обезбеди услуги за вреднување со цел да се процени разменскиот сооднос меѓу обичните и приоритетните акции на Стопанска Банка АД Скопје заклучно со 30 септември 2022 г. Банката го ангажираше ЕЈ во согласност со барањето на имателите на приоритетни акции доставено до Надзорниот Одбор, кои ќе го разгледаат Извештајот. Стапката за конверзија на акциите ќе биде предложена на Собранието на акционери. Процената е од советодавна природа и не е обврзувачка за ниту една страна, вклучувајќи ги и акционерите.

Стандард за вредност

Имајќи ја предвид целта на процената и согласно договорот за ангажман, при проценка на вредноста на обични и приоритетни акции, ја применивме дефиницијата за Пазарна вредност, како што е утврдена во Меѓународните стандарди за проценка: „проценет износ по кој средствата или обврските треба да се разменат на датумот на проценка меѓу заинтересиран купувач и заинтересиран продавач во трансакција по принцип на дофат на рака меѓу независни страни, по соодветен маркетинг и каде што страните дејствувале свесно, совесно и без присила.“

Извршување на ангажманот

Ангажманот беше извршен во периодот од 1 август 2022 г. до 28 февруари 2023 г., врз основа на информации заклучно со 30 септември 2022 г. Во анализата не се земени предвид настани или околности по датумот на проценка.

Извори на информации

Главниот извор на информации за процената вклучува, но не е ограничен на:

- ▶ Ревидирани финансиски извештаи на Банката според прописите на Централната банка за 2019-2021 г.
- ▶ Неревидирани периодични финансиски извештаи на Банката заклучно со 30 септември 2022 г.
- ▶ Ревидирани финансиски извештаи според МСФИ на Банката за 2019, 2020 и 2021 г.
- ▶ Бизнис план на Банката кој го опфаќа периодот 2023 – 2025 година, подготвен од Менаџментот
- ▶ Дополнителни финансиски и нефинансиски информации за Банката, како што се аналитички сметки, извештаи до Централната банка за адекватност на капиталот, извештаи за ICAAP
- ▶ Разговори со Менаџментот на Банката
- ▶ Јавни информации од:
 - ▶ Народна банка на Република Северна Македонија
 - ▶ Македонската берза
 - ▶ „СиП Капитал ИК“ (S&P Capital IQ)
 - ▶ „Оксфорд Економикс“ (Oxford Economics)
 - ▶ „МрџерМаркет“ (MergerMarket)
 - ▶ Универзитет во Њујорк, Школа за бизнис Стерн и други.

2 Анализа за вреднувањето на обичните акции

Статички метод на вреднување (нето средства)

Методологијата за проценка на вредноста на капиталот на трговските друштва и други правни лица налага примена на статичкиот метод. Статичкиот метод се состои од методот на нето книговодствена вредност и метод на приспособена нето книговодствена вредност. Накратко, капиталот на едно претпријатие е износот на неговите средства што ги надминува неговите обврски. Под методот на нето книговодствена вредност, нето средствата се пресметуваат со примена на книговодствената вредност на средствата и обврските, додека под методот на приспособена нето книговодствена вредност, нето средствата се проценуваат со исправка на книговодствената вредност на средствата и обврските согласно нивната пазарна вредност.

За целите на анализата, земавме неприспособена нето книговодствена вредност на банката која, заклучно со Датумот на процената, изнесува 21.888м МКД според локалните GAAP (општо прифатени сметководствени принципи).

Со методот не се земаат предвид нематеријалните средства и елементи на goodwill (репутација) на Банката, како што се нејзиниот водечки пазарен удел и позиција што ѝ овозможуваат да заработува профити над просекот за банкарскиот систем, силниот бренд итн.

Вредност на нето средства (локални GAAP)

Показател	Мера	Вредност
Вкупно средства	мМКД	116.962
Вкупно обврски	мМКД	(95.073)
Нето средства	мМКД	21.888
Обични акции	Бр.	17.460.180
КВ по обична акција	МКД	1.254

Вреднување според пазарниот пристап

Предметот на вреднување се обичните акции на СТБ. Ги проценивме обичните акции со примена на двата метода што важат за процена на друштва под пазарниот пристап: Методот на споредливи трансакции („СТМ“) и Упатство за компании со кои јавно се тргува („GPTCM“):

- ▶ Со СТМ се дава индикација за пазарната вредност врз основа на коефициент на претходни трансакции во сегментот.
- ▶ Со GPTCM се проценува индикација за пазарна вредност врз основа на коефициенти од разумно споредливи јавно тргувани друштва.
- ▶ Тие коефициенти се применуваат на оперативните резултати на друштвото што се проценува за да се добие пазарната вредност.
- ▶ Анализираниите групи со споредливи зделки и јавно тргувани друштва се добиваат врз основа на јавно достапни извори на информации („Сип ИК“, „МрџерМаркет“ медиуми итн.) и се прикажани на следните страници.
- ▶ Го нагласуваме фактот дека главниот извор на несигурност во поглед на резултатите добиени од пазарниот пристап се разликите меѓу пазарните аналогни вредности и друштвата што се проценуваат - големина, конкретна природа на дејностите, оперативни резултати, развојни перспективи итн.

Применети коефициенти

За цели на процената, ги анализираме најчесто користените коефициенти што се применуваат при процена на акционерскиот капитал на банките: Соодносот цена - книговодствена вредност (P/B) и Соодносот цена - заработка (P/E).

При споредба со P/B, коефициентот P/E, во голем степен, зависи од конкретни извори на приходи за одредена банка, нејзиниот профил на ризик и апетит, пазарот на кој работи, нејзината сметководствена политика итн. Затоа, со оглед на тоа што има многу голема волатилност, правилната примена бара многу длабинска информација за приходите и расходите на споредливи компании/таргети, кои не се достапни на проценителот. Од тие причини, овој коефициент не се применува при процената што се врши.

Исправка на коефициенти

Коефициентот P/B е функција на Поврат на капиталот („RoE“), трошоците на капиталот и очекуваната стапка на раст на профитабилноста.

Со цел подобра споредливост во однос на различниот ризик преземен од сопствениците на капитал и соодветно на бараната стапка на принос на пазарот на кој работат СТБ и споредливите друштва/целни друштва, применивме и исправка врз основа на CDS (Country Default Spread) за соодветните земји за 2022 година, според податоците од Школата за бизнис Стерн при Универзитетот во Њујорк.

Со оглед на разликите во соодносот RoE на СТБ и споредливите друштва, применети се исправки. Овие исправки се добиени со регресија на коефициентот P/B во однос на соодносот RoE на аналогните пазарни вредност.

Овој коефициент, потоа, е применет на книговодствената вредност на капиталот на СТБ согласно локалните GAAP заклучно со 30 септември 2022 година за да се добие пазарната вредност на капиталот. Локалните GAAP беа избрани со оглед на тоа што најблиску одговараат на вредноста на капиталот која го одредува капацитетот за дистрибуција на дивиденда на банката и е метрика која ги движи инвестициските одлуки од страна на учесниците на пазарот.

Одбитоци и премии

Со оглед на тоа што сопствениците на приоритетни акции ќе добијат малцински удел во капиталот по конверзијата, а обичните акции се јавно тргувани, исправка за пазарност или недостаток на контрола, според GPTCM, не се применува.

При примена на СТМ, одбитоците и премиите може да се применуваат во зависност од тоа дали трансакциите се однесуваат на контролни пакети.

Цена на акциите на СТБ на Македонската берза

Како тест за релевантност за пазарниот пристап, ги анализираме 1-годишната цена на акциите и обемот на тргување со обичните акции на СТБ (ISIN: MKSTBS101014) што котираат на сегментот задолжителна котација на МБ.

Вреднување според пазарниот пристап

Метод на упатство за јавно тргувани компании

Избор на метод на упатство за јавно тргувани компании

- Со цел да се добие коефициентот P/B за јавно тргувани компании, ги анализираме коефициентите на тргување на банките што котираат на Македонската берза. Од анализата ги исклучивме банките со низок обем на тргување (вклучувајќи ја и самата СТБ). Исто така, ги разгледавме, но не ги вклучивме, и банките од соседните балкански пазари поради плиткиот обем на тргување.

Цена на обичните акции на СТБ на МБ

- Како тест за релевантност, ги извадивме цената на акциите и обемот на тргување на обични акции на СТБ (ISIN: MKSTBS101014) што котираат на сегментот задолжителна котација на МБ.
- Последната цена на акциите на 30 септември 2022 година изнесува 1.350 МКД. Во анализираниот период (01.01.2019 – 30.09.2022) цената на акциите бележи пораст од 12,5%.
- Меѓутоа, забележуваме дека обемот со кој се тргува е исклучително низок, каде што просечниот дневен обем на тргување за периодот 1 јануари 2019 – 30 септември 2022 година изнесува 557 акции. Тоа претставува 0,003% од вкупните обични акции. Во текот на дванаесетте месеци пред Датумот на процената беа истргувани вкупно 112.644 акции или само 0,65% од акциите во оптек. Во текот на септември 2022 година, во 62% од работните денови не се склучени никакви тргувања.
- Имајќи предвид дека со акциите се тргува многу ретко и има големи периоди без тргување, за цели на процената се повикавме на пондерирана просечна цена за дванаесетмесечниот период кој завршува на 30.09.2022 година.

Вреднување според приходниот пристап

Вреднување според приходниот пристап

Ги проценивме обичните акции на СТБ според приходниот пристап со примена на Методот на дисконтирани дивиденди („DDM“).

- ▶ DDM дава индикација за пазарната вредност врз основа на сегашната вредност на дивидендите што се очекува да бидат распределени. DDM е посебна верзија на поопштиот Метод на дисконтиран паричен тек што вообичаено се користи при процена на банките.
- ▶ Вредноста на идните парични текови (дивиденди) се претвора во сегашна вредност со примена на соодветна дисконтна стапка - трошок на капиталот (CoE).
- ▶ Се додава и терминална вредност, која ја одразува вредноста на капиталот на Банката на крајот на периодот на предвидување.

Општи претпоставки

- ▶ Вреднувањето е направено врз основа на бизнис планот за очекуваниот развој на СТБ кој ни беше даден од Менаџментот, вклучувајќи и биланс на состојба, биланс на успех и пресметки за адекватност на капиталот. Бизнис планот го опфаќа периодот 2023-2025 година.
- ▶ Бизнис планот е заснован на историските финансиски и оперативни резултати на Банката и прогнози за развојот на банкарскиот сектор во РСМ.
- ▶ При разгледување на бизнис планот, ги анализиравме разумноста и реалноста на прогнозите во смисла на претходната успешност на банките, трендовите во индустријата и споредбите со други банки.

Валута и даночна стапка

Бизнис планот е изготвен во денари и е преведен во евра по фиксен курс од 61,55 денари за 1 евро за анализираниот период. Процените се во номинална вредност.

За потребите на Вреднувањето, претпоставивме дека тековната корпоративна даночна стапка од 10% ќе се задржи во текот на периодот на прогнозирање.

Период на анализа

Бизнис планот што ни го достави Клиентот го опфаќа периодот од 31 декември 2022 година до 31 декември 2025 година. Со цел да бидеме во согласност со Методологијата за процена на вредноста на капиталот на трговски друштва, јавни претпријатија и други правни лица, чл. 7, т.3, ги предвидивме идните исплати на дивиденди до крајот на 2027 година, користејќи ги следните претпоставки:

- ▶ На крајот од бизнис планот подготвен од Менаџментот, исплатата на дивиденда за 2025 година е приспособена за да се достигне целното ниво на CAR кое потоа се одржуваше во постојаност.
- ▶ За 2026 и 2027 година банката одржува ниво на профитабилност (RoE), стапка на раст на дивидендата и коефициент на исплата на дивиденда во согласност со очекувањата на индустријата. Истите претпоставки важат и при пресметување на терминалната вредност.
- ▶ Одржливиот RoE е прогнозиран врз основа на просечниот ROE за изминатите 5 години за групата големи банки во РСМ. Се претпоставува одржлива стапка на раст врз основа на долгорочните прогнози за раст на БДП според „Оксфорд Економикс“. Соодносот на исплата се пресметува со примена на равенката: $\text{стапка на раст} = ROE \times (1 - \text{коефициент на исплата})$.

Анализа на сензитивност

- ▶ Во согласност со Методологија за процена на вредноста на капиталот на трговски друштва, јавни претпријатија и други правни лица, а со цел да се добие опсегот на пазарната вредност според методот на дисконтирани дивиденди, применивме +/- 3% сензитивност на претпоставката за трошоците на капиталот.

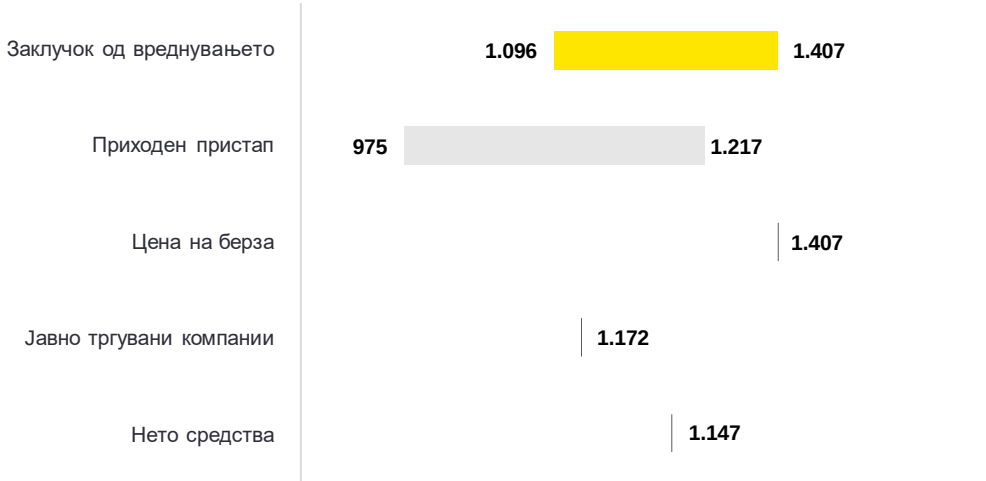
Заклучок од вреднувањето – обични акции

Заклучок од вреднувањето

Заклучокот за вреднувањето е изведен со примена на централната вредност дадена со методот DDM и пондерираната просечна берзанска цена за 12М. Резултатите од останатите применети методи спаѓаат во овој опсег на вредности (на пр., методот на тргувани друштва, статичниот метод).

Наше мислење е дека, заклучно со Датумот на вреднување, пазарната вредност на обичните акции се движи меѓу 1.096 и 1.407 денари по акција.

Резултати од вреднувањето (МКД по акција)



Резултати од вреднувањето

Заклучок од вреднувањето	Вредност (мМКД)	Коефициент P/B	Вредност по акција (МКД)
Статички метод (нето средства)			
Книговодствена вредност локални GAAP	21.888	1,00x	1.254
Книговодствена вредност МСФИ	22.623	1,03x	1.296
Пазарен пристап			
Упатство за јавно тргувани друштва	20.457	0,93x	1.172
Берзанска цена 12М пондериран просек	24.569	1,12x	1.407
Приходен пристап			
DDM – сценарио со ниска вредност	17.030	0,78x	975
DDM – централна вредност	19.139	0,87x	1.096
DDM – сценарио со висока вредност	21.248	0,97x	1.217
Заклучок	19.139 – 24.569	0,87x – 1,12x	1.096 – 1.407

Извор: Анализа на „ЕЈ“

Анализа за вреднувањето на приоритетните акции

Преглед на приоритетните акции

Преглед на приоритетните акции

- ▶ Во Законот за трговски друштва се дефинирани два вида приоритетни акции: (i) кумулативни приоритетни акции кои на нивниот сопственик му даваат право на исплата на акумулираната неисплатена дивиденда пред каква било исплата на дивиденда на сопствениците на обични акции и (ii) партиципативни приоритетни акции кои, покрај фиксната дивиденда, на нивниот сопственик му даваат исто право на дивиденда како и на сопствениците на обични акции. Приоритетните акции на СБ се регистрирани во Централниот депозитар за хартии од вредност како кумулативни приоритетни акции.
- ▶ Во согласност со Статутот на СБ, номиналната вредност на почетниот капитал (основниот капитал) на СБ изнесува 3.602.219.798,00 денари. Почетниот капитал (основниот капитал) се состои од 17.460.180 обични акции во номинална вредност од 201,1 денари по акција и 227.444 приоритетни кумулативни акции без право на глас во номинална вредност од 400,00 денари по акција.
- ▶ Една обична акција на својот сопственик му дава право на еден глас во собранието на акционери на СБ. Приоритетните акции немаат право на глас во собранието на акционери на СБ. Право на учество во добивката имаат акционери со обични акции во СБ, освен кога добивката е исклучена од распределбата меѓу акционерите, согласно одлуката на собранието на акционери за користење на добивката, донесена врз основа на закон и релевантни подзаконски акти или на Статутот. Имателите на приоритетни акции имаат право да добијат дивиденда пред имателите на обични акции. Како такви, приоритетните акции на СБ се сметаат за **кумулативни акции без право на глас**. Согласно Законот за трговски друштва, кумулативните приоритетни акции на нивниот сопственик му даваат право на исплата на акумулираната неисплатена дивиденда пред секоја исплата на дивиденда на сопствениците на обичните акции.
- ▶ Акционерската книга на СБ се води во Централниот депозитар за хартии од вредност.
- ▶ Согласно одлуките за издавање приоритетни акции (втора емисија на акции во 1991 година и четврта емисија на акции во 1996 година),

приоритетните акции на СБ на своите сопственици им ги даваат следните права:

- ▶ Право на исплата на загарантирана (фиксна) дивиденда утврдена во висина на каматата на штедните влогови и депозитите на граѓаните орочени на една година и зголемена за i. еден процентен поен во случај на таканаречена втора емисија на акции и ii. зголемена за соодветен процентен поен кој е утврден со Одлуката за каматни стапки на СБ; Разбираме дека со одлука од 28 март 2006 година на надлежното тело, Банката утврдила додатокот на едногодишната стапка на депозити да изнесува 1% за сите приоритетни акции.
- ▶ Право на исплата на акумулирана неисплатена дивиденда пред исплата на која било дивиденда на иматели на обични акции.
- ▶ Доколку Банката не оствари добивка во износ што е доволен за покривање на износот на дивидендата за сите акции, Банката ќе ја распредели остварената добивка само на акционерите кои имаат приоритетни акции со гарантирана (фиксна дивиденда) и до износ на остварената добивка. Доколку Банката не оствари добивка доволна за да го плати утврдениот гарантиран износ на дивиденда, имателите на приоритетни акции ќе имаат право на кумулативна дивиденда, односно наплата на заостанатите износи по основ на дивиденда во наредните години. Понатаму, врз основа на одлука на собранието на акционери, имателите на приоритетни акции можат да стекнат право да учествуваат во распределбата на добивката во варијабилан процент од износ што го одредува собранието на акционери, но до износот што имателите на обични акциите би го добиле.
- ▶ Приоритетните акции не се опфатени со депозитно-гарантната шема на РСМ (со осигурување на депозити до 30.000 евра).
- ▶ Во случај на ликвидација на банката, приоритетните акции на СБ немаат никаква предност во однос на обичните акции. Правата поврзани со приоритетните акции се опишани во член 278 од Законот за трговски друштва.
- ▶ Приоритетните акции во билансот на состојба на СБ и според МСФИ и според локални GAAP, се признаваат како обврски.

Вреднување на приоритетните акции – дисконтирани парични текови

Процена на приоритетните акции

- Ја проценивме вредноста на приоритетните акции на СТБ со примена на следните методи:
 - Методот на дисконтирани парични текови (приходен пристап), земајќи ги предвид очекуваните дивиденди на приоритетните акции и дисконтирајќи ги до сегашната вредност.
 - Пазарниот пристап, со разгледување на цената на тргување на приоритетните акции на Македонската берза.

Приходен пристап

- За да се проценат очекуваните парични текови (дивиденди) од приоритетните акции, беше земен предвид период на експлицитно прогнозирање до 2027 година.
- Приоритетните акции имаат право на кумулативна дивиденда во износ од едногодишна денарска стапка на орочување на депозитите на населението, плус 1 процентен поен пресметани на номиналната вредност на приоритетната акција. Со оглед на тоа што бизнис планот за работењето на Банката предвидува позитивен нето-приход, не се очекува доцнење (акумулација) на дивиденди.
- За да ја одредиме применливата стапка на депозитите за дивидендите за 2022 година (што ќе се исплатат во 2023 година), ја разгледавме историската (до 30.09.2022 година) и прогнозираната (до 31.12.2022 година) едногодишна стапка на депозити како што е обезбедена од Менаџментот. За преостанатиот период на прогнозирање, стапката на депозити за 2022 година беше приспособена со очекуваната разлика во стапката на депозити на населението според проценката во прогнозата на бизнис планот за да се земе предвид очекуваното зголемување на каматните стапки.

Дисконтна стапка

- За да се процени потребниот принос на приоритетните акции, тековната едногодишна стапка на орочени депозити на населението за банкарскиот систем во РСМ, врз основа на податоците од НБРСМ, беше земена предвид (како пример, се разгледуваа просечните депозити до 1 година и депозитите

помеѓу 1 и 2 години). Развојот на дисконтната стапка за периодот на прогнозирање е пресметан земајќи ја предвид очекуваната разлика во стапката на депозити на населението, според проценката во прогнозата на бизнис планот, за да се земе предвид очекуваното зголемување на каматните стапки.

- Имајќи предвид дека не се достапни приноси на споредливи инструменти, стапката на депозити на банкарскиот систем е избрана со оглед на сличноста на приоритетните акции со едногодишниот депозит. Треба да се напомене дека, за разлика од депозитите на населението, приоритетните акции не се покриени со шемата за осигурување на депозитите и се изложени на кредитниот ризик на банката и дека времето на исплата на дивиденди зависи од профитабилноста на банката. Овие фактори би имале тенденција да го зголемат потребниот принос на приоритетните акции во споредба со депозитите. Од друга страна, приоритетните акции котираат на Берзата и затоа би можеле да се сметаат за поликвидни што би тежнело кон намалување на нивниот потребен принос во споредба со депозитите. Имавме на ум дека нето-ефектот на овие фактори е взаемно урамнотезен.
- Како дополнителна проверка на релевантноста на резултатите од процената, разгледавме дисконтирање на проектираните парични текови преку проценетиот трошок на капиталот за Банката. Со дисконтирање на проектираните дивиденди од приоритетни акции со историскиот сооднос на приносот на дивидендите од приоритетни и обични акции со процената на трошокот на капиталот, проценетата пазарна вредност на приоритетните акции е нешто повисока (523 МКД по акција) од процената според тековно применетиот метод. Нагласуваме дека оваа вредност спаѓа во опсегот што се користи како заклучок за процената.

Терминална вредност

- Терминалната вредност се добива со капитализирање на дивидендите во 2026 година со тогаш применливата дисконтна стапка, имајќи предвид дека до 2026 година очекуваните каматни стапки се очекува да се стабилизираат.

Анализа на сензитивност

- Ефектот од промените на дисконтната стапка врз вреднувањето е анализиран со исправка на дисконтната стапка од +/- 0,1%.

Заклучок од вреднувањето

Цена на приоритетните акции на СТБ на МБ

- ▶ Ја земавме предвид цената на акциите и обемот на тргување на приоритетните акции на СТБ (ISIN: MKSTBS120014) што котираат на сегментот задолжителна котација на МБ.
- ▶ Последната цена за тргување заклучно со 30.09.2022 година изнесува 800 денари со кои се тргувало на 27.09.2022 година.
- ▶ Се чини дека пазарот за приоритетната акција не е активен заклучно со Датумот на вреднувањето, имајќи предвид дека во дванаесетте месеци пред Датумот на вреднувањето биле тргувани само 1.216 акции (околу 0,53% од акциите во оптек) и дека во текот на изминатите дванаесет месеци, кај 94% на датумите на тргување не се регистрирани тргувања, вклучувајќи и какво било тргување на Датумот на процена.
- ▶ Имајќи предвид дека со акциите се тргува многу ретко и има големи периоди без тргување, за цели на процената се повикавме на пондерирана просечна цена за дванаесетмесечниот период кој завршува на Датумот на процена, а изнесува 586 МКД.

Заклучок за вредноста на приоритетните акции

- ▶ Пазарната вредност на приоритетните акции, според приходниот пристап, се проценува меѓу 375 и 416 денари (добиена од анализите на сензитивноста на дисконтната стапка) со средна вредност од 395 денари.
- ▶ Цената на акциите е надвор од вредностите проценети со приходниот пристап, укажува дека не се основа на економски фундаменти. Меѓутоа, имајќи предвид дека приоритетните акции се тргуваат, берзанската цена се сметаше за крајна точка на опсегот на заклучокот за процената.
- ▶ **Наше мислење е дека пазарната вредност на една приоритетна акција заклучно со Датумот на процена е меѓу 395 МКД и 586 МКД.** Нискиот крај на опсегот е даден според земената референца според методот на дисконтирани парични текови.

Резултати од вреднувањето на приоритетните акции

Заклучок од вреднувањето	Вредност (мМКД)	P/B	МКД/акција
Книговодствена вредност локални GAAP/МСФИ на 30.09.2022	91,0	1,00x	400
DDM – ниска	85,4	0,94x	375
DDM – основна	89,8	0,99x	395
DDM – висока	94,6	1,04x	416
Берзанска цена 12М пондериран просек	133,2	1,46x	586
Заклучок	89,8 – 133,2	0,99x – 1,46x	395 - 586

Извор: Анализа на „ЕЈ“

Прилози

Изјава за општи претпоставки и ограничувачки услови

- ▶ Нема да се разгледуваат и нема да се преземе никаква одговорност за правен опис или за правни прашања, вклучувајќи и за сопственост или товари. Сопственоста на акциите се смета за валидна и дека може да се тргуваат, освен ако не е наведено поинаку. Понатаму се претпоставува дека акциите се ослободени и без никакви залози, ограничувања или оптоварувања, освен ако не е наведено поинаку.
- ▶ Се верува дека информациите доставени од Клиентот и другите, а на кои ќе се заснова целиот или делови од извештајот, се веродостојни, но нема да се проверуваат во сите случаи. Не се дава гаранција за точноста на таквите информации.
- ▶ Се претпоставува дека сите потребни лиценци, овластувања, согласности или други законодавни или административни овластувања од која било локална или државна власт или приватен субјект или организација се извадени или може да се обноват за каква било употреба на која ќе се заснова проценетата вредност содржана во извештајот.
- ▶ Се претпоставува целосна сообразност со важечките закони и прописи, освен ако не е наведено поинаку.
- ▶ Нема да се презема одговорност за промените на пазарните услови и не се презема никаква обврска за ревидирање на извештајот за да се одразат настаните или состојбите што се случиле по датумот на мислењето за процената.
- ▶ Ниту „ЕЈ“, ниту било кои поединци кои го потпишуваат или се поврзани со извештајот нема да бидат обврзани поради извештајот да сведочат или да се појават на суд или во други правни постапки, освен ако не се направат посебни одредени ангажмани.
- ▶ Извештајот е направен само за целта наведена во делот Опфат на работа и нема да се користи за друга цел и овој извештај е наменет за ексклузивна употреба на примачот. Ниту извештајот, ниту кои било делови од него (вклучувајќи, но не ограничувајќи се на какви било заклучоци за вредноста, идентитетот на „ЕЈ“ или на кои било поединци кои го потпишуваат или се поврзуваат со извештајот или на професионалните здруженија или организации со кои тие се поврзани) во никој случај нема да бидат дистрибуирани до трети лица без претходна писмена согласност и одобрение од „ЕЈ“, како што е наведено во нашиот договор за ангажман.
- ▶ Во никој случај „ЕЈ“ нема да биде одговорно за последователна, посебна, случајна или казнена загуба, штета или трошок (вклучувајќи, но не ограничувајќи се на изгубена добивка, опортунитетни трошоци, итн.) дури и ако е информирано за нивното можно постоење.
- ▶ Ниту проценителот, ниту неговите вработени и изведувачи немаат никаков присутен или планиран финансиски или друг деловен интерес во проценетите акции што може да ги спречи да направат правична и непристрасна проценка. Надоместокот за советодавните услуги не зависи од вредностите во извештајот.

