

KAKO VREDNOTITI PODJETJA, KO KAPITALSKI TRG ZANIHA?

Pogoj za oživitev trga, združitve in prevzemov tako v Sloveniji kot drugod po svetu je usklajitev pričakovanj prodajalcev in kupcev glede vrednosti podjetij. | [Luka Vesnaver](#), [Matija Pavšič](#)

Znastopom finančne in gospodarske krize, ki je dobobra pretresla svetovne finančne trge, so tečaji delniških trgov po vsem svetu močno padli. V zadnjih treh mesecih so se tečaji po daljšem obdobju padanja in povečanega nihanja bolj ali manj vzpenjali in nekateri optimisti so prepričani, da je najhujša kriza v gospodarstvu že mimo. Ocene analitikov glede tega, ali se dejansko že kažejo prvi obrisi konca depresije ali pa smo priča zgolj t.i. odboju mrtve mačke (ang. dead cat bounce), pojavu, ko gre zgolj za začasno okrevanje tečajev v obdobju njihovega dolgoročnega upadanja, pa so si nasprotujoče. Ne glede na razvoj dogodkov v zadnjem četrtletju je nesporno dejstvo, da so vrednosti podjetij - gledano s perspektive pred pričetkom finančne krize - nizke in logičen sklep bi bil, da so se s padcem cen vzpostavili pogoji, ko bo prišlo do povečanja števila prevzemov in združevanj podjetij. Na trgu so številna podjetja, ki kljub krizi uspešno poslujejo in razpolagajo z ustreznimi finančnimi sredstvi, ki aktivno iščejo primerna podjetja tarče. Poleg njih so tu še tisti skladi zasebnega lastniškega kapitala (ang. Private Equity skladi), ki so pred izbruhom krize zaključili z zbiranjem kapitala in razpolagajo z ogromnim investicijskim potencialom.

V letu 2008 je bilo na svetovni ravni že 35 odstokov manj združitvev in prevzemov, letos bo ta rekord potolčen.

Pa vendar se je, kot je razvidno iz diagrama (glej okvir Evropski trg prevzemov in združitvev), trend rasti M&A (okrajšava za ang. Mergers and Acquisitions – združitve in prevzemi) trga ustavil že v drugi polovici leta 2007. Zaostrovanje pogojev financiranja, povečana volatilitnost delniških trgov in številne odpovedi M&A poslov so bili prvi znaki prihajajoče krize. Do večjega upadanja števila in skupne vrednosti transakcij je prišlo v letu 2008, prelomna točka pa je nastopila v zadnjem kvartalu 2008 po propadu banke Lehman Brothers, ko je z razmahom finančne in nato gospodarske krize prišlo do sočasnega strmoglavljenja delniških tečajev in izrazitega zmanjšanja obsega M&A poslov. Na globalni ravni smo bili v letu 2008 po podatkih Thomson Reuters priča 35-odstotnemu zmanjšanju M&A aktivnosti, odpovedanih pa je bilo več poslov kot kdajkoli prej. Sočasno se zmanjšujejo tudi povprečne vrednosti transakcij in napovedi kažejo, da bo tako število - kot tudi kumulativna vrednost transakcij v prvi polovici letošnjega leta na zgodovinsko nizki ravni.

Vzroki za vse manj M&A poslov

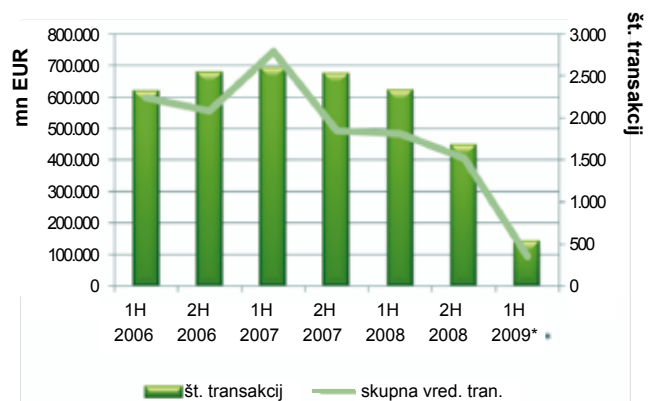
Vzrokov za drastični upad obsega M&A poslov na svetovnih trgih je več, med ključne dejavnike, ki zavirajo normalno delovanje trga, pa bi lahko uvrstili vsaj štiri.

Kreditni krč, ki je zajel finančne trge: Izvedba M&A poslov je v veliki meri odvisna od možnosti zagotovitve ustreznega finančnega vzvoda. Ob tem je potrebno poudariti, da s tem ne mislimo zgolj na kreditni potencial bank. Gledano globalno zagotavljajo banke manj kot polovico dolžniškega financiranja M&A transakcij; večino dolžniškega financiranja namreč prihaja s strani hedge skladov, mezzanine skladov in drugih sorodnih udeležencev na trgu. Vladni ukrepi v številnih državah, ki naj bi spodbudili kreditno aktivnost bank, bodo tako imeli zgolj omejen učinek na trg M&A.

EVROPSKI TRG PREVZEMOV IN ZDRUŽITEV

Trend rasti M&A trga se je ustavil že v drugi polovici leta 2007. Zaostrovanje pogojev financiranja, povečano nihanje delniških trgov in številne odpovedi M&A poslov so bili prvi znaki prihajajoče krize. Do večjega upadanja števila in skupne vrednosti transakcij je prišlo v letu 2008, prelomna točka pa je nastopila v zadnjem kvartalu leta 2008 po propadu banke Lehman Brothers, ko je z razmahom finančne in nato gospodarske krize prišlo do sočasnega strmoglavljenja delniških tečajev in izrazitega zmanjšanja obsega M&A poslov. Na globalni ravni smo v letu 2008 priča 35-odstotnemu zmanjšanju M&A aktivnosti, kot navaja Thomson Reuters; odpovedanih pa je bilo več poslov kot kdajkoli prej. Sočasno se zmanjšujejo tudi povprečne vrednosti transakcij in napovedi kažejo, da bosta tako število kot tudi kumulativna vrednost transakcij v prvi polovici letošnjega leta na zgodovinsko nizki ravni. ■

Strmoglavljenje transakcij



Vir: Mergemakret

Omejene možnosti izstopa: Predvsem za finančne vlagatelje predstavlja nedelovanje kapitalstskih trgov in s tem tveganje nezmožnosti izstopa v običajnih časovnih okvirih veliko oviro za udeležbo v M&A poslih.

Nejasnost glede vrednotenja podjetij: Ne glede na to, da so nižje vrednosti podjetij ugodne z vidika potencialnih kupcev, pa ostaja predmet ugibanj razvoj dogodkov v prihodnosti, t.j., ali smo že dosegli dno ali pa bomo priča nadaljnemu padanju vrednosti. Zaradi velike volatilnosti trgov je prisotno tveganje, da bo cena, ki jo je kupec pripravljen plačati na določeni točki, neugodna. Iz tega naslova je velik del investicijskega potenciala zamrznjen in se bo sprostil šele ob umiritvi razmer na trgu.

Napovedi o povečanem nadzoru finančnih trgov: Vse glasnejše so zahteve po poostrenem nadzoru delovanja bank, private equity skladov ter hedge skladov, spremembi zakonodaje, ki ureja delovanje kapitalstskih trgov, po spremembah davčne zakonodaje, ipd. Tovrstne spremembe, ki so v veliki meri odraz neustreznega regulatornega okvirja v preteklosti, že imajo in bodo tudi v prihodnosti negativno vplivale na obseg M&A aktivnosti.

Izziv vrednotenja

Namen vrednotenja je preveritev ekonomske smotrnosti ponujene cene s strani prevzemnika na eni strani ter določitev sprejemljive prodajne cene s strani prodajalca na drugi strani. V celotnem procesu, ki je pogosto čustveno intenziven za vse udeležence, mora vrednotenje igrati vlogo enega izmed oprijemljivejših in objektivnejših kriterijev za odločitve.

V praksi se za potrebe M&A poslov običajno uporablja podatke o pogojih primerljivih transakcij iz bližnje preteklosti, oziroma se uporabi kot izhodišče podatek o ceni delnice primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi. Ideja je v osnovi izredno preprosta – vrednost dveh sorodnih družb ne more bistveno odstopati, če delujeta v enaki industriji na enakem trgu s podobnimi pričakovanji glede prihodnosti, kvalitete proizvoda in storitev.

Vrednotenje na podlagi multiplikatorjev

Od kazalnikov, ki nam povedo, kakšna je trenutna vrednost podjetja glede na primerljiva podjetja v panogi, se največkrat opiramo na kazalnik EV/EBITDA (razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja, povečano za neto dolg, ter dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo), smiselno pa se, glede na panogo, v kateri podjetja poslujejo in nekaterih drugih faktorjev, uporabljajo tudi drugi kazalniki kot npr. P/E (razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in dobičkom podjetja), P/B (razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in knjigovodsko vrednostjo kapitala podjetja), EV/Sales (razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja, povečano za neto dolg ter čistimi prihodi iz prodaje). Tovrstno vrednotenje na podlagi multiplikatorjev pa ima tudi številne pomanjkljivosti, in sicer:

- v multiplikatorje so vgrajene številne predpostavke, ki jih je treba upoštevati;
- pri njihovi uporabi se naslonimo na trg oziroma na analizo drugih, ki so (predvidoma) pri svojem nakupu/prodaji podrobno analizirali podjetje, ki je predmet transakcije oziroma nakupa;
- relativno vrednotenje odraža trenutno "razpoloženje" trga in preceňuje, ko je trg precenjen oziroma podcenjuje, ko je trg podcenjen;
- primerljiva podjetja niso vedno na voljo.

Cenovna gibanja pri M&A poslih na območju Evrope v preteklih treh letih kažejo, da so se implicitne ocene vrednosti podjetij (EV) na podlagi multiplikatorjev v preteklem letu zniževale, trend padanja pa se v letu 2009 nadaljuje. Povprečne vrednosti multiplikatorjev, pri katerih so se v evropskem prostoru odvijali M&A posli, so od leta 2007, ko je trg dosegel vrh, v upadanju. Poleg tega so zaradi krčenja gospodarske aktivnosti napovedi za vrednosti EBITDA za letošnje leto skoraj v vseh panogah v povprečju nižje kot v preteklih letih, kar dodatno negativno vpliva na ocenjeno vrednost podjetij.



Foto: Dreamstime

Se nakazujejo bikovski trendi ali smo priča t.i. skoku mrtve mačke, pojavu, ko gre zgolj za začasno okrevanje tečajev v obdobju njihovega dolgoročnega upadanja?

Vrednotenje na podlagi prostega denarnega toka

Z omenjenega vidika je vrednotenje na podlagi prostega denarnega toka, kjer smo prepuščeni lastni poglobljeni analizi, veliko primernejše. Tudi v tem primeru je sicer izredno težko z zadovoljivo stopnjo verjetnosti predvideti vse ključne elemente, ki vplivajo na vrednost podjetja (še posebej to velja v obdobju krize, v kateri se nahajamo), vendar pa lahko na splošno - oziroma ob ustrezni uporabi predpostavk - ta metoda lažje blaži izrazito nihanje, kateremu je trenutno podvržen kapitalstski trg.

Kaj to pomeni za domači trg M&A?

V Sloveniji je prišlo še do izrazitejšega padca tečajev delnic kot na večini svetovnih borz. Razlog za to so poleg finančne krize še določeni interni dejavniki (predvsem zaustavljeni proces privatizacije), ki so v preteklosti gnali tečaje v (nerazumne) višave. Multiplikatorji, pri katerih so pred začetkom krize kotirala slovenska podjetja, so bili v primerjavi s tujimi podjetji (pre)visoki in kot taka so bila domača podjetja nezanimiva za tuje vlagatelje.

Zaradi padca tečajev na borzah smo se tako danes znašli v situaciji, ko so ponudbe potencialnih prevzemnikov za prodajalce v večji meri nesprijemljive, saj le-ti še vedno niso prilagodili svojih pričakovanj novonastalim tržnim razmeram in računajo, da bodo v prodaji iztržili nekaj, kar je glede na vrednotenja, ki veljajo danes, popolnoma nerealno. Večina prodajalcev se tako odloča za odložitev prodaje na obdobje, ko bodo vrednotenja ugodnejša.

Dejavnik, ki še dodatno otežuje izvedbo transakcij, pa je v povprečju razmeroma visoka zadolženost slovenskih podjetij. V kolikor pri vrednotenju tržne kapitalizacije podjetja izhajamo iz multiplikatorja EV/EBITDA, pridemo ob realni predpostavki znižanja EBITDA in hkratni povečani neto zadolženosti podjetja v situacijo, ko je ocenjena vrednost kapitala mnogo nižja, kot je bila pred manj kot letom; v skrajni fazi je celo negativna.

Pogoj za ponovno ožvitev M&A trga v Sloveniji in tudi drugod po svetu je tako predvsem uskladitev pričakovanj prodajalcev in kupcev glede vrednosti podjetij, ki bi lahko bila predmet transakcij. Da bi dosegli to novo ravnovesje pri vrednotenjih, ki jih bodo vse vključene strani sprejele kot realna, pa bo potrebna povrnitev zaupanja v finančne trge in posledično zmanjšana volatilitost tečajev, sprostitve kreditnega krča ter usklajeno delovanje regulatornih organov. ■

Luka Vesnaver je glavni direktor družbe Poteza Podjetniške finance d.o.o. Matija Pavič je vodja oddelka analitike družbe Poteza podjetniške finance d.o.o.